

## CERTIFICADO

En Quito, con fecha 31 de agosto de 2016, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., certifica que habiendo realizado la actualización de la calificación de riesgo considerando su metodología de calificación y su reglamento interno, el Comité de Calificación por unanimidad ha decidido otorgar la calificación:

SERIE	CALIFICACIÓN
A3	AAA
A4	AA
A5	AA

### **AL FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 6 – FIMUPI6.**

La calificación AAA Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.

La calificación AA Corresponde al patrimonio autónomo que tiene muy buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.

Atentamente,



**Hernán López**  
Gerente General  
ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A.

*"La opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la calificadora la verificación de la autenticidad de la misma"*



Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 6 – FIMUPI 6 (Estados Financieros junio 2016)

**MUTUALISTA PICHINCHA 6- FIMUPI 6**

Subgerente de Análisis

[mavila@icredelecuador.com](mailto:mavila@icredelecuador.com)

Gerente General

[hlopez@icredelecuador.com](mailto:hlopez@icredelecuador.com)**Calificación**

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Serie A3 Serie A4 y A5	AAA AA		Revisión	Calificación de Titularización

**Fundamentos de Calificación**

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., en comité No. 33, llevado a cabo el 31 de agosto de 2016; con base en los estados financieros auditados a diciembre de 2015, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión, actas de accionistas y otra información relevante con fecha junio de 2016, califica en Categoría AAA, al Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 6 – FIMUPI 6. (Resolución No. Q-IMV-09.2303 del 5 de junio de 2009)

La calificación se sustenta en la calidad de la cartera titularizada, que ha permitido cubrir el saldo por pagar a inversionistas. La morosidad que ha existido no ha impedido el cumplimiento de los pagos a tiempo; adicionalmente el fideicomiso cuenta con intereses extraordinarios que se acumulan para el pago de la última clase. Al respecto:

- La cartera titularizada consiste en valores de contenido crediticio representativos de créditos con garantía hipotecaria. De acuerdo al comportamiento de la cartera titularizada hasta la fecha los índices de morosidad de la cartera se mantienen dentro de límites tolerables y no ponen en riesgo la capacidad de generación de efectivo necesaria para cumplir con las obligaciones del fideicomiso.
- El Fideicomiso está en la capacidad de cumplir con sus obligaciones dados los montos de cartera titularizada en su poder, los que resultan suficientes para cancelar los títulos emitidos correspondientes a la clase A4 pendiente de ser redimida.

La asignación de la calificación de riesgo, consideró exclusivamente: la calidad y garantías de la cartera que forma parte del Patrimonio del Fideicomiso, la estructura del Fideicomiso Mercantil y la operatividad del mismo. Así como la capacidad de la cartera para generar flujos dentro del proceso de Titularización.

La presente titularización se encuentra dividida en cinco clases A1, A2, A3, A4 y A5. El rendimiento de la clase A5, es el resultante de los excedentes de flujos, luego del proceso de pago de las clases privilegiadas (A1, A2, A3 y A4) y gastos correspondientes del fideicomiso.

La cartera titularizada a junio se encuentra conformada por 596 operaciones de crédito con un saldo de capital total a junio de 2016 de USD 7,38 millones y una tasa promedio ponderada de 10,78% del portafolio.

La estructura de la cartera de acuerdo a su distribución geográfica muestra concentración en la provincia de Pichincha, respecto al número de operaciones el 44,80% han sido colocadas principalmente en la ciudad de Quito, mientras que el 19,22% en la provincia de Manabí y un 35,97% en otras ciudades.

El índice de morosidad de la cartera titularizada fue de 18,01% ubicándose sobre el escenario optimista.

El mecanismo de garantía es la subordinación de clases, por lo que la Clase A1 tuvo una cobertura nominal de las Clases A2, A3, A4 y A5 de 75,44% al inicio, la Clase A2 de 72%, la Clase A3 de 100,00%. La Clase A5 se pagará con el remanente del fideicomiso, ya que se encuentra compuesto por cartera y la suma de cuentas por cobrar y dinero en bancos, por lo que su valor final es esperado y no cierto.

El saldo de la cartera titularizada más los fondos disponibles (USD 9.176.741,92) cubre en 178% el saldo por pagar a inversionistas (USD 5.147.858,31).

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., identifica como riesgos previsibles a los siguientes:

- La llamada inseguridad jurídica puede producir cambios en las leyes, situación que podría afectar el desempeño de la cartera Titularizada, el riesgo está mitigado por tratarse de una cartera madura y bajo contratos definidos con anterioridad.
- En la concesión de créditos para vivienda debe considerarse el hecho de que si el prestatario es incapaz de cumplir con su obligación puede entregar el bien hipotecado para extinguir la deuda en su totalidad más allá de la diferencia que puede haber entre el total adeudado y el valor del bien. En este sentido la entidad puede terminar con un bien de difícil realización, lo que indudablemente afectaría. El saldo de la cartera actual por haber transcurrido un

tempo largo es mucho menor que el valor de los bienes hipotecados por lo que el riesgo señalado es prácticamente nulo.

- Alteraciones en los flujos proyectados como consecuencia de la falta de pago de los deudores hipotecarios es lo que se conoce como riesgo de crédito. Éste puede dividirse en riesgo de mora y de pérdida. Es opinión de esta calificadora que el riesgo de mora queda cubierto con los cálculos realizados respecto de los índices de siniestralidad en donde se toma en cuenta este aspecto. El riesgo de pérdida considera como tal a aquella cartera que tiene más de 90 días de vencido y a la que se agrega la cartera castigada si la hubiera. Importante es destacar que cuando se considera un riesgo de pérdida no se toma en cuenta la posible recuperación parcial por vía legal a través de la liquidación de garantías. Es opinión de esta calificadora que dada la baja relación entre saldo insoluto y garantía que hace que los deudores hagan todos sus esfuerzos por no perder su vivienda en este caso ante la falta de cancelación de un monto sensiblemente menor al valor de ésta, disminuye de manera importante la posibilidad de pérdida.
- Un prepago se produce cuando el cliente cancela el total o varias cuotas del crédito otorgado. Valores de prepago elevados de los créditos aceleran la amortización de la cartera lo que provoca descalces en los flujos proyectados. En Ecuador el prepago de este tipo de cartera se producía de manera fundamental por la oferta de créditos de vivienda del BIESS generalmente a tasas más bajas y a plazos más largos. Sin embargo, en los últimos meses y debido a la situación de iliquidez en el sistema ecuatoriano de alguna manera a aumentado los trámites tendientes a la obtención de esos créditos y las exigencias para otorgarlos los prepagos han tendido a disminuir hasta alcanzar valores no materiales en el conjunto de la cartera.
- Tal como ha quedado señalado los riesgos de crédito incluyendo mora y pérdida y el riesgo de prepago están estrechamente ligados al riesgo sistémico que tienen que ver

con las condiciones del mercado. Debido a factores analizados en la situación económica del país, desde enero del presente año, los depósitos de las instituciones financieras se han recuperado, llegando a tener hoy en día un exceso de liquidez y una sobre oferta de crédito que no ha sido correspondido debido a la situación económica el país. Esta combinación puede afectar la morosidad de la cartera, lo que puede tener consecuencias en los flujos. No obstante, el análisis realizado de la cartera indica que los flujos necesarios para asegurar el cumplimiento de las obligaciones del fideicomiso están en condiciones de soportar niveles de morosidad parecidos a los actuales. Es opinión de ICRE que el riesgo sistémico ya ha sido internalizado por los deudores hipotecarios por lo que es poco probable que el nivel de morosidad aumente de forma dramática.

El resumen precedente es un extracto del informe de la Revisión de la Calificación de Riesgo del Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 6 – FIMUPI 6 realizado con base a la información entregada por la administradora y de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)

Gerente General

## Objetivo del Informe y Metodología

El objetivo del presente informe es entregar la actualización de la calificación del Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 6 – FIMUPI 6, a través de un análisis detallado de: los activos transferidos al patrimonio de propósito exclusivo, la estructura de la titularización, la administración del agente de manejo, los mecanismos de garantía, el tratamiento de los flujos y todos los aspectos legales que intervinieron. ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación.

Conforme el Artículo 12 de la codificación de las resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este. Es por lo tanto evidente que la ponderación máxima en todos los aspectos que se analice tiene que ver con la calidad de la cartera titularizada. Siendo éste un aspecto importante, en aquellos casos en los que exista garantías y resguardo suficientes que aseguren de alguna forma el cumplimiento de la obligación, tal

como en la titularización que se analiza en el que la cartera titularizada tiene garantía hipotecaria, este aspecto también tendrá una ponderación importante el momento de otorgar la calificación. Los demás aspectos tales como, informaciones históricas y otros se ponderarán de acuerdo a la importancia relativa que ellas tengan al momento de poder cumplir con la cancelación efectiva de las obligaciones contraídas.

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. guardará estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa. La información que sustenta el presente informe es:

- Estados Financieros Auditados del año 2010 al año 2015.
- Estados Financieros no Auditados al 30 de junio de 2016.
- Contratos del Fideicomiso.
- Detalle de la cartera titularizada al 30 de junio de 2016.
- Otros documentos que la administradora consideró relevantes.

