

# BANKWATCH RATINGS S.A.

CALIFICADORA DE RIESGOS



Quito, 23 de febrero del 2018

RTG-078/18

Señora  
Erika Pérez  
Administrador Fiduciario  
ANEFI S.A.  
Presente.-

De nuestras consideraciones:

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de 'AAA' a la clase A5 del Fideicomiso de Titularización FIMUPI 5. 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."

## CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

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.IVV.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)	Cancelada	1
Tasa**	TPP-2.65%	Ver Nota 1
Plazo legal remanente	0	68
Fecha Venc legal	1-ago-23	1-sep-23
Autorización SIC	No. Q.IVV.08.4389, del 21/oct/2008	

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

Nota 1: 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.

**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, A3 Y A4. La escritura establece que el interés extraordinario generado durante la etapa de amortización debe pagarse a la clase A5, luego de finalizar la amortización total de las clases precedentes. A dic-2017, el saldo por pagar por este concepto a la clase A5 suma USD 8.5 MM. 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 por lo que la calificadora considera que al momento no existe riesgo de crédito en la presente titularización.

# BANKWATCH RATINGS S.A.

CALIFICADORA DE RIESGOS



El nivel de sobrecolateral acumulado es holgado en relación al saldo del título de la clase A5 que es de USD 1, lo que permite que el Fideicomiso de titularización tenga la capacidad de pagar en tiempo y forma a la clase vigente que se ha calificado.

**Calidad de la cartera titularizada:** La cartera titularizada está altamente diversificada por emisor y corresponde a créditos hipotecarios de vivienda originados por Mutualista Pichincha. A la fecha de corte los créditos con una mora mayor a sesenta días representan 10.68% del total.

**Opinión legal favorable sobre estructura:** Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo. La transferencia efectiva de dominio de la cartera transferida se realiza a través del respectivo contrato de compraventa de cartera. Hemos recibido confirmación escrita por parte de la Fiduciaria de haber recibido físicamente todos los documentos de crédito que respaldan las operaciones transferidas al Fideicomiso.

En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 16, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II, de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, destacamos que la calificación asignada por BANKWATCH RATINGS S.A, "no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste".

Adicionalmente, en cumplimiento del artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores, como representante legal de BANKWATCH RATINGS, declaro que ni ella, ni sus administradores, miembros del Comité de Calificación, empleados a nivel profesional, ni los accionistas se encuentran incurso en ninguna de las cláusulas previstas en los literales del a) al h) estipulados en dicho artículo.

En caso de existir cualquier inquietud en cuanto al tema de la calificación, siéntanse libres de comunicarse con nosotros.

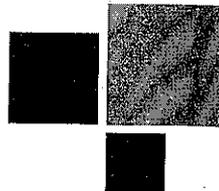
Atentamente,

Patricio Baus  
Gerente General

En cumplimiento a la disposición de la Superintendencia de Compañías según oficio circular N.SC.IMV:EOPC.99.046 No. 010631, de 12 de agosto de 1999, expresamos que la emisión arriba mencionada no se encuentra garantizada por la Corporación de Seguros de Depósitos (COSEDE).

**NOTA:** Según la Ley de Mercado de Valores, nuestra Compañía necesita recibir por escrito hasta tres (3) días después de haber otorgado la calificación a una empresa, su aceptación o apelación a la misma.

Una vez que hemos otorgado la calificación correspondiente a su empresa, sírvanse contestarnos según requerimiento arriba mencionado.



Ecuador  
 Cuarto Seguimiento

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

**Calificación**

Clase	Call. Actual	Call. Anterior	Ultimo cambio
A5	AAA	NR	NR

**Calificación Actual:** Calificación otorgada en el último comité de calificación.

**Calificación Anterior:** Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

**Ultimo Cambio:** Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación

**NR:** No registra cambio de calificación;  
**N/A:** No aplica

**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.

**Fundamento de la calificación**

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de 'AAA' a la clase 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, A3 Y A4. La escritura establece que el interés extraordinario generado durante la etapa de amortización debe pagarse a la clase A5, luego de finalizar la amortización total de las clases precedentes. A dic-2017, el saldo por pagar por este concepto a la clase A5 suma USD 8.5 MM. 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 por lo que la calificadora considera que al momento no existe riesgo de crédito en la presente titularización.

