



Ecuador
Tercer Seguimiento

Titularización Hipotecaria de Mutualista Pichincha 5, FIMUPI 5 Valores TCIMUPI 5

Calificación

Clase	Calificación Otorgada
A4	AAA
A5	AAA

Principales participantes:

- *Originador:* Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha
- *Administrador Cartera:* Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha
- *Agente de Manejo:* ANEFI S.A. desde sep-2015
- *Agente Pagador:* CTH S.A.

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Juan Fernando Larrea
(5932) 292 2426 ext. 106
jarrea@brwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de 'AAA' a las clases A4 y A5. La calificación otorgada refleja la sólida estructura financiera de la titularización, que proviene principalmente del alto sobrecolateral que se ha generado y que protege a la titularización de escenarios de estrés elevado.

De acuerdo a la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, 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."

Calificación Local: La calificación emitida pertenece a una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

Importante cobertura de mecanismos de garantía: A la fecha de corte se han pagado en tiempo y forma las clases A1, A2 y A3, por lo cual la clase A4 es actualmente la de mayor prelación.

El nivel de sobrecolateral acumulado es holgado en relación al saldo de los títulos, lo cual beneficia a las clases remanentes y permite que el Fideicomiso de titularización tenga la capacidad de pagar en tiempo y forma a las dos clases vigentes que se han calificado, aun en escenarios de estrés elevados, y sin mostrar sensibilidad ante variaciones en la tasa de prepago.

A juicio de la Calificadora tanto Mutualista Pichincha (Originador), como ANEFI (agente de manejo) poseen la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica para desempeñarse exitosamente dentro de sus respectivas funciones.

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo.

Presentación de Cuentas

El presente análisis se encuentra fundamentado principalmente en los siguientes documentos e información:

- Contrato de Fideicomiso y demás documentos legales pertinentes.
- Estados financieros del Fideicomiso del año 2012 auditados por la empresa Pricewaterhouse-Coopers y por KPMG para los años 2013 y 2014. Los EEFF de 2015 y 2016 fueron auditados por PwC. En todos ellos, la opinión de la auditora es favorable respecto a la razonabilidad de su presentación con base en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- Información sobre la evolución del activo subyacente del Fideicomiso, relevante para el análisis de capacidad de pago de las clases emitidas, con la misma fecha de corte que el presente informe.
- Estados financieros de ANEFI a diciembre-2016 y junio-2017, preparados bajo las normas NIIF. Información relevante sobre el Agente de Manejo y su capacidad para administrar el Fideicomiso.
- Estados financieros de Mutualista Pichincha de los años 2011, 2012, 2013, 2014 y 2015 y 2016 auditados por Pricewaterhouse-Coopers en los primeros dos años, KPMG en los siguientes tres, y BDO en el último año. En todos los casos la opinión es favorable respecto a su adecuada presentación bajo las normas establecidas por la Superintendencia de Bancos.
- Información histórica del comportamiento de la cartera hipotecaria colocada por Mutualista Pichincha desde 2005 a diciembre-2015 y de las políticas actuales de originación y cobranzas.

Entorno Económico y Riesgo Sectorial

Por favor remitirse al anexo 1.

Hechos Relevantes y Subsecuentes

Cambios administrativos y de gestión de cobranzas de la Mutualista Pichincha

El 5 de julio de 2016, la Mutualista Pichincha informa como hecho relevante la renuncia de la Gerencia General y de la Dirección de Negocios Financieros. La institución queda a cargo del anterior subgerente general, funcionario de amplia trayectoria interna y conocimiento del negocio financiero.

Por otro lado, frente a la tendencia a deteriorarse de su cartera, la Mutualista contrató a una empresa externa que apoya y realiza seguimientos semanales

respecto a la gestión de cobranza con el fin de mejorarla. Se espera que dichos cambios comiencen a dar resultados a mediados del año 2017, por lo que en futuros seguimientos se podrá evaluar el avance de los mismos y su reflejo en la cartera administrada de las titularizaciones vigentes.

A partir de febrero de 2017 la Mutualista contrató un nuevo Jefe de Cobranzas y tres gestores. Con información posterior al corte de este informe, se informa que la Mutualista Pichincha contrató en el mes de agosto un abogado quien se encargará del seguimiento de la gestión de cobranzas de los fideicomisos.

Análisis de Estrés

Pérdida estimada de la cartera de créditos titularizada

Para calcular la pérdida bruta esperada (antes de recuperaciones por vía legal) en un escenario base (*pérdida base* en adelante), se considera varios factores, entre estos: el comportamiento histórico de la cartera del Originador; sus políticas de originación y de cobranzas; la experiencia internacional; el análisis de las características de cada crédito fideicomitado, como son: su morosidad, las relaciones deuda/garantía (DAV) y cuota mensual/ingreso (CIN); y las concentraciones geográficas y por deudor de la cartera, así como la madurez de la misma (número de cuotas pagadas).