## Entorno Macroeconómico

### ENTORNO MUNDIAL

En el informe "Global Economic Prospects – June 2016", el Banco Mundial informa que la economía global se recupera lentamente de un complicado 2015. En el año que terminó, la actividad económica internacional se mantuvo atenuada, las economías de mercados emergentes y en desarrollo se desaceleraron por quinto año consecutivo, en tanto que las economías avanzadas siguieron registrando una ligera recuperación. La actividad económica genera más del 70% del crecimiento mundial.

El crecimiento mundial, finalizado en 3,1% para 2015, alcanzaría 3,2% en este 2016 y 3,5% en 2017, según el Boletín del FMI de abril 2016.<sup>1</sup> Se proyecta que el repunte de la actividad mundial será más gradual que lo previsto, especialmente en el caso de las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

En general, las economías desarrolladas se han recobrado de manera exitosa de las últimas crisis. Según el Boletín publicado por el FMI el pasado 12 de abril de 2016, las economías avanzadas crecerán por 2% a causa de baja demanda y baja productividad. Mientras que las economías emergentes y en desarrollo aportarán con un crecimiento de 4,1% en 2016 y 4,6% en 2017.

El Banco Mundial, en su reporte de junio 2016, indica que las proyecciones de las economías avanzadas se han deteriorado debido al

debilitamiento del comercio internacional. Aunque los bajos precios del petróleo brindaron efectos positivos al consumidor y las condiciones laborales han mejorado, se prevé que el crecimiento de dichas economías estará en 1,7%.<sup>2</sup> La Reserva Federal de EEUU intenta normalizar las tasas de interés, mientras que el Banco de Europa y el Banco de Japón plantean reformas para acomodarse a la situación económica actual.

Aunque el mercado financiero global se ha recuperado de un volátil inicio de año, el flujo de capitales a economías en desarrollo y emergentes se mantiene vulnerable a las decisiones de los inversionistas. Los precios de los commodities cayeron significativamente a inicios de 2016 y se han recuperado lentamente. Sin embargo, los precios siguen bajos debido a la sobreoferta y a la baja demanda. El precio WTI del barril de petróleo se ha recuperado lentamente. El Banco Mundial calcula que el precio promedio del barril estará en USD 41 para el 2016.

Asia del Este continúa siendo la región del mundo de más rápido crecimiento y pareciera que va a mantener ese lugar en el futuro próximo. La región ya representa alrededor del 30% del GDP global (Gross Domestic Product), con China representando un 16%. El crecimiento en aquel país se desaceleró a 6,9% en 2015 y 6,7% en el

<sup>1</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>

<sup>2</sup> <http://pubdocs.worldbank.org/en/842861463605615468/Global-Economic-Prospects-June-2016-Divergences-and-risks.pdf>

primer cuarto de 2016 a causa de un debilitamiento en inversiones y reducción en exportaciones, además del debilitamiento del yuan, una caída en el mercado bursátil y un empantanamiento del mercado inmobiliario. El Banco Mundial prevé un crecimiento de 6,3% para el 2016 y de 6,2% en 2017 para este país.

PIB	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
Mundo	2,4	2,6	2,4	2,4	2,8	3,0
Latinoamérica y Caribe	2,9	1,0	-0,7	-1,3	1,2	2,1
Economías Avanzadas	1,1	1,7	1,8	1,7	1,9	1,9
BRICS	5,7	5,1	3,8	4,2	5,1	5,3
Ecuador	4,6	3,7	0,3	-4,0	-4,0	0,0

Tabla: Proyecciones PIB  
(Fuente: Banco Mundial (junio 2016); Elaboración: ICRE)

## ENTORNO REGIONAL

En lo que respecta a América Latina, la región ha experimentado una desaceleración desde el 2012. Según el Boletín del FMI, la economía Latinoamericana y del Caribe se contraerá en un 0,5% en el presente año. Mientras tanto, el Banco Mundial prevé una contracción de 1,3% en el PIB de la región, principalmente por la caída de los precios de materias primas y petróleo. Con un decrecimiento de 0,7% en 2015 y un previsto -1,3% para este año, la región atravesará una doble contracción, evento que no ocurría desde hace más de 30 años.

Países con poderío económico como Brasil y Venezuela sufren de problemas domésticos, atravesando recesiones en medio de un álgido ambiente político. Argentina se está reestructurando bajo la presidencia de Mauricio Macri, aunque en el país se han perdido más de 50 mil empleos privados y aumentaron las protestas callejeras. Países de Centroamérica y el Caribe han crecido con exportaciones y turismo. El Banco Mundial (junio 2016) menciona que, si se excluyera a Brasil, la región tendría un crecimiento de 0,5% en 2016.

La inflación regional ha subido dado el alza de precio de las importaciones y la debilitación de monedas.

Según la CEPAL, la región sigue mostrando la mayor desigualdad en la distribución de ingresos 175 millones de personas padecieron de pobreza en 2015 y la tasa de indigencia ascendió a 75 millones de individuos.<sup>3</sup>

Algunos riesgos para la región inician por la dependencia del mercado de commodities; si los precios de este mercado no suben, las economías seguirán sufriendo. Por otro lado, la deuda externa en dólares americanos de la región ha incrementado, y dado la depreciación de las monedas, los gobiernos se pueden ver forzados a pagar deudas más elevadas de lo esperado. Se espera que las recesiones de Brasil y Venezuela duren más, lo cual perjudica el crecimiento regional.

El nuevo Primer Mandatario de Perú, Pedro Kuczynski, prometió combatir la inseguridad y la corrupción, con el objetivo de disminuir las cifras de pobreza, que actualmente corresponde el 22% de la población. En forma global la situación de la región no es alentadora.

## ENTORNO ECUATORIANO

El Ecuador no escapa al entorno señalado para la región, de hecho, ocupa el lugar 76 entre 140 países encuestados para determinar el Índice de Competitividad Global (ICG)<sup>4</sup>. Según el reporte de ICG, que califica en dicha posición al país, la competitividad en Ecuador se ve atenuada por las regulaciones laborales, los impuestos y la burocracia gubernamental. En cuanto a la innovación, Ecuador ocupa el puesto número 100 en el ranking de 128 países evaluados por la Organización Mundial de Propiedad Intelectual.<sup>5</sup>

Por otro lado, algunos países se ven favorecidos por la baja del precio del petróleo, lo que neutraliza el impacto de la baja de otros productos como el cobre. Ecuador se ve afectado no sólo por dicha baja, sino también por el fortalecimiento del dólar, que hace menos competitivas sus exportaciones. Ambos fenómenos han creado iliquidez en el mercado, lo que ha hecho disminuir de manera importante los flujos de fondos para nuevas inversiones, aunque sin poner en riesgo, al menos por ahora, la dolarización.

Un aspecto importante en función de la competitividad se demuestra en la depreciación de la moneda de los países vecinos. Esta depreciación favorece la venta de productos hacia el Ecuador y en cambio encarece los productos ecuatorianos en los mercados peruano y colombiano.

Para contrarrestar el efecto de la apreciación del dólar y la pérdida de competitividad en los mercados internacionales, en marzo de 2015 se adoptaron Salvaguardas Globales por Balanza de Pagos, que buscaban reducir las importaciones hacia el Ecuador. Tales salvaguardas, que se programaron para ser desmanteladas en abril de 2016, seguirán vigentes hasta 2017 producto del sismo del 16 de abril, según el Comité de Comercio Exterior (Comex). Mediante la Resolución No. 006-2016, este organismo estableció que el desmantelamiento de las sobretasas se dará de la siguiente manera en 2017: la sobretasa de 40% se reducirá a 26,7% en abril, a 13,3% en mayo y eliminada totalmente (0,00%) en junio de dicho año. La sobretasa de 25% bajará a 16,7% en abril, 8,3% en mayo y 0,00% en junio. La

<sup>3</sup> <http://www.cepal.org/es/comunicados/cepal-pide-proteger-avances-impedir-retrocesos-sociales-potencial-aumento-la-pobreza-la>

<sup>4</sup> <http://www.datosmacro.com>

<sup>5</sup> Diario El Comercio, Ecuador, en el puesto 100 de 128 en ranking global de innovación (Fuente: OMPI), martes 16 de agosto 2016, página A5.

sobretasa de 15% se dismantelará a 10,00% en abril, a 5% en mayo y a 0,00% en junio.<sup>6</sup>

El factor externo que más ha incidido en la falta de divisas en Ecuador ha sido el precio del petróleo, que ha estado persistentemente a la baja. Para el presupuesto de 2015, que fue de USD 34.897 millones, el gobierno estableció un precio promedio del barril de USD 79. Para el presupuesto del 2016, se consideró un precio de USD 35. Conforme a la publicación del Banco Central del Ecuador en su página web, el precio del WTI fue USD 41,60 hasta el 31 de julio de 2016.<sup>7</sup>

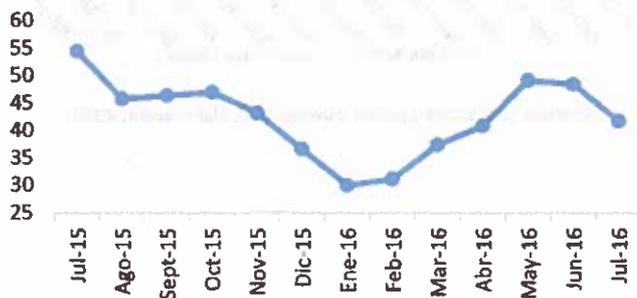


Gráfico: Evolución precio Barril WTI (Fuente: BCE; Elaboración: ICRE)

Con base a lo anteriormente expuesto, el Ejecutivo envió un presupuesto estatal para el 2016<sup>8</sup> de USD 29.835 millones, con una necesidad de financiamiento de USD 6.600 millones, una baja respecto del presupuesto para 2015 que fue de USD 34.897 millones. La necesidad de financiamiento proviene de un déficit de USD 2.400 millones (2,4% del PIB), a lo que debe sumarse amortizaciones de deuda contraída anteriormente (USD 4.134 millones identificados como compromisos adquiridos con el BID, bilaterales, China, entre otros).