El nivel de sobrecolateral acumulado es holgado en relación al saldo del título de la clase A5 que es de USD 1, lo que permite que el Fideicomiso de titularización tenga la capacidad de pagar en tiempo y forma a la clase vigente que se ha calificado.

**Calidad de la cartera titularizada:** La cartera titularizada está altamente diversificada por emisor y corresponde a créditos hipotecarios de vivienda originados por Mutualista Pichincha. A la fecha de corte los créditos con una mora mayor a sesenta días representan 10.68% del total.

**Opinión legal favorable sobre estructura:** Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo. La transferencia efectiva de dominio de la cartera transferida se realiza a través del respectivo contrato de compraventa de cartera. Hemos recibido confirmación escrita por parte de la Fiduciaria de haber recibido físicamente todos los documentos de crédito que respaldan las operaciones transferidas al Fideicomiso.

**Contactos:**

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

Andrea Coronel  
 (5932) 292 2426 ext. 108  
[acoronet@brwratings.com](mailto:acoronet@brwratings.com)

## 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 al 2013, 2014 y 2015 auditados por KPMG y estados financieros al 2016 auditados por Pricewaterhouse-Coopers. 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).
- Estados financieros no auditados del Fideicomiso desde el inicio de la titularización hasta diciembre 2017, preparados de acuerdo a las 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.
- Estados financieros de ANEFI a diciembre-2016 y diciembre-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, 2015 y 2016, y auditados por Pricewaterhouse-Coopers en los primeros dos años, KPMG en los siguientes tres y BDO Ecuador CÍA. LTDA 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 de deteriorarse que mostró la cartera en 2015 y 2016, la Mutualista contrató una empresa externa que apoya y da seguimiento al proceso de cobranza.

A partir de febrero de 2017 la Mutualista contrató un nuevo Jefe de Cobranzas y tres gestores. Adicionalmente, en agosto-2017, la Mutualista Pichincha contrató un abogado que se encarga del seguimiento de la gestión de cobranzas de los fideicomisos. La calificadora encuentra positivas estas incorporaciones puesto que si bien los niveles de morosidad del Originador todavía se encuentran altos (6.8%), estos han disminuido frente a los mostrados a fines de 2016 (7.7%) y en el primer semestre del 2017 (8.5%).

## Análisis de la capacidad de pago de la emisión

Con corte diciembre-2017, el monto emitido de las clases A1, A2, A3 y A4 se encuentra cancelado en su totalidad y queda pendiente por amortizar los intereses extraordinarios de la clase A5 que tienen prelación sobre el monto emitido de dicha clase que es USD 1 y tiene como fecha de vencimiento legal el 01 de septiembre del 2023.

Dentro de la estructura del fideicomiso se establece que durante la etapa de amortización, la clase A5 irá acumulando como interés extraordinario los valores remanentes luego de pagar todos los gastos del fideicomiso que incluyen los intereses de las clases A1, A2, A3 y A4 en una cuenta por cobrar. A diciembre-2017, el interés extraordinario asciende a 8.5 MM, y es un monto variable pues depende de los ingresos y gastos que mantenga el Fideicomiso hasta la amortización de la clase A5 que es la de última prelación.

Esta cuenta será pagada a sus tenedores posterior a la amortización de las clases A1, A2, A3, A4 y A5, y se realizará mediante transferencia del 100% de los activos remanentes del Fideicomiso. Es por ello que la calificadora considera que al momento no existe riesgo de crédito pues el deterioro de la cartera afectaría directamente al pago del interés extraordinario de los tenedores de la clase A5 y en el peor escenario al no pago de USD 1 del monto emitido de dicha clase.

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).

Con corte diciembre-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 16.87% de su saldo insoluto actual. Si calculamos este porcentaje en relación al monto de la cartera inicialmente transferida este sería de 2.04%.