A jun-2017, se estima que en un escenario base, la cartera titularizada podría llegar a tener hasta el final de la titularización una pérdida base (antes de recuperación legal) del 18.55% de su saldo insoluto actual. Si calculamos este porcentaje en relación al monto de la cartera inicialmente transferida este sería de 2.7%.

A la fecha de corte la cartera con más de tres cuotas representa el 12.88% del saldo actual y 2.37% del monto originalmente transferido. Es importante destacar que la cartera actual representa el 14.7% de la cartera original.

La cartera ha presentado un mejor comportamiento que lo esperado en función del análisis histórico de la cartera del Originador. El hecho de que la cartera en riesgo represente un porcentaje importante de la cartera actual responde a la evolución normal del Fideicomiso, puesto que el saldo insoluto se reduce con el tiempo.

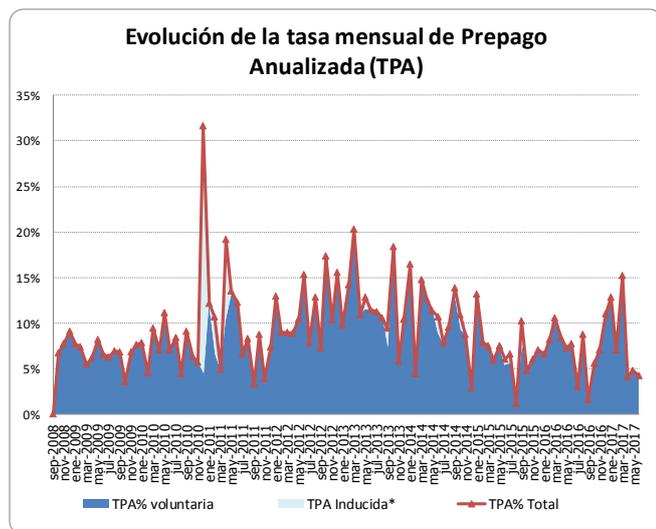
Para el flujo proyectado de cartera se excluyen los créditos demandados y/o con seis o más cuotas vencidas (USD 1.1MM), puesto que se considera que existe una probabilidad muy baja de que los mismos se paguen a futuro según su tabla de amortización.

Por otro lado, el modelo de flujos sí considera un supuesto de recuperación parcial de los créditos en mora, a través de la acción legal correspondiente y luego de un tiempo estimado de 36 meses. El porcentaje de recupero es estresado de acuerdo al escenario de calificación.

La pérdida base sin considerar la cartera de créditos demandados, llega a 7.68%.

Prepago de la cartera

El modelo utilizado contempla un análisis de la sensibilidad de cada clase a movimientos en la tasa de prepago de la cartera. Un prepago elevado de los créditos causaría una amortización más rápida de las clases con mayor prelación, y disminuiría al mismo tiempo la acumulación de excedentes resultantes del margen existente entre el interés ganado de la cartera y el pagado a los inversionistas, luego de cubrir los gastos del Fideicomiso. Este excedente generalmente ayuda a las clases con mayor subordinación a soportar un mayor nivel de estrés, y contrarresta el efecto de la morosidad en los flujos generados por el Fideicomiso.



Fuente: FIMUPI
Elaboración: BWR, con corte jun-2017

*La TPA Inducida representa el monto de ventas de cartera al originador realizadas por el Fideicomiso, que históricamente ha sido 0% con excepciones puntuales, el proceso más importante de prepago inducido se dio en dic-2010 con un valor anualizado de 28.30%.

La tasa promedio de prepago anual (TPA) de la cartera a junio 2017 se ubica en 9.05%, por lo que esta continúa con una tendencia a disminuir. Lo anterior es coherente puesto que a medida que la cartera madura, los incentivos para que los deudores precancelen sus cuentas es cada vez menor.

Por otro lado, mientras mayor sea la brecha entre la tasa de interés activa de los créditos titularizados y la de mercado, mayor será la probabilidad de prepago.

Este riesgo se encuentra mitigado actualmente por el alto nivel de sobrecolateral existente.

El Anexo de Especificaciones que es parte integrante de la escritura del Fideicomiso establece que, si el prepago mensual anualizado supera el 10% anual, el Originador deberá vender cartera sin premio, por el valor que exceda al prepago definido. En caso que el Originador oferte cartera por valores superiores, hasta 20% en exceso de lo requerido, el Fideicomiso reconocerá, hasta por dicho 20%, el premio original pactado en esta titularización. Adicionalmente, el Anexo también indica que tales operaciones las haría el Fideicomiso siempre que el saldo insoluto y plazo restante de los títulos valores evolucionen según lo programado. De no ser así, se deberá usar los fondos recibidos en prepago hasta eliminar las diferencias respecto de lo programado. Una vez cubiertas las diferencias se podrá adquirir nuevos créditos.

Estructura Financiera y Legal

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo.

