

CERTIFICADO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. en comité No.036-2022 llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 15 de febrero de 2022 certifica haber realizado la calificación de la FIMUPI 5 FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 5 considerando la metodología de calificación aplicable y el reglamento interno de la calificadora. La calificación otorgada es:

“AAA”

AL FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 5 FIMUPI 5

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.

Atentamente,



Hernán López
Gerente General

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

“La opinión de GLOBALRATINGS 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 información suministrada.”

CALIFICACIÓN:

Clase A5	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Calificación de Titularizaciones
Fecha última calificación	agosto 2021

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 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 éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

HISTORIAL CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AA	feb-15	PCR
AA	ago-15	PCR
AAA	feb-16	BankWatch
AAA	ago-16	BankWatch
AAA	feb-17	BankWatch
AAA	ago-17	BankWatch
AAA	feb-18	BankWatch
AAA	ago-18	BankWatch
AAA	feb-19	PCR
AAA	ago-19	PCR
AAA	feb-20	PCR
AAA	ago-20	PCR
AAA	feb-21	PCR
AAA	ago-21	PCR

CONTACTO

Mariana Ávila
Gerente de Análisis
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la categoría de AAA para la clase A5 del Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado “Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 5 – FIMUPI 5”. en comité No.036-2022, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 15 de febrero de 2022; con base en los estados financieros auditados del periodo 2020, estructuración de la titularización y otra información relevante con fecha 31 de diciembre de 2021. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución Q.IMV.08.4389 del 21 de octubre 2008 por un monto de USD 64.998.136)

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

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 emergencia sanitaria que atravesó el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas son imposibles de predecir. Pensar el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es difícil de predecir. En este contexto el Fideicomiso ha demostrado fortalezas que debería permitir sortear el escenario antes mencionado, tomando en cuenta la recuperación de la economía en general durante el 2021.
- La cartera titularizada consiste en valores de contenido crediticio representativos, derivados de créditos con garantía hipotecaria. De acuerdo con el 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 generar flujos de efectivo necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso.
- El Fideicomiso está en la capacidad de cumplir con sus obligaciones dados los montos de la cartera titularizada en su poder, los mismos que resultan suficientes para cancelar los títulos emitidos correspondientes a la Clase A5 pendientes de ser redimidas, las clases A1, A2, A3 y A4 ya fueron canceladas.
- Mantiene una adecuada calidad y garantías de la cartera que forman parte del Patrimonio del Fideicomiso, la estructura del Fideicomiso Mercantil y su operatividad se han mantenido óptimamente. Así como la capacidad de la cartera para generar flujos positivos dentro del proceso de Titularización.
- Existe una subordinación de pago de la Clase A5 respecto de la Clase A4, respecto de la Clase A3, respecto de la Clase A2 y de esta respecto a la Clase A1 garantizando de esta forma el cumplimiento de las obligaciones.
- El Índice de Siniestralidad en base a un escenario pesimista está cubierto por los mecanismos de garantía de la titularización en estudio.
- Es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que el patrimonio autónomo del Fideicomiso Mercantil FIMUPI 5 presenta una excelente capacidad para generar los flujos esperados para el pago de las obligaciones emanadas del presente instrumento.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsible asociados al negocio y como riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la Emisión, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos del proceso de titularización. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas a sus clientes.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador, 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.
- La continuidad de la operación de la administradora del fideicomiso de titularización de cartera hipotecaria puede verse en riesgo efecto de la pérdida de información, en cuyo caso la administradora mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.
- En la concesión de créditos para vivienda debe considerarse el hecho de que si el prestatario no cumple 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 podría terminar con un bien de difícil realización, lo que indudablemente le 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 GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., 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.
- 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, los prepagos han tendido a disminuir respecto al semestre anterior.

INSTRUMENTO

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LA ESTRUCTURA

Originador	Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha – Mutualista Pichincha
Agente de Manejo	Anefi S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles
Agente de Pago	Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.
Custodio	Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.
Administrador de Cartera Hipotecaria	Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha – Mutualista Pichincha
Monto de Emisión	El Fideicomiso de Titularización emitirá valores de contenidos crediticio, denominados de manera general "Títulos Valores".
Monto Colocado	Hasta por USD 64.998.136,04
Valor del Activo	USD 64.998.136,04

CLASES	SERIE	#TITULOS	VALOR NOMINAL (USD)	MONTO (USD)	PLAZO LEGAL MESES	RENDIMIENTO TPP
Clase A1	Serie 1	60	10.000	600.000	61	TPP - 5.45 p.p.
	Serie 2	66	50.000	3.300.000		
	Serie 3	104	100.000	10.400.000		
	Serie 4	107	200.000	21.400.000		
	Serie 5	1	48.975	48.975		
Clase A2	Serie 1	20	10.000	200.000	97	TPP - 5.00 p.p.
	Serie 2	40	50.000	2.000.000		
	Serie 3	50	100.000	5.000.000		
	Serie 4	45	200.000	9.000.000		
	Serie 5	1	49.534	49.534		
Clase A3	Serie 1	4	50.000	200.000	114	TPP - 3.75 p.p.
	Serie 2	22	100.000	2.200.000		
	Serie 3	20	200.000	4.000.000		
	Serie 4	1	99.814	99.814		
Clase A4	Serie 1	4	50.000	200.000	178	TPP - 2.65 p.p.
	Serie 2	22	100.000	2.200.000		
	Serie 3	20	200.000	4.000.000		
	Serie 4	1	99.813	99.813		
Clase A5	Serie 1	1	1	1	179	Los tenedores de la clase A5 recibirán el que resulte de los excedentes del Fideicomiso.
Objetivos	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	2008					
Fecha de Vencimiento	2022					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 5 "FIMUPI 5" realizado con base en la información entregada por el originador y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