El plan presupuestario para el 2016 calculó un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 1% y una inflación de 3,3%. Sin embargo, el FMI prevé un decrecimiento de -4,50% en el PIB ecuatoriano,<sup>9</sup> mientras que el Banco Mundial estima una contracción de -4,00%.<sup>10</sup>

El 2016 se ha presentado como un año con dificultades, en el cual se ha visto un entorno de estrechez de liquidez con restricciones en las líneas de crédito y una limitada inversión del sector público. A junio del presente año, los depósitos de ahorro cayeron a USD 7.043 millones, USD 403 millones menos que en junio de 2015. Mientras tanto, la cartera bruta bajó a USD 18.074 millones, lo cual representó una caída de -9,90% para el mismo período.<sup>11</sup> La recaudación tributaria, de enero a junio, descendió a USD 6.552 millones. Como consecuencia, se está tramitando la cuarta reforma tributaria de 2016. Una estadística importante es que, a marzo de 2016, la población económicamente activa era de 7,9 millones; mientras que la

población económicamente inactiva era de 3,6 millones, según datos de INEC.

#### MACROECONOMIA (proyección 2016)

PIB	-4%
Ingreso per cápita	USD 6.996
Inflación anual (julio 2015-julio 2016)	1,58%
Inflación Mensual (31 julio 2016)	-0,09%
Salario básico unificado	USD 366
Canasta familiar básica (julio 2016)	USD 688,21
Tasa de empleo adecuado (junio 2016)	41%
Tasa de desempleo (junio 2016)	5,3%
Precio crudo WTI (31 julio 2016)	USD 41,60
Precio crudo Oriente (29 julio 2016)	USD 33,84
Riesgo País (31 julio 2016)	877,00
Presupuesto Estado (julio 2016)	USD 29.835 millones
Deuda como porcentaje del PIB	34,6%

Tabla: Indicadores macroeconómicos (Fuente: FMI, INEC y BCE; Elaboración: ICRE)

#### ÍNDICES FINANCIEROS

Tasa Máxima Convencional	9,33%
Tasa máxima productiva empresarial	10,21%
Tasa máxima productiva PYMES	11,83%
Tasa efectiva máxima consumo	17,30%
Tasa máxima inmobiliario	11,33%

Tabla: Indicadores financieros (Fuente: BCE; Elaboración: ICRE)

#### MOVIMIENTOS BURSÁTILES (julio 2016)<sup>12</sup>

En Miles de USD Titulo	Monto Efectivo	
	BVQ	BVG
Sector Público	185.416	159.811
Sector Privado	80.280	118.344

Tabla: Movimientos bursátiles (Fuente: BVQ; Elaboración: ICRE)

**Número de emisores por sector:** A julio de 2016, el país contaba con 302 emisores, sin incluir fideicomisos o titularizaciones. El sector comercial tiene la mayor cantidad de emisores en el mercado.



Gráfico: Número de emisores por sector (Fuente: BVQ; Elaboración: ICRE)

**Inflación:** La inflación acumulada para el año 2015 terminó con un 3,38%. La inflación acumulada al 31 de julio de 2016 era de 1,58%, según el BCE.

<sup>6</sup> [http://www.aduana.gob.ec/archivos/Boletines/2016/resolucion\\_006\\_2016%20Comex.pdf](http://www.aduana.gob.ec/archivos/Boletines/2016/resolucion_006_2016%20Comex.pdf)

<sup>7</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/resumen\\_ticker.php?ticker\\_value=petroleo](https://contenido.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=petroleo)

<sup>8</sup> [http://www.unicef.org/ecuador/ASAMBLEA\\_Presentacion\\_Prototoma\\_del\\_PGE\\_2016](http://www.unicef.org/ecuador/ASAMBLEA_Presentacion_Prototoma_del_PGE_2016)

<sup>9</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>

<sup>10</sup> <http://pubdocs.worldbank.org/en/842861463605615468/Globa-Economic-Prospects-June-2016-Divergences-and-risks.pdf>

<sup>11</sup> Diario El Comercio, *La evolución de los depósitos de ahorro y de los créditos* (Fuente: SBS), viernes 12 de agosto 2016, página A2.

<sup>12</sup> <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-estadistica/>

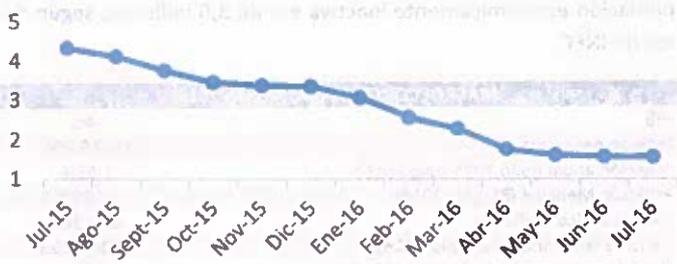


Gráfico: Inflación acumulada (Fuente: BCE; Elaboración: ICRE)

**PIB:** Se puede observar que la economía del Ecuador tiene crecimientos por debajo del mundial y regional. El 2016 será un año de contracción para el país y para la región, según el Banco Mundial que prevé una contracción del PIB ecuatoriano hasta 2018.

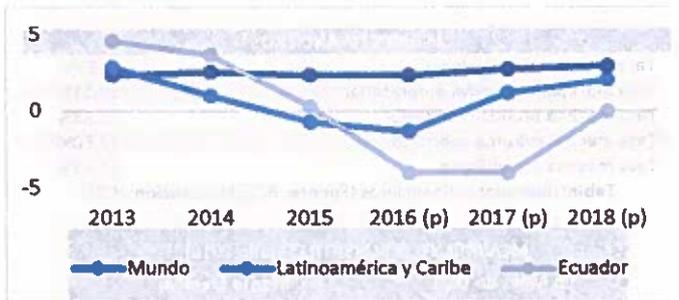
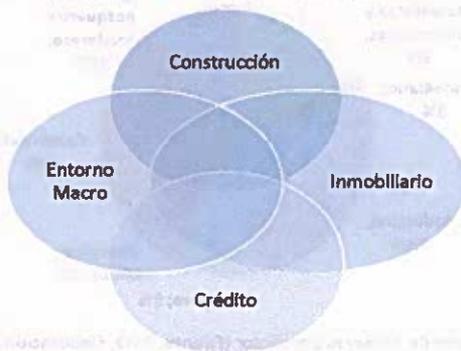


Gráfico: Variación del PIB comparativo (Fuente: BM; Elaboración: ICRE)

## Sector hipotecario

Para tener una comprensión integral del sector hipotecario es necesario analizar y entender las siguientes variables, que tienen una influencia importante y directa en éste:



### El Sector de la Construcción

El sector de la construcción, es de alta importancia e influencia para el desarrollo económico y social del país. Es generador importante de empleos e impulsa el desarrollo de las diferentes industrias que proveen insumos para la construcción. Dentro de la medición del PIB, realizada por el Banco Central del Ecuador, la construcción se

**Tasa activa y pasiva:** La tasa de interés activa al 31 de julio de 2016 era de 8,67%, mientras que la tasa de interés pasiva para la misma fecha era de 6,01%, según el BCE.

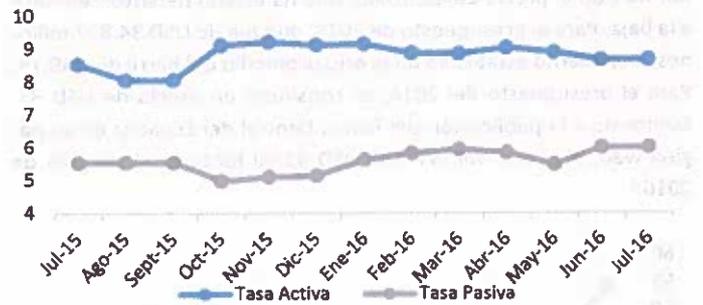


Gráfico: Tasa activa y pasiva (Fuente: BCE; Elaboración: ICRE)

ubica como el quinto sector con mayor crecimiento en la última década (2005-2015) con un 85,5%. Asimismo, en el 2015 el aporte de este sector al PIB constituyó un 10,1%, luego de las industrias de manufactura, comercio y petróleo, y minas. Sin embargo, la tasa de variación porcentual ha presentado un decrecimiento progresivo a partir del 2011, ocasionado -entre otras causas- por la disminución en los niveles de dinamismo e inversión en la economía, en general. Esta paralización se debe, sobre todo, a las mayores necesidades de financiamiento del gasto público, la disminución en la colocación de créditos y la menor confianza para el endeudamiento a largo plazo, resultado de la desaceleración económica actual. Generando que la tasa de variación del PIB sectorial del 2015 se ubique en -1,1%<sup>13</sup>.