La Fiduciaria, en calidad de representante legal del Fideicomiso, ha recibido físicamente los documentos de crédito, y la propiedad de los documentos ha sido transferida al fideicomiso sin reserva de ninguna clase.

Mecanismos de garantía y cobertura de riesgos

El Fideicomiso establece como garantía de la emisión la subordinación entre clases. Existe una subordinación de pago de la Clase A5 respecto de las Clases A4, A3, A2 y A1, una subordinación de la Clase A4 respecto de las Clases A3, A2 y A1, una subordinación de la Clase A3 respecto de las Clases A2 y A1 y una subordinación de la Clase A2 respecto de la Clase A1.

Los niveles de cobertura de la pérdida base antes de recuperación legal continúan fortaleciéndose. A jun-2017, el sobrecolateral acumulado de cartera y fondos disponibles (netos de obligaciones inmediatas) representan en su conjunto el 95.7% de la cartera transferida, frente a 79.4% mostrado en dic-2016.

Clase	Mecanismos de garantía	Cobertura pérdida base
A4	95,65%	5,16
A5	95,65%	5,16

Fuente: FIMUPI
Elaboración: BWR, con corte jun-2017

Si se considerara la pérdida neta de las recuperaciones por vías legales, estas coberturas serían mayores.



Se espera que dicha cobertura continúe incrementándose por la generación mensual de interés de la cartera, que es superior a los gastos operativos y financieros del Fideicomiso y que es utilizada para amortizar anticipadamente a la clase preferente, que actualmente es la A4.

La escritura establece que el interés extraordinario generado durante la etapa de amortización debe pagarse a la clase A5, pero luego de finalizar la amortización total de las clases precedentes. A jun-2017, el saldo por pagar por este concepto a la clase A5 suma USD 8.6MM. El contrato establece que el pago de la cuenta acumulada por pagar a la Clase A5 será efectuado mediante transferencia del 100% de los activos remanentes en el Fideicomiso.

La Fiduciaria ha administrado los recursos provenientes de la recaudación de capital e interés de la cartera principalmente para el pago de los gastos mensuales y del interés y capital de las clases emitidas, de acuerdo con la prelación y procedimientos definidos en la estructura de la titularización.

La liquidez del Fideicomiso se encuentra en una cuenta a la vista en Mutualista Pichincha y se utilizará principalmente para realizar la próxima amortización mensual de la clase A4.

Gastos de operación

Los gastos de operación del Fideicomiso están compuestos principalmente por: honorarios de administración de cartera y de agente de manejo; honorarios de soporte operativo; comisión de custodia; mantenimiento en la bolsa de valores; servicios al agente pagador; contratación de la calificación de riesgo; y auditoría.

Desde la fecha de constitución del Fideicomiso hasta jun-2017, se registraron gastos operativos (excluyendo gastos de interés y premio por compra de cartera) por USD 2.8MM, de los cuales el 82.1% corresponde a la porción variable, conformada por comisiones, honorarios del agente de manejo y registro en bolsa de valores.

Para este análisis se ha considerado una proyección de gasto fijo mensual de 7.3MM, que incorpora un estrés de 20%. El gasto variable se estima en 0.8596% anual, y está compuesto por el honorario de administración, y pago anual por mantenimiento en el registro de las bolsas de valores.

Sensibilizaciones al flujo de caja

El análisis de la capacidad de pago de la titularización se realiza modelando los flujos proyectados del Fideicomiso, así como las obligaciones que éste deberá cumplir dentro de los plazos legales establecidos, bajo distintos escenarios de estrés.

La principal fuente de recursos del Fideicomiso es la cartera fideicomitada, cuyos flujos se modelan, ajustándolos por distintos niveles de pérdida bruta, recuperación legal y prepago, de acuerdo a la calificación asignada. Se consideran además los fondos disponibles e inversiones que mantiene o acumulará el Fideicomiso.

El flujo obtenido en cada período mensual, una vez restados los gastos operativos proyectados, se aplica de acuerdo al orden de prelación establecido para el pago de capital e intereses de cada clase.

La pérdida bruta a utilizarse en cada escenario de calificación se obtiene a través del uso de múltiples de estrés que se aplican sobre la pérdida base, y que dependen del escenario de calificación. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas de la cartera.

El flujo obtenido luego de la aplicación de los puntos antes mencionados se compara con las obligaciones mensuales del Fideicomiso, de acuerdo a la prelación establecida. Esto permite establecer la capacidad de la estructura para pagar a cada clase de acuerdo al tiempo y forma determinadas. La prelación entre clases, el exceso de interés y el sobrecolateral de cartera son los mecanismos que permiten que los flujos sean suficientes para cubrir las obligaciones en los escenarios de estrés modelados.