A la fecha de corte la cartera con más de tres cuotas representa el 10.68% del saldo actual y 1.62% del monto originalmente transferido. La cartera ha presentado un mejor comportamiento que lo esperado en función del análisis histórico de la cartera del Originador.

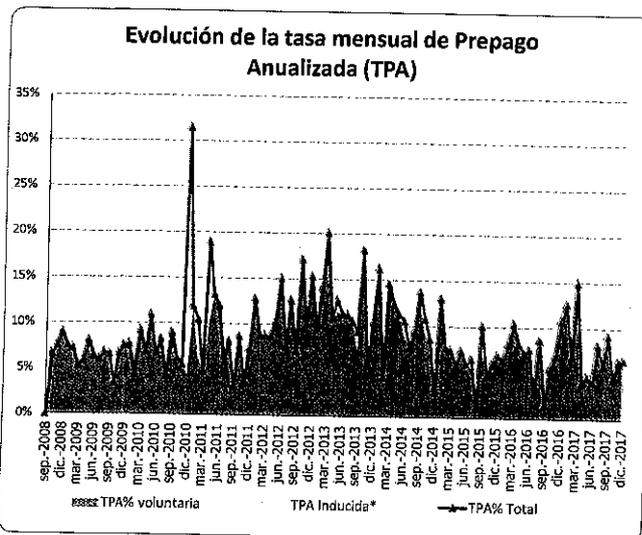
La pérdida base sin considerar la cartera de créditos demandados, llega a 6.82%.

### Prepago de la cartera

La tasa promedio de prepago anual (TPA) de la cartera a diciembre-2017 se ubica en 8.93%, y continúa con tendencia a disminuir 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.



\*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%.

### 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, en su momento recibió físicamente los documentos de crédito, y la propiedad de los documentos ha sido transferida al fideicomiso sin reserva de ninguna clase.

Un resumen de las principales características de la estructura puede encontrarse en el informe de calificación inicial disponible en nuestra página web, [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com).

### 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 diciembre-2017, el sobrecolateral acumulado de cartera y fondos disponibles (netos de obligaciones inmediatas) representan en su conjunto el 110.14% de la cartera transferida.

Clase	Mecanismos de garantía	Cobertura pérdida base
A5	110,14%	6,53

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

Se espera que dicha cobertura continúe incrementándose pues hasta que se realice la liquidación del Fideicomiso la generación mensual de interés de la cartera, servirá para cubrir con los gastos operativos del mismo pues las clases ya se encuentran amortizadas y ya no se debe cumplir con el pago de gastos financieros.

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.

El 97% de la liquidez del Fideicomiso se encuentra en una cuenta a la vista en la Mutualista Pichincha, por lo cual esa porción del activo mantendría riesgo de contraparte, dado que está vinculada al riesgo de crédito del Originador. El 3% restante se encuentra en una cuenta a la vista en el Produbanco, institución calificada como AAA- por BankWatch Ratings con corte septiembre-2017. Los fondos disponibles representan el 5.8% del activo total.

Tras la cancelación de las clases A1, A2 y A3 y A4, la A5 es actualmente la de mayor prelación, y tiene la protección del sobrecolateral acumulado, que representa el 110.1% del saldo actual de cartera. Esta cobertura permite que la clase calificada en este período puedan pagarse en tiempo y forma.

### 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 diciembre-2017, se registraron gastos operativos (excluyendo gastos de interés y premio por compra de cartera) por USD 2.9MM, de los cuales el 81.5% 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 M, 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.

### Evolución de la Titularización

#### Evolución de la Emisión

El 30 de octubre de 2008, el Fideicomiso realizó la emisión de los valores de contenido crediticio denominados TCIMUPI 5, distribuidos en las clases A1, A2, A3, A4 y A5, por un total de USD 64,998M. En ese momento se inició la etapa de amortización.

En junio del 2012 se completó la amortización de la clase A1; la clase A2 concluyó sus pagos en agosto-2014; la clase A3 fue cancelada en su totalidad en enero-2016 y la clase A4 se canceló en octubre-2017.