### El Sector Inmobiliario

El sector inmobiliario tuvo un importante crecimiento en los años anteriores debido al incremento de la capacidad de endeudamiento del ecuatoriano y a las facilidades para acceder a un crédito para la vivienda (fortalecido por la inyección de créditos del BIESS). Como resultado de esto, las constructoras y empresas de bienes raíces ofertaron y ofertan proyectos para todos los sectores lo que se refleja tanto en el mercado financiero como en el desempeño de las firmas relacionadas con este sector. La tendencia a la baja en las ventas del sector inmobiliario, que se siente desde julio del 2015, se

<sup>13</sup><http://www.mundoconstructor.com.ec/construccion/comercial/544-el-sector-de-la-construccion-en-un-difundido-2016.html>

ha mantenido en lo que va del presente año. Dos factores han afectado al sector de la construcción desde el año pasado: el anuncio de los proyectos de plusvalía y Ley de Herencias, que se retomó este año, y la crisis económica del país, que se traduce en una caída de la demanda de casas, departamentos, etc.<sup>14</sup>

### Crédito

Para estudiar la situación económica respecto a este sector, de una forma más completa y global, es necesario considerar las oportunidades de crédito en instituciones bancarias como el BIESS, inflación, su importancia en el mercado de trabajo, la evolución del sector externo y la composición interna del mercado.

Considerando aspectos como:

- Crédito para Constructores
- Crédito para la Vivienda y
- Bonos para la Vivienda

### Crédito para Constructores

Para obras de infraestructura y/o de viviendas de interés social y medio se pueden obtener préstamos para financiar a constructores privados, cooperativas de vivienda y organizaciones de carácter social, legalmente constituidas, destinadas para la construcción de un proyecto habitacional nuevo o en curso que comprenda: terreno, obras de infraestructura y/o de viviendas.

La banca privada y algunas instituciones públicas ofrecen crédito especial para constructores y proyectos inmobiliarios (Ministerio de Desarrollo Urbano y Vivienda, BEV, BIESS, CFN)

La CFN tiene una línea de crédito denominada "construye" para constructores de viviendas de interés social con una tasa de 6,5% de 3 a 5 años.

### Crédito para la Vivienda

El mercado hipotecario en el país se ha mantenido activo, fundamentalmente gracias a la participación del BIESS. De hecho, los saldos de cartera hipotecaria a mayo de 2016 era de USD 5.730 MM

## El originador

La Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda "Pichincha" es una Institución Financiera de Derecho Privado con finalidad social, cuya actividad principal es la captación de recursos del público para destinarlos al financiamiento de vivienda, la construcción y el bienestar familiar de sus socios y clientes. Actúa y opera bajo el control de la Superintendencia de Bancos del Ecuador, mientras dure el proceso de transición en el que se en-

colocados por el BIESS frente a USD 1.789 MM colocados por los bancos privados, lo que representa más del 75% de las colocaciones.

De acuerdo a la información entregada por el BIESS, a junio de 2016 se otorgaron créditos hipotecarios por un total de USD 557 MM, de los cuales un 79% se destinaron a vivienda terminada, un 7% a construcción, un 6% a compra de terrenos y el saldo a sustituir hipotecas de otras instituciones, ampliaciones, remodelaciones y similares. Los créditos otorgados representan un 41% de los USD 1.350 MM que el banco se comprometió a entregar hasta diciembre de 2016, lo que es una clara demostración de que este importante sector ha estado y seguirá estando en plena actividad. Se demuestra además que el banco del BIESS es la principal institución del país en el rubro del financiamiento de vivienda.

Un factor importante en los montos colocados lo constituye la tasa de interés del 6% que se otorga a viviendas de interés público, la que debe cumplir ciertos requisitos como ser nueva y de primer uso y no debe exceder los USD 70.000, entre otras condiciones.

A lo anterior, debe agregarse que los principales bancos privados han anunciado planes para realizar colocaciones en el sector inmobiliario, lo que persigue cumplir con la oferta de colocar créditos de forma importante en el segundo semestre del año.

### Bonos para la Vivienda

Este programa consiste en una ayuda económica que el Gobierno Nacional entrega a las familias ecuatorianas que no tienen vivienda, o requieren mejorar la única que poseen, sirve para completar el financiamiento para adquirir, construir o mejorar su vivienda. Los componentes del financiamiento de la vivienda o el mejoramiento son: Ahorro, Bono y Crédito: (A+B+C=Vivienda).

El crédito puede obtenerse en cualquier entidad que lo otorgue, como: El BIESS.

Adicionalmente, a causa del terremoto ocurrido en abril de 2016 que afectó a las provincias de Manabí y Esmeraldas, el Ministerio de Desarrollo Urbano y Vivienda ha generado nuevos bonos para reconstrucción, adquisición o construcción dependiendo de la necesidad para aquellas personas damnificadas por este hecho.

cuentra. Su órgano máximo de Gobierno y la Junta General de Representantes de Socios, en cumplimiento al Código Orgánico Monetario y Financiero vigente desde septiembre del 2014, tomó la decisión de adherirse al sector de la Economía Popular y Solidaria dada su naturaleza mutual; y se somete a las normas de solvencia y prudencia financiera, y de contabilidad que se dictaren para el efecto.<sup>15</sup>

<sup>14</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/ventas-inmobiliarias-iva-impuestos-construcciones.html>.

<sup>15</sup> Mutualista Pichincha Memoria de Sostenibilidad 2014.

**La Misión:**

Entregar a nuestros clientes soluciones financieras e inmobiliarias eficientes, ejecutadas con Responsabilidad Social Empresarial.

**La Visión:**

Ofrecer vivienda y calidad de vida alcanzables para todos.

**Gobierno:**

Mutualista Pichincha está gobernada por la Junta General de Socios o Representantes de Socios, el Directorio, y el Representante Legal, que es el Gerente General.

**Líneas de Negocio:** Mutualista Pichincha cuenta con dos líneas de negocio

- Inmobiliario y
- Financiero.

**Cifras (JUL 2016):**

INDICADORES FINANCIEROS	2015	JUL 2016
ACTIVOS PRODUCTIVOS/PASIVOS CON COSTO	92,74%	87,37%
MOROSIDAD BRUTA TOTAL	6,90%	11,98%
COBERTURA CARTERA TOTAL	53,85%	26,05%
GASTOS OPERATIVOS/ACTIVO TOTAL PROMEDIO	7,60%	6,33%
RENDIMIENTO SOBRE PATRIMONIO ROE	3,09%	-4,94%

**Cobertura:**

- 13 ciudades,
- 27 agencias a nivel nacional,
- Todos los cajeros automáticos de BANRED y todas las agencias de Servipagos.
- Alianza estratégica con Unión Andina, quien cuenta con oficinas en: Estados Unidos (New York y Plainfield) y España (Madrid, 2 oficinas y Barcelona).

**Estrategia:**

El Plan Estratégico 2014-2018 ratifica el deseo de ampliar el acceso a vivienda a través del financiamiento; crear una estrategia de diversificación sin descuidar el foco en vivienda; mantenerse como una sociedad de personas con capital, más no de capitales; consolidar la responsabilidad social empresarial como eje de la gestión hacia todos los grupos de interés; y, fortalecer el canal comercial para que sea altamente competitivo y efectivo en el mundo de las captaciones.

Desde el momento que el originador, en este caso Mutualista Pichincha vendió su cartera y habiendo fenecido el plazo de reposición (60 meses), la cartera en poder del Fideicomiso se sostiene por sí sola sin considerar el desempeño del originador.

**PRESENCIA BURSÁTIL**

La Mutualista Pichincha, ha titularizado su cartera hipotecaria, en 8 ocasiones por medio de Fideicomisos Mercantiles. Títulos que han tenido una aceptación favorable en el Mercado de Valores.

NOMBRE	MONTO AUTORIZADO USD	CLASES	APROBACIÓN SICVS
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 3, FIMUPI 3	35.000.000,00	A1 A2 A3	06-G-IMV-6959 del 28 de septiembre de 2006
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 4, FIMUPI 4	64.510.618,00	A1 A2 A3 A4 A5	Q.IMV.07.4356 del 30 de octubre de 2007
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 5, FIMUPI 5	64.988.136,04	A1 A2 A3 A4 A5	Q.IMV.08.4389 del 21 de octubre 2008
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 6, FIMUPI 6	40.000.000,00	A1 A2 A3 A4 A5	Q.IMV.09.2303 del 5 de junio de 2009
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 7, FIMUPI 7	31.068.022,77	A1 A2 A3 A4 A5	Q.IMV.2010.5483 del 13 de diciembre de 2010
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 8, FIMUPI 8	30.000.000,00	ALPHA A1 A2 A3 A4 A5	Q.IMV.2012.1403 del 15 de marzo de 2012
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 9, FIMUPI 9	35.000.000,00	ALPHA A1 A2 A3 A4 A5	Q.IMV.2012.6526 del 14 de diciembre de 2012
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 10, FIMUPI 10	50.000.000,00	ALPHA A1 A2 A3 A4 A5	SCV.IRQ.DRMV.2014.2365 del 12 de junio de 2014

Tabla: Presencia Bursátil Mutualista Pichincha (Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros; Elaboración: ICRE)

Considerando lo expuesto en este acápite la Calificadora considera que, a la fecha de corte de este informe, el comportamiento de los órganos administrativos del Originador, sistemas de administración y planificación, conformación accionaria y presencia

bursátil son adecuados, lo cual da cumplimiento con lo estipulado en los numerales 1.5 y 1.6 del Artículo 18, del Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