El Fideicomiso mantiene fondos disponibles que a jun-2017 representan el 5.37% del activo total en una cuenta la vista en Mutualista Pichincha, por lo cual esa porción del activo mantendría riesgo de contraparte, dado que está vinculada al riesgo de crédito del Originador. Para las categorías de calificación más elevadas, los escenarios de estrés incorporan el efecto que tendría en la capacidad de pago de la emisión la no disposición de estos recursos.

La estructura se ha fortalecido respecto a la calificación inicial debido al aporte del exceso de interés mensual, que se utiliza para acelerar el pago de la clase preferente, generando así en el tiempo un sobrecolateral creciente.

Tras la cancelación de las clases A1, A2 y A3, la A4 es actualmente la de mayor prelación, aunque las dos clases vigentes tienen la protección del sobrecolateral acumulado, que representa el 95.7% del saldo actual de cartera. Esta cobertura permite que las dos clases calificadas en este período puedan pagarse dentro de un escenario de estrés consistente con la calificación otorgada.

Evolución de la Titularización

Evolución de la Emisión

El Fideicomiso realizó el 30 de octubre de 2008 la emisión de las clases A1, A2, A3, A4 y A5 de los títulos de contenido crediticio denominados Valores TCIMUPI5, por un total de USD 64,998M. En ese momento se inició la etapa de reposición.

La clase A1 se terminó de pagar en jun-2012; la clase A2 concluyó sus pagos en ago-2014; y la clase A3 fue cancelada en su totalidad en ene-2016. Desde esa fecha, la clase A4 entró en etapa de amortización.

Posteriormente, se pagará a la clase 5. Esta última no recibe un pago mensual, pero recibirá como *interés extraordinario* todos los excedentes del Fideicomiso una vez que se haya cancelado la clase A4.

Clase	A1	A2	A3
Fecha Emisión	30-oct-08	30-oct-08	30-oct-08
Monto Emitido (USD)	35.748.975	16.249.534	6.499.814
Saldo Insoluto (USD)	cancelada	cancelada	cancelada
Tasa*	TPP-5.45%	TPP- 5%	TPP- 3.75%
Plazo legal remanente	0	0	0
Fecha Venc legal	1-nov-13	1-nov-16	1-abr-18
Autorización SIC	No. Q.IMV.08.4389, del 21/oct/2008		

Clase	A4	A5
Fecha Emisión	30-oct-08	30-oct-08
Monto Emitido (USD)	6.499.813	1
Saldo Insoluto (USD)	1.231.522	1
Tasa*	TPP-2.65%	Ver Nota
Plazo legal remanente	73	74
Fecha Venc legal	1-ago-23	1-sep-23
Autorización SIC	No. Q.IMV.08.4389, del 21/oct/2008	

Fuente: FIMUPI

Elaboración: BWR, con corte jun-2017

* Tasa se reajusta en función de la tasa promedio ponderada de la cartera. Bajo niveles establecidos la fórmula de reajuste cambia.

Nota: Los tenedores de la clase A5 percibirán un rendimiento que será el resultado de los excedentes del Fideicomiso, una vez atendidos los gastos de intereses y otros cargos que mes a mes registre el Fideicomiso.

Nota: El saldo de la clase A4 no incluye el valor de USD 272,634.01, que es cancelado el siguiente día hábil después del corte de este informe.

Evolución del activo de respaldo

A jun-2017, el Fideicomiso mantiene una cartera de vivienda hipotecaria originada por Mutualista Pichincha por USD 9.1MM, además de fondos disponibles (netos de obligaciones inmediatas) por USD 270M, lo que suman un activo de respaldo por USD 9.4MM.

La cartera del Fideicomiso es madura, ya que en promedio muestra más de nueve años de tiempo transcurrido desde su emisión. Esta característica favorece las expectativas de que la calidad de la cartera se mantenga en niveles similares a los actuales. Adicionalmente, la madurez también se ve reflejada en una mayor cobertura del saldo de la

deuda con la garantía frente a su nivel inicial, y una mayor voluntad de pago.

Información corte a	jun-17
Fondos Disponibles (US\$ M)*	270
Saldo Cartera Titularizada (US\$ M)	9,099
Total	9,369
Número de Operaciones	648
Monto Promedio Crédito (US\$ M)	14.04
Tasa PromPond Interés Anual (%)	10.78
Plazo Original Prom p. (meses)	173
Plazo Remanente prom p.(meses)	60
Madurez prom p. (meses)	110
CIN prom pond (%) **	18.05
DAV Actual prom pond (%)	33.87
DAV Original prom pond (%)	64.42
Concentración Regional:	
Pichincha	46.8%
Guayas	10.3%
Manabí	9.1%
Azuay	6.1%
Cotopaxi	6.0%
Loja	5.8%
Otras Provincias (<4%)	15.9%
TPA Promedio Plazo Emisión	9.05%

Fuente: FIMUPI. Elaboración: BWR

* Efectivo neto de obligaciones inmediatas

**Para este cálculo se excluye a cartera conformada por deudores con ingresos reportados superiores a USD15M, aunque a la fecha de corte esto no aplica.