Actualmente se encuentra vigente la clase 5, que no recibe un pago mensual, pero recibirá como *interés extraordinario* todos los excedentes del Fideicomiso posterior a la cancelación de 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)	Cancelada	1
Tasa**	TPP-2.65%	Ver Nota 1
Plazo legal remanente	0	68
Fecha Venc legal	1-ago-23	1-sep-23
Autorización SIC	No. Q.IMV.08.4389, del 21/oct/2008	

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

Nota 1: 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.

### Evolución del activo de respaldo

El activo de la titularización se compone principalmente de fondos disponibles por USD 249M (netos de obligaciones inmediatas) y por 566 operaciones de cartera inmobiliaria originada por Mutualista Pichincha, que suman USD 8MM.

La cartera muestra una diversificación geográfica adecuada, aunque las provincias de Pichincha, Guayas y Manabí son las de mayor participación, reflejo de la importancia de estas tres plazas dentro de la economía del país.

Información corte a Fecha de análisis	Seguimiento	
	3 jun-17 ago-17	4 dic-17 feb-18
Fondos Disponibles (US\$ M)	270	249
Saldo Cartera Titularizada (US\$ M)	9.099	7.842
<b>Total</b>	<b>9.369</b>	<b>8.091</b>
Número de Operaciones	648	566
Monto Promedio Crédito (US\$ M)	14	13.855
Tasa Prom POND Interés Anual (%)	10,78%	10,78%
Plazo Original Prom p. (meses)	173	176
Plazo Remanente prom p.(meses)	60	58
Madurez prom p. (meses)	110	115
CIN prom pond * (%)	18,05%	17,82%
DAV Actual prom pond (%)	33,87%	32,44%
DAV Original prom pond (%)	64,42%	63,87%
Concentración Regional:		
Pichincha	46,8%	47,4%
Guayas	10,3%	10,8%
Azuay	6,1%	5,2%
Manabí	9,1%	9,1%
Otras Provincias (<3%)	27,7%	27,6%

\* Para este cálculo se excluye a cartera conformada por deudores con ingresos reportados inferiores a USD 386 y mayores a USD 15,000.

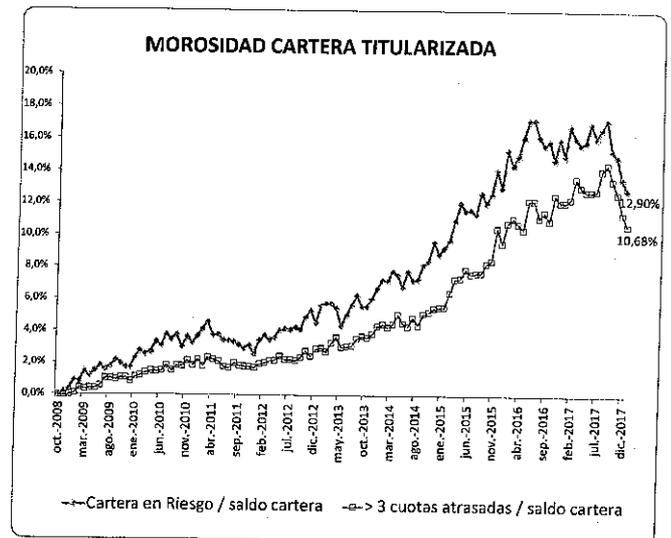
La cartera del Fideicomiso es madura, ya que en promedio muestra más de nueve años de tiempo transcurrido desde su emisión. Esta característica favorece las expectativas de que la calidad de la cartera se mantenga en niveles similares a los actuales.

Puesto que la estructura se encuentra en etapa de amortización, se espera que bajo circunstancias normales no entren nuevos créditos al Fideicomiso, con excepción de que se den condiciones específicas relacionadas a un prepago y tasas de morosidad elevadas, hecho que no se ha presentado.