## El instrumento

### RIESGOS Y DEBILIDADES

ICRE Calificadora de Riesgos S.A., de acuerdo al numeral 1.7 del artículo 18, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores considera que los riesgos futuros que podrían afectar al desempeño del originador son los siguientes:

- ❖ La llamada inseguridad jurídica puede producir cambios en las leyes, situación que podría afectar el desempeño de la cartera Titularizada, el riesgo está mitigado por tratarse por una cartera madura y bajo contratos definidos con anterioridad.
- ❖ En la concesión de créditos para vivienda debe considerarse el hecho de que si el prestatario es incapaz de cumplir con su obligación puede entregar el bien hipotecado para extinguir la deuda en su totalidad más allá de la diferencia que puede haber entre el total adeudado y el valor del bien. En este sentido la entidad puede terminar con un bien de difícil realización, lo que indudablemente afectaría. El saldo de la cartera actual por haber transcurrido un tiempo largo es mucho menor que el valor de los bienes hipotecados por lo que el riesgo señalado es prácticamente nulo.
- ❖ Alteraciones en los flujos proyectados como consecuencia de la falta de pago de los deudores hipotecarios es lo que se conoce como riesgo de crédito. Éste puede dividirse en riesgo de mora y de pérdida. Es opinión de esta calificadora que el riesgo de mora queda cubierto con los cálculos realizados respecto de los índices de siniestralidad en donde se toma en cuenta este aspecto. El riesgo de pérdida considera como tal a aquella cartera que tiene más de 90 días de vencido y a la que se agrega la cartera castigada si la hubiera. Es importante destacar que cuando se considera un riesgo de pérdida no se toma en cuenta la posible recuperación parcial por vía legal a través de la liquidación de garantías. Es opinión de esta calificadora que dada la baja relación entre saldo insoluto y garantía que hace que los deudores hagan todos sus esfuerzos por no perder su vivienda en este caso

ante la falta de cancelación de un monto sensiblemente menor al valor de ésta, disminuye de manera importante la posibilidad de pérdida.

- ❖ Un prepago se produce cuando el cliente cancela el total o varias cuotas del crédito otorgado. Valores de prepago elevados de los créditos aceleran la amortización de la cartera lo que provoca descalces en los flujos proyectados. En Ecuador el prepago de este tipo de cartera se producía de manera fundamental por la oferta de créditos de vivienda del BIESS generalmente a tasas más bajas y a plazos más largos. Sin embargo, en los últimos meses y debido a la situación de iliquidez en el sistema ecuatoriano de alguna manera a aumentado los trámites tendientes a la obtención de esos créditos y las exigencias para otorgarlos los prepagos han tendido a disminuir hasta alcanzar valores no materiales en el conjunto de la cartera.
- ❖ Tal como ha quedado señalado los riesgos de crédito incluyendo mora, pérdida y el riesgo de prepago están estrechamente ligados al riesgo sistémico que tienen que ver con las condiciones del mercado. Debido a factores analizados en la situación económica del país, desde enero del presente año, los depósitos de las instituciones financieras se han recuperado, llegando a tener hoy en día un exceso de liquidez y una sobre oferta de crédito que no ha sido correspondido debido a la situación económica el país. Esta combinación puede afectar la morosidad de la cartera, lo que puede tener consecuencias en los flujos. No obstante, el análisis realizado de la cartera indica que los flujos necesarios para asegurar el cumplimiento de las obligaciones del fideicomiso están en condiciones de soportar niveles de morosidad parecidos a los actuales. Es opinión de ICRE que el riesgo sistémico ya ha sido internalizado por los deudores hipotecarios por lo que es poco probable que el nivel de morosidad aumente de forma dramática.

### CARACTERÍSTICA DE LOS VALORES DE TITULARIZACIÓN

#### CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LA ESTRUCTURA

ORIGINADOR	Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha.
AGENTE DE MANEJO	Administradora de Negocios Fiduciarios, ANEFI S.A.
AGENTE DE PAGO	CTH S.A.
CUSTODIO	CTH S.A.
ADMINISTRADOR DE CARTERA	Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha.
HIPOTECARIA	
FORMA DE PRESENTACIÓN	Los valores están instrumentados en títulos a los que se los denominó Valores TCIMUPI 6.
MONTO DE EMISIÓN	Hasta por USD 40.000.000,00.
MONTO COLOCADO	USD 39.000.000,00.

## CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LA ESTRUCTURA

VALOR DEL ACTIVO	USD 40.000.000,00
GARANTÍAS DEL ACTIVO	(1) Cartera hipotecaria por primeras hipotecas, (2) hipotecas que cubren, por lo menos, en un 125% del valor de los créditos hipotecarios, (3) pólizas de seguro contras los riesgos de incendio y líneas aliadas, que amparan los bienes hipotecados, en los casos que aplique, (4) pólizas de desgravamen y vida que amparan a los deudores hasta por el saldo adeudado y de vivienda y líneas aliadas.
TASA PROMEDIO PONDERADA (TPP)	Resultado de dividir: (1) La sumatoria de cada uno de los saldos insolutos de capital de los créditos hipotecarios, calculados al final del día de cierre del segundo mes inmediato anterior al día de pago, multiplicados por sus respectivas tasas de interés, para (2) la suma total de los saldos insolutos de dichos créditos hipotecarios a la misma fecha.

CLASES	SERIE	# TITULOS	VALOR NOMINAL USD	MONTO USD	PLAZO LEGAL MESES	RENDIMIENTO SI 5,00% < TPP < 12,00%	RENDIMIENTO SI TPP >= 12,00% < 4 TPP <= 5,00%
CLASE A1	Serie 1	10	10.000,00	22.800.000,00	65	TPP - 4,94%	58,83%
	Serie 2	18	50.000.000,00				
	Serie 3	70	100.000.000,00				
	Serie 4	74	200.000,00				
CLASE A2	Serie 1	10	10.000,00	10.000.000,00	104	TPP - 4,18%	65,17%
	Serie 2	10	50.000.000,00				
	Serie 3	28	100.000.000,00				
	Serie 4	33	200.000,00				
CLASE A3	Serie 1	5	10.000,00	3.600.000,00	113	TPP - 3,48%	71,00%
	Serie 2	5	50.000.000,00				
	Serie 3	9	100.000.000,00				
	Serie 4	12	200.000,00				
CLASE A4	Serie 1	3	10.000,00	3.599.000,00	179	TPP - 3,43%	71,42%
	Serie 2	5	50.000.000,00				
	Serie 3	9	100.000.000,00				
	Serie 4	12	200.000,00				
	Serie 5	1	19.000,00				
CLASE A5	Serie 1	100	10,00	1.000,00	180	Excedentes del Fideicomiso, una vez atendidos los gastos, intereses y otros cargos que registre el Fideicomiso.	

## PATRIMONIO DE PROPÓSITO EXCLUSIVO

Está compuesto por: (1) El aporte inicial USD 1.000,00, (2) los recursos que se integren en el futuro al FIMUPI 6, a cualquier título, (3) los créditos hipotecarios adquiridos conforme a lo establecido en el contrato de constitución del FIMUPI 6 y que se presentan en el anexo detalle de la cartera hipotecaria, (4) todos los recursos generados por los créditos hipotecarios, pero sin limitarse a capital, intereses, seguros, comisiones entre otros, (5) los recursos recaudados por la emisión de los valores a cargo del FIMUPI 6, con excepción del premio en la colocación primaria de dichos valores, (6) los bienes en que invierta el FIMUPI 6 y los bienes que el Agente de Manejo, a nombre del Fideicomiso, adquiera con cualquiera de los activos del fideicomiso y (7) todos los bienes, ganancias de capital, intereses, créditos, beneficios, derechos y acciones que se deriven de los demás activos del FIMUPI 6.

## ETAPAS

Período de Reposición: 0 meses. Período de Amortización: hasta 180 meses.

## MECANISMO DE GARANTÍA

Subordinación de pago de la Clase A5 respecto de las Clases A4, A3, A2 y A1, y la subordinación de pago de la Clase A4 respecto de la Clase A3, A2 y A1, y la subordinación de pago de la Clase A3 respecto a la Clase A2 y A1 y la subordinación de pago de la Clase A2 respecto a la Clase A1.

## OBJETIVO

Estructurar mecanismos recurrentes que movilicen recursos de largo plazo para la actividad de financiamiento de vivienda.

Ofertar papeles de largo plazo al Mercado de Capitales.

Cubrir los riesgos de plazo en la Cartera Hipotecaria.

## FECHA DE EMISIÓN

julio de 2009

## FECHA DE VENCIMIENTO

junio de 2024

Tabla: Características FIMUPI 6 (Fuente: ANEFI S.A.; Elaboración: ICRE)

## PATRIMONIO AUTÓNOMO

El Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 6 fue constituido mediante Escritura Pública el 20 de febrero de 2009, ante el Notario Trigésimo del cantón Guayaquil, cuyo originador es la Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha.

La finalidad del Fideicomiso fue desarrollar un proceso de titularización, acorde con lo dispuesto en el art. 140 de la Ley de Mercado de Valores. Adquiriendo créditos respaldados con garantía hipotecaria mediante la celebración de los correspondientes contratos de compra venta para que el Agente de Manejo en representación legal del Fideicomiso cobre los créditos y ejerza todos los demás derechos que le correspondan como acreedor hipotecario, de conformidad con los términos y condiciones de los créditos hipotecarios de vivienda y para que utilice los pagos que reciba de los mismos para cumplir con los compromisos adquiridos en la emisión de valores de

contenido crediticio, así como los gastos asociados con la constitución del Fideicomiso.