A jun-2017, el indicador de cuota / ingreso (CIN), se ubica en niveles conservadores con un promedio ponderado de 18.05%, dado que más del 90% de los créditos se encuentran entre 0% y 30% para esta relación. Esto refleja una adecuada capacidad de pago promedio de los deudores.

Por otro lado, a la fecha de corte, el indicador de saldo de capital adeudado actual / garantía (DAV Actual) se ubica en 33.87% y es menor frente a sus períodos anteriores. Esto refleja que los activos que respaldan las titularizaciones están cada vez más cubiertos por su garantía, lo que se traduce en mayor voluntad de pago y una mayor probabilidad de recuperación del saldo pendiente en caso de gestión judicial.

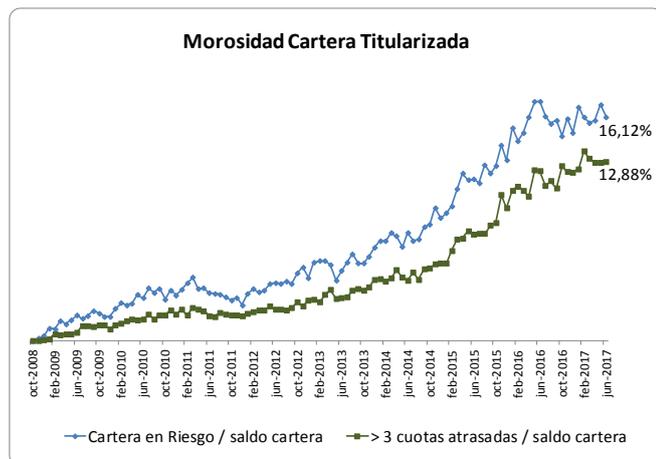
Dado que la estructura se encuentra en etapa de amortización, se esperaría que bajo circunstancias normales no entren nuevos créditos al Fideicomiso a futuro.

El plazo promedio remanente de la cartera es de 60 meses a la fecha de corte. Este valor es menor que el plazo promedio ponderado de vencimiento legal de las clases emitidas (73 meses).

Si bien la cartera muestra una diversificación geográfica mayor que otras titularizaciones calificadas, se aprecia una mayor concentración en la provincia de Pichincha, y participaciones importantes en Guayas y Manabí. Este riesgo de concentración se encuentra mitigado por varios factores: la diversificación por emisor; la calidad de la cartera; la

cobertura de sus garantías; y la importancia de dichas plazas en la economía del país.

La tasa de interés promedio ponderada de la cartera (TPP) es 10.78% y está alineada al comportamiento de la tasa máxima legal del segmento inmobiliario. La fórmula de reajuste de las clases emitidas se establece en función de la TPP, por lo que el margen de interés está parcialmente protegido frente a variaciones de la tasa de los créditos. Consecuentemente, no existe un riesgo de mercado significativo en caso de que ocurran movimientos de tasas del segmento mencionado.



Fuente: FIMUPI
 Elaboración: BWR

La cartera titularizada muestra una morosidad de tendencia creciente en relación al saldo de cartera. A jun-2017, el fideicomiso tiene 33 operaciones demandadas que suman USD 759M. Adicionalmente, la misma concentra 25 créditos con seis o más cuotas vencidas que no están en proceso judicial por USD 313M. Estos dos conceptos suman USD 1.1MM, que representa el 12% del total de la cartera. Este porcentaje es superior a la cartera en riesgo de vivienda del sistema de bancos privados (3.06%) y del sistema de mutualistas (4.96%). De forma similar, la cartera del balance de Mutualista Pichincha ha presentado un rápido deterioro en el último año: el indicador de cartera en riesgo de este tipo de cartera a junio-2017 es de 6.32% frente al 4.77% que registró a junio-2016 y al 5.63% que mostró a diciembre-2016.

Si bien el porcentaje de morosidad es alto, el mismo está influenciado por la reducción del saldo insoluto de la cartera, lo que es parte de la evolución normal de la estructura. Si se la compara con el saldo inicialmente transferido, la cartera con más de tres cuotas vencidas sería de 2.34%, indicador que compara favorablemente con la calidad histórica de colocación del originador.

Mutualista Pichincha (Originador y Administrador de Cartera)

Mutualista Pichincha es el originador de la presente titularización y de los créditos hipotecarios de vivienda que conforman el Fideicomiso. Adicionalmente, el mismo mantiene la administración de la cartera fideicomitada, que consiste en realizar la gestión de cobro, recaudar los pagos de los deudores y transferirlos diariamente a la cuenta del Fideicomiso.

BankWatch Ratings no realiza calificación pública de esta Institución. No obstante, en función del análisis de sus políticas y procedimientos de originación; cobranza de la cartera; así como de la estructura organizacional de los departamentos involucrados en esta gestión, y de la amplia experiencia en manejo de cartera hipotecaria de Mutualista Pichincha, consideramos que ésta está en capacidad de administrar la cartera de las titularizaciones que origina.