Con respecto al indicador de cuota / ingreso (CIN), se mantiene en niveles conservadores, aun luego de excluir del cálculo a los deudores reportados con ingresos bajos y mayores a USD 15,000. El promedio ponderado de este indicador es 17.82% y refleja una adecuada capacidad de pago promedio de los deudores.

El plazo promedio remanente de la cartera es de 58 meses a la fecha de corte. Este valor es menor que el plazo promedio ponderado de vencimiento legal de la última clase emitida (68 meses).

Con respecto a la tasa de interés promedio ponderada de la cartera (TPP), esta se ha mantenido constante desde el momento de la emisión. La fórmula de reajuste de las clases emitidas con respecto a la TPP protegería el margen de interés de la titularización, por lo cual este hecho no tendría un efecto significativo en la capacidad de pago de la emisión.



La cartera titularizada posee niveles de morosidad altos, mismos que están influenciados por la reducción del saldo insoluto de la cartera, lo que es parte de la evolución normal de la estructura. Sin embargo, observamos positivamente la reducción de este indicador respecto al seguimiento anterior. Con corte diciembre-2017, el fideicomiso mantiene 49 operaciones demandadas que suman USD 821M. Adicionalmente, la misma concentra 7 créditos con seis o más cuotas vencidas que no están en proceso judicial por USD 24M. Estos dos conceptos suman USD 845M, que representa el 11% del total de la cartera.

La cartera en riesgo de la titularización representa el 1.63% del saldo de cartera inicialmente transferida, porcentaje inferior a la cartera de vivienda del sistema de bancos privados (2.78%) y del sistema de mutualistas (5.5%) a dic-2017.

### 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, 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 las políticas y procedimientos de originación y 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 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 estaba controlada por la Superintendencia de Bancos. No obstante, en función de las disposiciones del Código Monetario y Financiero expedido en septiembre-2014 la Mutualista decide formar parte del Sector Financiero de la Economía Popular y Solidaria, por lo cual al momento se encuentra en transición de supervisión hacia la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria (SEPS).

Mutualista Pichincha es líder en su sistema conformado por cuatro entidades. La entidad tiene una participación del 73.3% de activos netos del Sistema de Mutualistas. Comparado con el Sistema de Bancos Privados, la Mutualista ocuparía la posición número 12.

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

La Institución tiene una 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 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 los 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](http://www.bankwatchratings.com), se analizaron las políticas y procedimientos de originación y cobranza del Originador.

Como se indicó en dicho informe, para las nuevas operaciones se requiere obligatoriamente la hipoteca

sobre el bien financiado, aunque anteriormente se otorgaba a migrantes créditos de vivienda 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 con problemas de incobrabilidad resultó más complejo 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 apoya y da seguimiento a la gestión de cobranza con el fin de mejorarla.

### **Administradora de fondos y fideicomisos ANEFI S.A. (Agente de Manejo)**

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

La Fiduciaria se constituyó bajo la denominación social de Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. con escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita en el Registro Mercantil de Quito el 29 de marzo de 1994, con un plazo de duración de 50 años. En 2013 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 ejerciendo 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. Adicionalmente, CTH mantiene sus funciones de agente de pago y custodio en este fideicomiso. Dada la experiencia de CTH en la gestión de fideicomisos de titularización hipotecaria, el aporte de esta institución se considera positivo. Las funciones de apoyo 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 cinco se encuentran vigentes:

Valores	Fecha Última Calificación	Calificadora actual	Última Calificación
MUPI 5	23/2/2018	BWR	A5: AAA
MUPI 6	31/8/2017	ICRE	A4:AAA; A5:AAA
MUPI 8	23/2/2018	BWR	A2: AAA, A3: AAA, A4 y A5: B+
MUPI 9	23/2/2018	BWR	A2: AAA, A3: AA, A4 y A5: B+
MUPI 10	23/2/2018	BWR	A1: AAA, A2: AA-, A3: A-, A4 y A5: B+