El FIMUPI 6 se constituyó mediante aporte inicial de USD 1.000, además y también lo conforman: 1) Los recursos que se integren, a cualquier título, en el futuro al FIMUPI 6, 2) Los créditos hipotecarios adquiridos conforme a lo establecido en el Contrato del fideicomiso, 3) Todos los recursos generados por la recaudación de los créditos hipotecarios, 4) Los recursos recaudados por la colocación de los recaudados por la colocación de los TCIMUPI SEIS, 5) Los bienes en que el FIMUPI 6 invierta y los que el Agente de Manejo adquiera a nombre del Fideicomiso o que llegasen a ser parte del fideicomiso, 6) Todos los bienes, ganancias de capital, intereses, créditos, beneficios, derechos y acciones que se deriven de los demás activos del FIMUPI 6.

El 5 de junio de 2009 la Superintendencia de Compañías aprobó el proceso de titularización por un monto de hasta USD 40.000.000,00.

La escritura pública de constitución del Fideicomiso, desde su fecha de celebración a la fecha de revisión ha presentado variaciones en su forma que no cambian el fondo del contrato.

El Código Orgánico Monetario Financiero, publicado en el Registro Oficial No. 332 de 12 de septiembre de 2014 en su disposición transitoria vigésima séptima dispuso que CTH transfiera la calidad de Fiduciaria en los procesos de titularización que administraba a una sociedad administradora de fondos y fideicomisos, manteniendo las demás facultades requeridas para desarrollar procesos de titularización propios y de terceros. En tal virtud, convocaron a una Asamblea de Inversionistas de Fideicomisos, que fue celebrada el 26 de junio de 2015, resolviendo designar a ANEFI S.A. como agente de manejo del Fideicomiso. Con fecha 12 de agosto de 2015 celebraron la escritura de sustitución de la fiduciaria, acordando que, a partir de 1 de

septiembre procedieran con la sustitución del agente de manejo, procediendo a contratar a ANEFI S.A.

Con lo expuesto, la Calificadora, expresa que a la fecha de corte del presente informe se considera adecuada la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio de propósito exclusivo y cesión del derecho de cobro, con base a la documentación suministrada por el fiduciario, los originadores y en función de los términos establecidos en el contrato. Lo cual se ajusta a lo requerido en el artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores. Dando cumplimiento a lo estipulado en el numeral 3.2 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV, del Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores; al Art. 151 de la Ley de Mercado de Valores, y, al Literal d) del art. 188 de la misma Ley.

## ANÁLISIS DE LA TITULARIZACIÓN

### Estructura

La presente titularización contempla una estructura en la que existen dos etapas principales:

Etapas de reposición, durante la cual se mantiene el saldo insoluto de la emisión de títulos, mediante la reposición de créditos hipotecarios por la porción que se amortice.

Etapas de amortización, durante la cual, los saldos de los títulos emitidos se amortizan conforme se cancelan los créditos hipotecarios que respaldan la titularización.

Al 30 de junio de 2016, el flujo de pagos del Fideicomiso, se mantiene según los datos de la siguiente tabla:

PERIODO	CLASE A1		CLASE A2		CLASE A3		CLASE A4		CLASE A5		
	CAPITAL	INTERESES	CAPITAL	INTERESES	CAPITAL	INTERESES	CAPITAL	INTERESES	CAPITAL	INTERESES	
2009	2.960.477,80	619.257,64		324.500,00		129.209,45			130.058,93		
2010	6.202.952,56	985.446,06		660.000,00		262.798,68			264.526,56		
2011	6.915.208,48	584.494,62		660.000,00		262.798,68			264.526,56		
2012	5.197.452,22	254.897,92		660.000,00		262.798,68			264.526,56		
2013,00	1.523.911,12	13.965,04	3.821.853,32	569.480,10		262.798,68			264.526,56		
2.014			3.955.913,12	282.325,10		262.798,68			264.526,56		
2.015			2.222.234,46	55.479,36	796.785,54	255.806,44			264.526,56		
ENE JUN 2016					1.255.356,15	82.251,05			132.263,28		
TOTAL	22.800.002,18	2.458.061,28	10.000.000,90	3.211.784,56	2.052.141,69	1.781.260,34			1.849.481,57		

Tabla: Flujo de Pagos USD (Fuente: ANEFI S.A.; Elaboración: ICRE)

Las cuotas correspondientes a la Clase A1 fueron canceladas hasta el 2013, y en marzo del mismo año las cuotas de la Clase A2 empezaron a ser canceladas; la Clase A3 empezó en septiembre de 2015, las demás clases aun no empiezan a ser canceladas, a la

fecha se encuentran vigentes las Clases A3, A4 y A5. En la siguiente tabla se describe el estado de la cartera al 30 de junio de 2016.

DESCRIPCIÓN DE LA CARTERA	
Tipo	Cartera hipotecaria de vivienda
Número de créditos	596 créditos
Saldo de capital promedio	USD 15.102,01
Tasa promedio ponderada	10,78%
Tasa promedio efectiva	11,33%
Relación Deuda - Avalúo:	29,22%
Relación Cuota - Ingreso:	16,57%
Plazo mínimo	60 meses
Plazo máximo	183 meses
Plazo transcurrido promedio	90 meses
Plazo remanente promedio	57 meses
Cobertura de seguros	Inmueble: 100% del avalúo comercial Desgravamen: 100% del saldo del crédito

Tabla: Descripción de la cartera (Fuente: ANEFI S.A.; Elaboración: ICRE)

Ampliando lo descrito en la tabla anterior, se detalla que el saldo de capital por pagar a los inversionistas es de USD 5.147.858,31,

correspondientes a las Clase A3, A4 y A5, que están vigentes a junio de 2016.

CLASE	MONTO	CAPITAL PAGADO	INTERESES PAGADOS	TOTAL PAGADO	SALDO POR PAGAR
A1	22.800.000,00	22.800.002,18	2.458.061,28	25.258.063,46	Cancelada
A2	10.000.000,00	10.000.000,90	3.211.784,56	13.211.785,46	Cancelada
A3	3.600.000,00	2.052.141,69	1.781.260,34	3.833.402,03	1.547.858,31
A4	3.599.000,00	-	1.849.481,57	.849.481,57	3.599.000,00
A5	1.000,00	-	-	-	1.000,00
<b>TOTAL</b>	<b>40.000.000,00</b>	<b>34.852.144,77</b>	<b>9.300.587,75</b>	<b>42.303.250,95</b>	<b>5.147.858,31</b>

Tabla: Pagos a los inversionistas USD (Fuente: ANEFI S.A.; Elaboración: ICRE)

Del estudio realizado se desprende que el Fideicomiso ha recaudado de capital USD 29.834.164,48, provenientes de los abonos y cancelación de cuotas en un 49,42% y por pre cancelaciones un

34,73%, siendo el saldo producto de abonos extraordinarios y ventas. Además de los intereses correspondientes a cada una de las cuotas cobradas.

PERIODO	ABONOS EXTRAORDINARIOS	PRECANCELACIONES CLIENTE	ABONOS Y CANCELACIÓN DE CUOTAS	VENTAS	TOTAL RECAUDACIÓN CAPITAL
2009	698.115,79	1.038.549,18	1.384.968,13	-	3.121.633,10
2010	1.109.052,97	1.443.721,89	2.535.100,24	589.791,90	5.677.667,00
2011	668.112,62	1.981.789,13	2.411.655,43	255.297,76	5.316.854,94
2012	502.334,05	1.739.464,41	2.264.807,23	-	4.506.605,69
2013	347.174,85	1.917.353,53	2.067.625,49	94.500,46	4.426.654,33
2014	233.029,16	1.268.069,82	1.787.163,26	42.073,67	3.330.335,91
2015	129.649,94	794.365,46	1.579.267,77	-	2.503.283,17
ENE JUN 2016	55.546,77	179.434,42	716.149,15	0,00	951.130,34
<b>TOTAL</b>	<b>3.743.016,15</b>	<b>10.362.747,84</b>	<b>14.746.736,70</b>	<b>981.663,79</b>	<b>29.834.164,48</b>

Tabla: Recaudación de capital (Fuente: ANEFI S.A.; Elaboración: ICRE)

## MECANISMO DE GARANTÍA

Los Títulos Valores tendrán como mecanismo de garantía la subordinación entre clases de tal manera que a la(s) clase(s) subordinada(s), se imputarán hasta agotarla(s), los siniestros o faltantes de activos, mientras que las clases preferidas recibirán prioritariamente el pago de los intereses y el capital, de acuerdo con la prelación de pagos establecida más adelante.

Se aclara que se ha establecido como mecanismo de garantía de la emisión. Existirá una subordinación de pago de la Clase A5 respecto del resto de Clases, de la Clase A4 respecto de las Clases A3, A2 y A1, subordinación de la Clase A3 respecto de las clases A2 y A1 y de la Clase A2 respecto de la Clase A1. Los porcentajes de subordinación de cada clase son los siguientes:

- La Clase A1 es privilegiada respecto de las Clases A2, A3 y A4 y de la Clase A5, por lo que cuenta con una garantía de flujos equivalentes al 75,44% del total de su valor nominal, más los activos remanentes del Fideicomiso.
- La Clase A2 es privilegiada respecto de las Clases A3, A4 y de la Clase A5 por lo que cuenta con una garantía de flujos al 72,00% del total de su valor nominal, más los activos remanentes del Fideicomiso.