Mutualista Pichincha se constituyó como una institución de derecho privado con finalidad social, al amparo del Banco Ecuatoriano de la Vivienda y de las Asociaciones Mutualistas de Ahorro y Crédito para la Vivienda en noviembre de 1961.

Anteriormente esta organización estaba controlada por la Superintendencia de Bancos. No obstante, en función de las disposiciones del Código Monetario y Financiero expedido en sep-2014, la Mutualista decide formar parte del Sector Financiero de la Economía Popular y Solidaria, por lo que al momento se encuentra en transición de supervisión hacia la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria (SEPS).

Mutualista Pichincha es líder en el Sistema de Mutualistas, conformado por cuatro entidades. La organización tiene una participación del 74.5% de activos netos de su industria. La Mutualista ocuparía la posición número 11 si es que se compara con el Sistema de Bancos Privados.

La institución es una de las mayores generadoras de titularizaciones de cartera hipotecaria en el país, con más de 10 procesos originados. Esto le ha permitido generar un mayor volumen de colocación y a su vez liberar liquidez para el desarrollo de sus proyectos inmobiliarios. Adicionalmente, las titularizaciones le benefician con una disminución del descalce de plazos de su balance.

El Originador tiene cobertura en 13 ciudades del país, a través de 27 agencias a nivel nacional (11 en Quito, 9 en otros cantones de la sierra, 3 en Guayaquil y 4 en otras localidades de la costa). Adicionalmente esta mantiene una alianza estratégica con empresas y personas en Estados Unidos (New York y Plainfield) y

Europa (España e Italia) para promocionar entre migrantes sus productos de financiamiento de compra de inmuebles en Ecuador. Esta estrategia ha apoyado de forma importante para cumplir con sus objetivos de colocación.

La estructura legal de la titularización independiza a la cartera subyacente del riesgo de crédito del Originador. La vinculación del riesgo de la estructura con el del originador proviene únicamente de los fondos disponibles que mantiene el Fideicomiso en la Mutualista. La recaudación de la cartera fideicomitida es transferida diariamente a la cuenta del Fideicomiso.

En el informe de la calificación inicial, disponible en www.bankwatchratings.com, se analizaron las políticas y procedimientos de originación y cobranza del Originador.

Como se indica en dicho informe, para las nuevas operaciones se requiere obligatoriamente la hipoteca sobre el bien financiado. No obstante, anteriormente se otorgaban créditos de vivienda para migrantes, bajo la figura de un fideicomiso en garantía que mantenía la propiedad del inmueble financiado. Esta posibilidad se eliminó debido a que el proceso de recuperación por vía legal de los créditos de este tipo generó problemas de incobrabilidad más complejos en tiempo y costos.

Es importante indicar que la titularización analizada se encuentra en etapa de amortización por lo cual no se esperaría que ingresen en el futuro nuevos créditos al fideicomiso.

Como se indica en los hechos relevantes de este informe, frente a la tendencia a deteriorarse de su cartera, la Mutualista ha contratado a una empresa externa que apoyará y hará seguimiento a la gestión de cobranza con el fin de mejorarla.

ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (Agente de Manejo)

La empresa ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos (ANEFI en adelante) es la fiduciaria de la presente titularización, desde septiembre 2015. Consideramos que ANEFI posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar de forma adecuada la función de Administradora del presente Fideicomiso.

La Fiduciaria se constituyó bajo la denominación social de Administradora de Fondos y Fideicomisos Profundos S.A. con escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito. La misma está inscrita en el Registro Mercantil de Quito a partir del 29 de marzo de 1994, con un plazo de duración de 50 años. En 2013, ésta cambia sus estatutos sociales y nombre al actual. A diciembre 2015, la empresa posee un patrimonio neto

de USD 1.1MM, y actualmente administra 15 titularizaciones hipotecarias que anteriormente eran manejadas por CTH.

ANEFI está autorizada para operar como administradora de fondos y fideicomisos por parte de la Superintendencia de Compañías, mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del 01 de julio de 1994. Con Resolución SCQ.IMV.02.006 de 18 de octubre de 2002, la Superintendencia de Compañías le autoriza para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización.

La Fiduciaria originalmente pertenecía al mismo grupo financiero del banco Produbanco, pero por disposición de la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, sus acciones fueron vendidas en julio-2012. Dentro de los actuales accionistas se encuentra el economista José Samaniego Ponce, ex Gerente General de Profundos, y que bajo la estructura actual continúa ejercicio esta función.

En cuanto a su infraestructura tecnológica, sigue usando el sistema Gestor, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, fondos de pensiones, titularización, y activos de cartera bajo una estructura parametrizable.