Ecuador

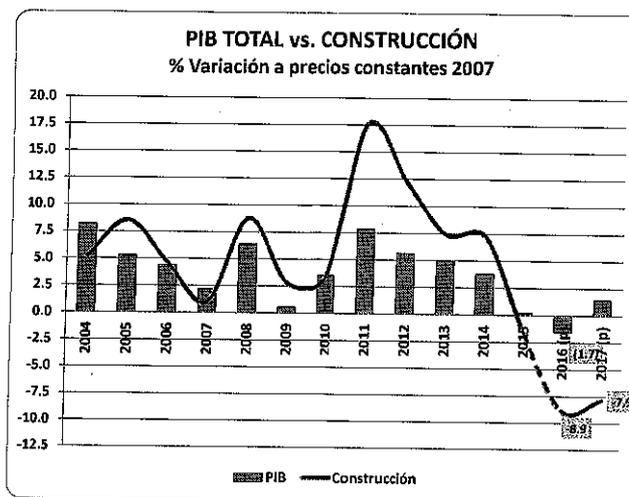
## Entorno Económico y Mercado Hipotecario

CARTERA DE VIVIENDA				
TOTAL CARTERA BRUTA				
(en MM USD)	sep-16	sep-17	anual	crec.
BANCOS	1,964	2,083	6.1%	21.2%
COOPERATIVAS *	335	397	18.8%	4.0%
MUTUALISTAS	220	264	20.3%	2.7%
SOC. FINAN.	0.8	0.5	-41.8%	0.0%
BANCA PÚBLICA	3.17	0.01	-99.6%	0.0%
TOTAL SFN	2,522	2,745	8.8%	27.9%
BIESS	6,047	6,930	14.7%	70.5%
TOTAL SISTEMA	8,900	9,847	11%	100%

\* Segmento 1 y 2.  
 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 sep-2017, sin descontar la amortización de la cartera.

Tras un período de crecimiento (2008-2014), la economía ecuatoriana se desaceleró para 2015 y entró en una etapa recesiva (2016) de la cual saldría en 2017, cuando el crecimiento sería de 1.42%, de acuerdo al BCE; sin embargo, las previsiones de organismos internacionales son menores: CEPAL (0.3%) Y FMI (0.7%). De cualquier manera, en el segundo semestre de 2017 la economía se muestra más dinámica y las perspectivas de los agentes económicos son más positivas que un año atrás.

Indudablemente, como economía dependiente del petróleo, el país se ha visto afectado por la disminución en sus precios; en consecuencia, el gobierno ha reducido su gasto no corriente y sus inversiones. Dicha situación afecta de manera directa al sector de la construcción, que cayó en promedio -6.2% durante los últimos tres años. El sector de la construcción es sensible al entorno macro, debido a su uso intensivo en capital y mano de obra, y por el lado de la demanda responde a inversiones de plazo medio y largo; de manera que es la primera industria en verse afectada durante etapas contractivas y la última en recuperarse.



Fuente: Estadísticas BCE  
 Elaboración: BWR

**Analista:**  
 Verónica Molina  
 (5932) 292 2426 ext. 110  
[vmolina@bwratings.com](mailto:vmolina@bwratings.com)

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, que ha sostenido la tendencia de crecimiento del mercado en general desde el año 2008, pese a que para 2017 sus niveles de colocación total se han reducido alrededor del 40% frente al año precedente.

En el sistema financiero, los bancos privados son las entidades más importantes, con el 75.9% de participación en la cartera inmobiliaria del sistema financiero nacional. Las cooperativas de ahorro y crédito mantienen el segundo lugar con un 14.5%, 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 70.000 dólares a un plazo mayor o

Fecha elaboración: Enero-2018

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. A sep-2017, los saldos de la cartera de interés social aún resultan acotados, y no existen proyectos de gran magnitud a nivel estatal para impulsarla.

Frente a sep-2016, el saldo de cartera inmobiliaria del sistema financiero nacional creció interanualmente en 8.8%, mostrando repunte a partir de junio de 2017. Evidenciando mayor confianza en la economía, pues en 2016 hubo impacto también por el lado de la demanda por el incremento del desempleo y la mayor incertidumbre.

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 la ponderación para 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.

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 del sistema 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.