- La Clase A3 es privilegiada respecto de la Clase A4 y de la Clase A5 por lo que cuenta con una garantía de flujos equivalentes al 100,00% del total de su valor nominal, más los activos remanentes del Fideicomiso.
- La Clase A4 es privilegiada respecto de la Clase A5, más los activos remanentes del Fideicomiso.
- La Clase A5 es subordinada del resto de Clases, se constituye de los activos remanentes que quedarían como saldo después del pago de las clases privilegiadas, representa un valor definitivo.

Para cumplir con lo anterior, de acuerdo con la etapa, los Títulos Valores tendrá la siguiente prelación en sus pagos.

### Etapa de reposición

- Intereses Atrasados a la Clase A1, si existieren.
- Intereses de la Clase A1 del correspondiente mes de pago.
- Intereses Atrasados a la Clase A2, si existieren.
- Intereses de la Clase A2 del correspondiente mes de pago.
- Intereses Atrasados a la Clase A3, si existieren.
- Intereses de la Clase A3 del correspondiente mes de pago.

- Intereses Atrasados a la Clase A4, si existieren.
- Intereses de la Clase A4 del correspondiente mes de pago.
- Exceso de flujos remanente no pagados de la Clase A5, si existieren.
- Exceso de flujos remanente del correspondiente mes de pago de la Clase A5.

#### Etapa de amortización

- Intereses Atrasados a la Clase A1, si existieren.
- Intereses de la Clase A1 del correspondiente mes de pago.
- Intereses Atrasados a la Clase A2, si existieren.
- Intereses de la Clase A2 si existieren.
- Intereses Atrasados a la Clase A3, Si existieren.
- Intereses de la Clase A3 del correspondiente mes de pago.
- Intereses Atrasados a la Clase A4, si existieren.
- Intereses de la Clase A4 del correspondiente mes de pago.

- Capital de la Clase A1 hasta que su saldo sea cero.
- Capital de la Clase A2 hasta que su saldo sea cero.
- Capital de la Clase A3 hasta que su saldo sea cero.
- Capital de la Clase A4 hasta que su saldo sea cero.
- Capital de la Clase A5 más todos los excedentes existentes en el Fideicomiso.

Los niveles de subordinación definidos inicialmente son fijos en valor absoluto. Por lo tanto, conforme se amortiza la clase privilegiada, el respaldo del saldo por vencer de dicha clase, incrementa mes a mes, en términos de porcentaje de garantía.

A junio de 2016, se mantenían vigentes las clases A3, A4 y A5, ésta última es la clase subordinada, mismas que presentan cobertura por el mecanismo de garantía antes descrito.

CLASES	ORIGINAL		Jun-16	
	SALDO	COBERTURA	SALDO	COBERTURA
Clase A1	22.800.000,00	75,44%		CANCELADO
Clase A2	10.000.000,00	72,00%		CANCELADO
Clase A3	3.600.000,00	100,00%	1.547.858,31	
Clase A4	3.599.000,00	0,03%	3.599.000,00	
Clase A5	1000,00		1000,00	
<b>Total</b>	<b>40.000.000,00</b>		<b>5.147.858,31</b>	

Tabla: Mecanismos de garantía USD (Fuente: ANEFI S.A.; Elaboración: ICRE)

SALDO CARTERA TITULARIZADA/SALDO POR PAGAR INVERSIONISTAS	SALDO CARTERA MÁS FONDOS DISPONIBLES	SALDO INVERSIONISTA
1,78	9.176.741,92	5.147.858,31

Tabla: Saldos mecanismos de garantía USD (Fuente: ANEFI S.A.; Elaboración: ICRE)

El saldo al 30 de junio de 2016 cubre en 1,78 veces el saldo por pagar a los inversionistas.

Con lo cual se da cumplimiento a lo expuesto en el artículo 17, Sección IV, Capítulo V, Subtítulo I, Título III de la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

#### SINIESTRALIDAD

CLASE	SALDO CAPITAL	SINIESTRALIDAD PROYECTADA ACTUAL	SALDO/SINIESTRALIDAD
A3, A4 y A5	5.147.858,31	423.037,46	12,17

Tabla: Cobertura de Siniestralidad (Fuente: ANEFI S.A.; Elaboración: ICRE)

El índice de Siniestralidad en base a un escenario pesimista está cubierto por los mecanismos de garantía de la titularización en estudio, se espera de acuerdo al escenario planteado que el 4,70% de los valores en circulación, es decir USD 423.037,46 sean pérdida.

En lo que se refiere a las características de la cartera definidas para las compras de hipotecas por parte del FIMUPI 6 se observan las siguientes:

- Cartera seleccionada conforme a las normas y políticas internas del originador.
- Garantía primera hipoteca abierta.

- Plazo máximo de 180 meses.
- Monto máximo de USD 110.000,00 al momento de la transferencia.
- Relación de deuda respecto del avalúo de la hipoteca de hasta el 80,00%, representa una cobertura de 125,00%.
- Relación de cuota respecto del ingreso familiar de hasta el 35,00%.
- Seguro de desgravamen para los deudores y seguro contra incendio y líneas aliadas para la vivienda.
- Cartera que no tenga vencidos al momento de la transferencia.

Al 30 de junio de 2016 se mantiene un saldo de capital de la cartera por USD 9.000.796,93, compuesto por 596 operaciones con una tasa promedio de 10,78% y un saldo promedio de USD 15.102,01.

RANGO	MONTO USD	PARTICIPACIÓN (%)	# OPERACIONES	PARTICIPACIÓN (%)
Menor a USD 10.000,00	1.118.772,30	12,43%	231	38,76%
Entre USD 10.001,00 y USD 20.000,00	2.721.042,99	30,23%	192	32,21%
Entre USD 20.001,00 y USD 30.000,00	2.678.434,68	29,76%	111	18,62%
Entre USD 30.001,00 y USD 40.000,00	1.357.376,63	15,08%	39	6,54%
Entre USD 40.001,00 y USD 50.000,00	617.599,55	6,86%	14	2,35%
Entre USD 50.001,00 y USD 60.000,00	445.264,28	4,95%	8	1,34%
Entre USD 60.001,00 y USD 70.000,00	62.306,50	0,69%	1	0,17%
<b>Total</b>	<b>9.000.796,93</b>	<b>100,00%</b>	<b>596</b>	<b>100,00%</b>

Tabla: Distribución de cartera (Fuente: ANEFI S.A.; Elaboración: ICRE)

La cartera de créditos que conforma el Fideicomiso FIMUPI 6 presenta a junio de 2016 una relación de cuota respecto del ingreso familiar (CIN) promedio ponderado de 16,57%, y la relación deuda actual respecto del avalúo del bien hipotecado (DAV) promedio ponderado de 29,22%, cumpliéndose lo expuesto anteriormente, es decir, se cumple con los límites que establece el Fideicomiso en su contrato. La calificación propia de la cartera presentó el comportamiento que se observa en la siguiente ilustración, la cartera mantuvo al 30 de junio de 2016, donde la mayoría de créditos se encuentran con calificación A1, con un monto de USD 5.704.998,32. El 17,55% estuvo vencida por más de 450 días y son aquellas operaciones comprendidas entre la calificación B1 y la E.

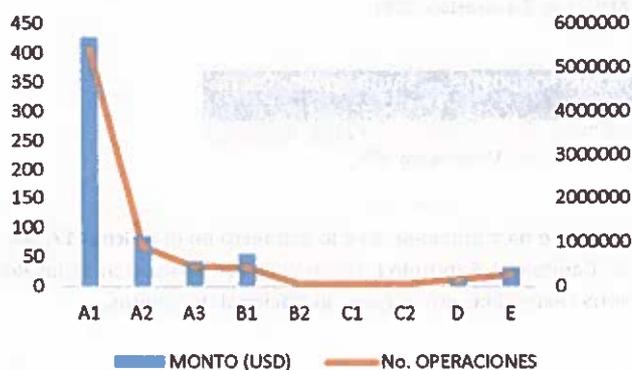


Gráfico: Calificación de la cartera (Fuente: ANEFI S.A. Elaboración: ICRE)

Del saldo total del capital de la cartera el 82% es cartera por vencer, 2,19% es cartera vencida y 15,82% es cartera que no devenga intereses. Los plazos de la vigencia de la cartera fueron de 60 a 183 meses, teniendo su mayor concentración en los plazos de hasta 80 a 90 meses.

En la etapa de estructuración se evaluaron tres escenarios (optimista, probable, pesimista) para medir la exposición del comportamiento de la cartera incorporada al Fideicomiso.

	MORA	SINIESTRALIDAD	PREPAGO
OPTIMISTA	14,06%	0,00%	8,00%
PROBABLE	18,06%	2,27%	8,00%
PESIMISTA	22,07%	4,70%	3,50%/10,98%

Tabla: Escenarios Iniciales Fideicomiso (Fuente: ANEFI S.A.; Elaboración: ICRE)

En la actualidad con la cartera en libros del Fideicomiso, la morosidad obtenida de la cartera vencida más aquella que no devenga interés alcanza el 18,01% sobre saldo actual, debe considerarse que al momento de modelar la mora se estableció un solo porcentaje en función de cada escenario.