ANEFI ha contratado a CTH, anterior agente de manejo y estructurador de la titularización para que apoye en las tareas operativas relacionadas a esta estructura y para que actúe como agente de pago y custodio. Dada la experiencia de CTH en la gestión de fideicomisos de titularización hipotecaria, el aporte de esta institución se considera positivo. Las funciones que delega el Agente de Manejo a CTH son las siguientes:

- Verificar y validar la información periódica, enviada por los administradores de cartera al fiduciario, con respecto a la administración de la cartera titularizada.
- Proporcionar la información contable que requiera el Agente de Manejo para la elaboración de los estados financieros del fideicomiso.
- Monitorear la gestión de los administradores de cartera, respecto a la cartera titularizada.
- En el caso de reposiciones o sustituciones de cartera, realizar la revisión de los documentos legales que instrumenten las operaciones de crédito titularizadas y vigilar el cumplimiento de las características definidas en los Documentos Relacionados.
- Realizar los cálculos a fin de distribuir entre los inversionistas los flujos recibidos.
- Elaborar los reportes que se requieran en el proceso de titularización.

Presencia Bursátil Del Valor

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

La Mutualista Pichincha ha originado 10 titularizaciones de cartera de vivienda hipotecaria, de las cuales las siguientes seis se encuentran vigentes:

Valores	Fecha Última Calificación	Calificadora actual	Última Calificación
MUPI 4	31/08/2016	ICRE	A4:AAA; A5:AAA
MUPI 5	28/08/2017	BWR	A4 y A5: AAA
MUPI 6	28/02/2017	ICRE	A3: AAA ,A4: AAA , A5:AAA
MUPI 8	28/08/2017	BWR	A2: AAA ,A3: AA+,A4 y A5: B+
MUPI 9	28/08/2017	BWR	A2: AAA , A3: AA, A4 y A5: B+
MUPI 10	29/02/2016	BWR	A1: AAA , A2: AA-, A3: A-, A4 y A5: B+

Fuente: FIMUPI
 Elaboración: BWR

Ecuador

Entorno Económico y Mercado Hipotecario

CARTERA DE VIVIENDA				
TOTAL CARTERA BRUTA				
(en MM USD)	jun-16	jun-17	anual. crec.	% Part.
BANCOS	1,906	2,083	9.3%	21.9%
COOPERATIVAS *	334	363	8.5%	3.8%
MUTUALISTAS	188	255	35.5%	2.7%
SOC. FINAN.	0.5	0.7	41.2%	0.0%
BANCA PUBLICA	3.63	2.79	-22.9%	0.0%
TOTAL SFN	2,432	2,704	11.2%	28.5%
BIESS *	5,802	6,636	14.4%	69.8%
TITULARIZACIONES	330	163	-50.6%	1.7%
TOTAL SISTEMA	8,564	9,503	11%	100%

Fuente: Estadísticas BCE/ BIESS / SBS

Elaboración: BWR

* Segmento 1 y 2

** Por falta de información, los datos del BIESS corresponden al monto acumulado de las colocaciones mensuales desde octubre de 2010 a mayo-2017, sin descontar la amortización de la cartera.

Luego de un período de crecimiento de la economía de alrededor del 4.6% promedio (2008-2014), la economía ecuatoriana se desaceleró fuertemente en 2015 (0.1% de crecimiento del PIB en términos constantes) y para 2016 las estimaciones previsionales del Gobierno muestran una contracción económica del -1.6%. El Banco Central del Ecuador considera que el PIB del Ecuador crecerá en 1.42% en el 2017, mientras que las estimaciones de la Comisión para América Latina (CEPAL) y el FMI son más conservadoras (0.6% y -1.6% respectivamente). En su últimas declaraciones el Presidente de la República actualizó la expectativa de crecimiento del PIB a 0.7%.

El menor dinamismo se atribuye principalmente al impacto que supuso en la balanza de pagos una caída internacional del precio del petróleo, la pérdida de competitividad en las exportaciones debido a la apreciación del tipo de cambio real, falta de reservas internacionales y condiciones financieras restrictivas.

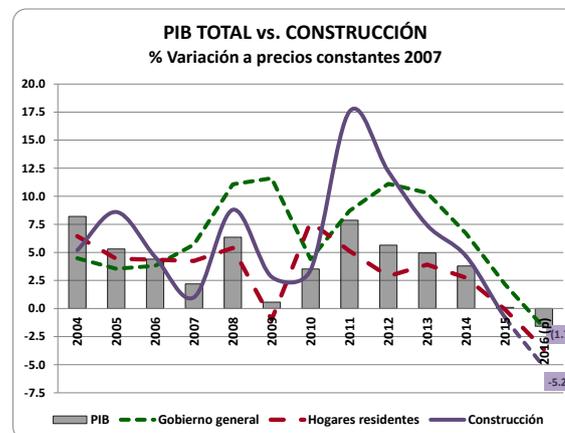
La construcción ha sido una de las actividades más dinámicas de la economía ecuatoriana durante el período expansivo (creció en promedio al doble del PIB con una tasa de 8.1% promedio en los últimos 7 años anteriores al 2015). Para el año 2015 se observó una caída de -0.8% en términos constantes, y para 2016 la misma estima que se contraiga en -5.2%. Como referencia se indica que entre enero y diciembre del 2016 las ventas de cemento gris en toneladas se han reducido en 44% respecto al mismo período del año anterior.¹