Por otra parte, los prepagos alcanzan un porcentaje del 34,73%, también muy superior a los escenarios supuestos.

De acuerdo al contrato del Fideicomiso los tenedores de la clase subordinada percibirán un rendimiento que será el que resulte de los excedentes del Fideicomiso una vez atendidos los gastos, intereses y otros cargos que registre el Fideicomiso.

Es importante destacar que la cartera remanente a la liquidación del Fideicomiso se transfiere al tenedor de la clase subordinada y que los haberes de los inversionistas de las clases A1 y A2 ya serán cancelados. En otras palabras, el riesgo de morosidad si lo hubiera, lo asume el tenedor actual. Debe puntualizarse, además, que la cartera pendiente de cobro está garantizada por hipotecas con una relación deuda avalúo (DAV) del 29,22%, lo que facilita de forma importante las probabilidades de cobro. En consecuencia, es opinión de ICRE, que el Fideicomiso está en capacidad de cubrir los montos pendientes de pago, con lo cual ICRE da cumplimiento a lo expresado en los numerales 1.4, 3.1 y 3.4 del artículo 18 del Capítulo III, del Subtítulo IV del Título I de la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores en lo que tiene que ver a analizar y expresar criterio sobre lo estipulado en dicha regulación.

En relación a los gastos que tuvo el Fideicomiso éstos alcanzaron la suma de USD 475.167,33, compuestos en su mayor proporción por intereses causados (79,2%), mientras los ingresos están conformados por intereses ganados (100%).

ACTIVOS	9.503.659,11
FONDOS DISPONIBLES	175.944,99
CARTERA DE CREDITOS	9.000.796,93
POR VENCER	7.379.904,61
CARTERA QUE NO DEVENGA INTERESES	1.423.565,05
CARTERA VENCIDA	197.327,27
CUENTAS POR COBRAR	56.893,38
OTROS ACTIVOS	270.023,81
PASIVOS	9.502.659,11
OBLIGACIONES INMEDIATAS	-
CUENTAS POR PAGAR	4.354.800,80
VALORES EN CIRCULACION	5.147.858,31
PATRIMONIO	1.000,00
CAPITAL SOCIAL	1.000,00
GASTOS	475.167,33
INTERESES CAUSADOS	376.251,12
COMISIONES CAUSADAS	35.738,56
PERDIDAS FINANCIERAS	28.533,91
GASTOS DE OPERACION	34.643,74
INGRESOS	475.167,33
INTERESES Y DESCUENTOS GANADOS	475.167,30
OTROS INGRESOS OPERACIONALES	0,03
OTROS INGRESOS	-

Tabla: Estados Financieros al 30 de junio de 2016 USD (Fuente: ANEFI S.A.; Elaboración: ICRE)

En opinión de ICRE, a la fecha de este análisis, la cartera titularizada presenta capacidad suficiente para generar los flujos necesarios como para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso y las garantías existentes son idóneas para asegurar el pago de dichas obligaciones dando cumplimiento a lo expresado en los numerales 1.4 y

3.1 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título I de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

#### ADMINISTRADORA DE FONDOS

Para el presente proceso ANEFI S.A. es la compañía encargada de la administración del Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 6.

ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos se constituyó mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994 ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita ante el Registro Mercantil del mismo cantón el 29 de marzo del mismo año, bajo la denominación social de compañía Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. con un plazo de duración de 50 años.

La FIDUCIARIA cambió su denominación social a ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos y reformó sus estatutos sociales según consta de la escritura pública de 3 de mayo de 2013,

ante la Notaría Tercera del cantón Quito e inscrita en el Registro Mercantil el 15 de agosto de 2013.

Fue autorizada para operar como Administradora de Fondos y Fideicomisos por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. 94.1.5.2.1287 de junio 14 de 1994. Adicionalmente fue autorizada para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización por parte de la Superintendencias de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCQ.IMV.02.006.3774 de octubre 18 de 2002.

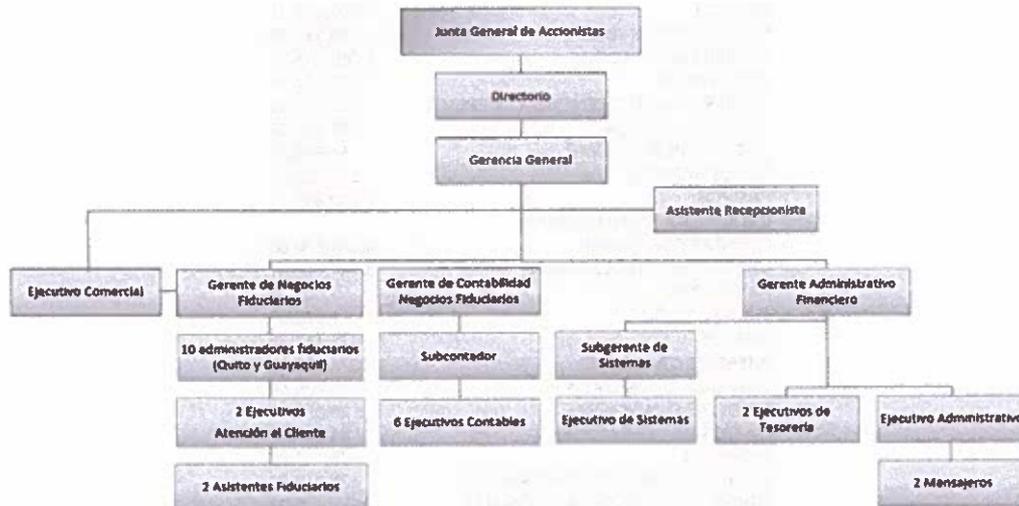


Gráfico: Estructura Organizacional Administradora del Fideicomiso (Fuente: ANEFI S.A. Elaboración: ANEFI S.A.)

La Administradora de Fondos y Fideicomisos ANEFI S.A. (antes PRODUFONDOS S.A.) cuenta con un personal altamente calificado y con amplia experiencia en el sector bancario y fiduciario.

La compañía cuenta con el soporte legal del estudio jurídico Gonzalo Córdova y Asociados.

El personal de la Administradora, está integrado por 31 personas distribuidas de la siguiente manera:

- 10 ejecutivos fiduciarios,
- 2 ejecutivos atención al cliente y 2 asistentes fiduciarios,
- 17 ejecutivos administrativos, financieros y sistemas.

ANEFI S.A. (antes PRODUFONDOS S.A.) para el óptimo manejo administrativo, contable y financiero de los fideicomisos, cuenta con el sistema integrado GESTOR, el cual está desarrollado bajo el lenguaje de programación Oracle, y dirigido al manejo de cualquier tipo de fideicomiso, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras. Gestor Fiducia a través de una estructura completamente parametrizable, admite la administración de fideicomisos de: Inversión, Titularización, Garantía, de Administración, de Prestaciones Sociales, Inmobiliario y sus diferentes especializaciones.

La fiduciaria tiene un capital autorizado de USD 265.000.00, y un capital suscrito y pagado de USUSD 265.000.00. Los accionistas de la Fiduciaria son:

NOMBRE	NACIONALIDAD	CAPITAL	% DE PARTICIPACIÓN
Attia Matos Jack David	Ecuatoriana	8,338.00	3%
Fernandez de Córdova Morales Esteban David	Ecuatoriana	8,984.00	3%
Maldonado Samaniego Patricio Eduardo	Ecuatoriana	8,338.00	3%
Morillo Palmann Jose Joaquín	Ecuatoriana	42,930.00	16%
Pachano Bertero Abelardo Antonio	Ecuatoriana	57,240.00	22%
Pachano Estupifán Luis Abelardo	Ecuatoriana	42,930.00	16%
Samaniego Ponce Jose Eduardo	Ecuatoriana	62,230.00	23%
Simón Campaña Farith Ricardo	Ecuatoriana	7,704.00	3%
Soiano de la Sala Torres Carlos Augusto	Ecuatoriana	12,836.00	5%
Velasco Pimentel Francisco Xavier	Ecuatoriana	13,470.00	5%
<b>TOTAL CAPITAL SOCIAL</b>		<b>265,000.00</b>	<b>100%</b>

Table: Composición accionarial ANEFI (Fuente: ANEFI S.A.; Elaboración: ICRE)

Después de lo anteriormente descrito ICRE Calificadora de Riesgos S.A. expresa que la estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica y trayectoria adecuadas, por lo cual, se está dando cumplimiento con lo estipulado en el numeral 3.3 del artículo 18, de la Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones por el Consejo Nacional de Valores.

## Definición de Categorías

**INSTRUMENTO: VALORES PROVENIENTES DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN**

### **CATEGORÍA AAA**

*Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.*

Fecha	Calificación	Calificadora
FEB-2019	AAA	PCR
AGO-2009	AAA	PCR
FEB-2010	AAA	PCR
AGO 2010	AAA	PCR
FEB-2011	AAA	PCR
AGO-2011	AAA	PCR
FEB-2012	AAA	PCR
AGO-2012	AAA	PCR
FEB-2013	AAA	PCR
AGO-2013	AAA	PCR
FEB-2014	AAA	PCR
AGO-2014	AAA	PCR
FEB-2015	AAA	PCR
AGO-2015	AAA	PCR
FEB-2016	AAA	ICRE

Tabla: Historial Calificación (Fuente: SCVS; Elaboración ICRE)