Analista:

Andrea Coronel

(5932) 292 2426 ext. 104

acoronel@bwratings.com



Fuente: Estadísticas BCE

Elaboración: BWR

En el Ecuador la actividad inmobiliaria está financiada por el sistema financiero privado, principalmente bancos y cooperativas, y por el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS), constituyéndose este último en el principal participante del mercado en los últimos años. Desde su creación ha entregado 168.261 créditos para vivienda con un monto financiado desde octubre-2010 a julio-2017 de USD 7.1MM. En los años 2014 y 2015 se colocaron créditos hipotecarios por USD 1,190 MM y USD 1,249 MM, respectivamente. El presupuesto de colocación en créditos hipotecarios para el 2016 fue de 1,250MM, de los cuales se entregaron USD 1,095MM y la meta para el 2017 es la colocación de USD 1,350 MM.

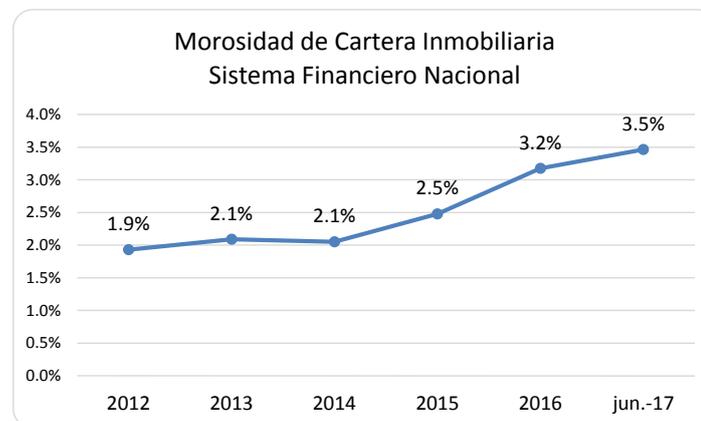
¹ Instituto Ecuatoriano del Cemento y del Hormigón, www.inecyc.org.ec.

Con respecto al sistema financiero, los bancos privados son las entidades más importantes, con el 77.05% de participación en la cartera inmobiliaria del sistema financiero nacional. Las cooperativas de ahorro y crédito mantienen el segundo lugar con un 13.41%, y en general financian a un sector de menores recursos con créditos promedio de menor valor.

La JPRMF mediante resolución No. 045-2015-F, expidió en abril del 2015 la Política para el Financiamiento de Vivienda de Interés Público. El principal objetivo de esta ley es la otorgación de créditos de menos de USD 70,000 a un plazo mayor o igual a 20 años, para la compra o construcción de una primera vivienda, cuyo valor por metro cuadrado sea menor de 890 dólares. Estos créditos se conceden a través del sector financiero público o privado con la finalidad de transferir la cartera generada a un fideicomiso de titularización en el que participa el Banco Central del Ecuador. Con corte junio-2017, el sistema de bancos privados registra cartera de este tipo por USD 46MM y el sistema de mutualistas lo hace por USD 11MM. Se espera que las titularizaciones se empiecen a emitir a partir de julio-2017.

A pesar de la reducción de la liquidez en la economía y en el sector financiero, la misma regresó al sistema a través de la inyección de recursos a través del gasto público, financiado a su vez con deuda externa. Entre el jun-2016 y jun-2017 el saldo de cartera inmobiliaria del sistema financiero nacional creció interanualmente en 11%. Dado que la construcción es cíclica, su evolución dependerá de la capacidad del Gobierno de mantener el dinamismo y la liquidez de la economía ecuatoriana, lo cual en el corto plazo dependerá principalmente de la disposición de gobiernos e inversionistas del exterior de seguir financiando el déficit fiscal.

A la banca privada le interesa crecer en créditos de vivienda, por ser un segmento con indicadores de morosidad más estables, por el tiempo y volumen de financiamiento, por los beneficios de ponderación en el patrimonio técnico, y porque tiene garantías reales. No obstante, por su naturaleza genera un mayor descalce de plazos entre su activo y su pasivo.



Fuente: Superintendencia de Bancos
 Elaboración: BWR

En relación a la calidad de la cartera inmobiliaria del sistema financiero, esta muestra una tendencia a incrementarse, aunque se mantiene por debajo del promedio de todos los segmentos de crédito, lo cual ha sido característico de este segmento históricamente.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros NO son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados.

© BankWatch Ratings 2017.