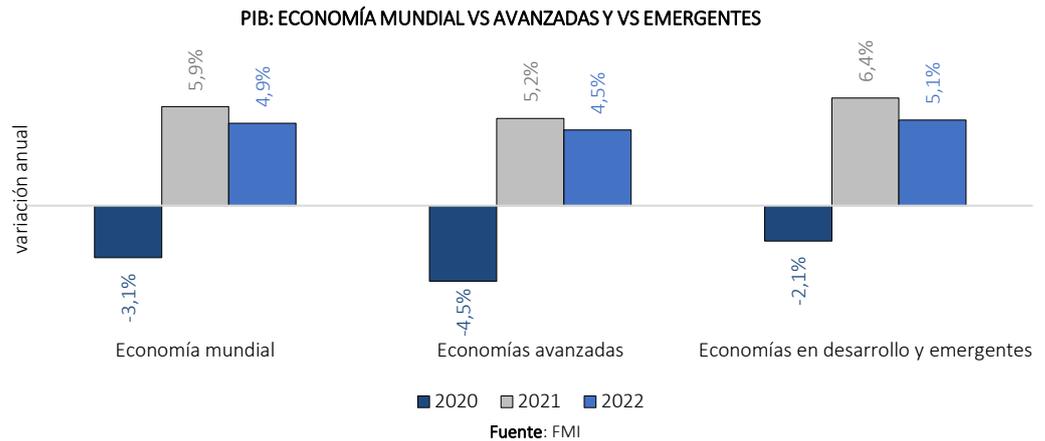
Ing. Hernán Enrique López Aguirre Msc.
Gerente General

PERFIL EXTERNO

ECUADOR: SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2022

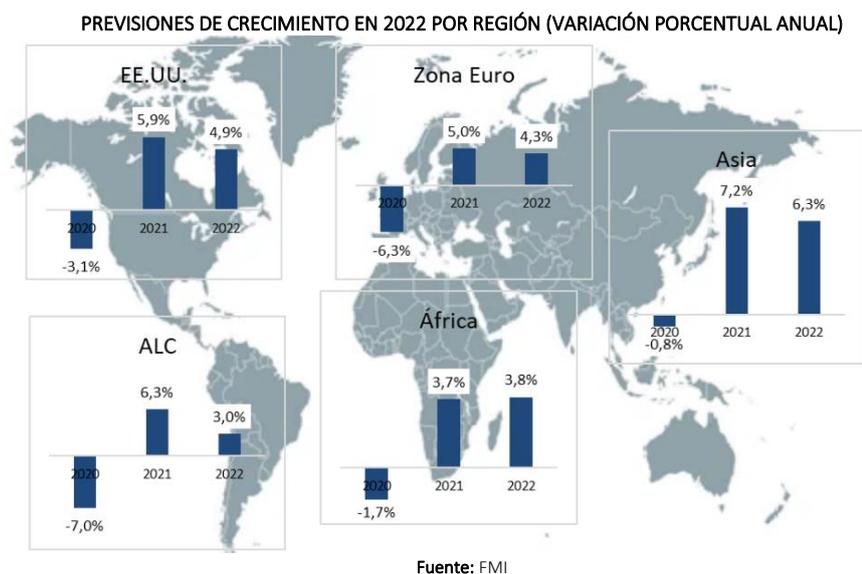
CONTEXTO: A nivel internacional la recuperación económica en 2022 se avizora menos dinámica de lo inicialmente previsto¹.

La crisis logística que ha ocasionado la interrupción en la cadena de suministros y la falta de vacunas en países en desarrollo para incrementar la inmunidad contra la Covid-19 y la aparición de Ómicron², se presentan como los principales desafíos en 2022. La inflación interanual de 6.2% que afronta Estados Unidos, la más elevada en los últimos 30 años, también conllevaría consecuencias en el crecimiento global, con una posible subida en los tipos de interés³.



CONTEXTO REGIONAL: El crecimiento económico esperado para 2022 sería desigual.

Las regiones del mundo, en general, experimentaron una rápida expansión en 2021; sin embargo, para 2022 este ritmo de crecimiento no sería sostenible, debido al lento proceso de vacunación contra la Covid-19 y la falta de recursos internos para impulsar y estimular el consumo de los hogares. Lo anterior implicaría que el crecimiento en América Latina se desacelere al pasar de +6,3% en 2021, al +3,0% en 2022. Economías como Brasil y México serían aquellas con mayor impacto en cuanto a su crecimiento económico, afectando al dinamismo en la región⁴.



¹ <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=16691>

² <https://www.who.int/es/news/item/28-11-2021-update-on-omicron>

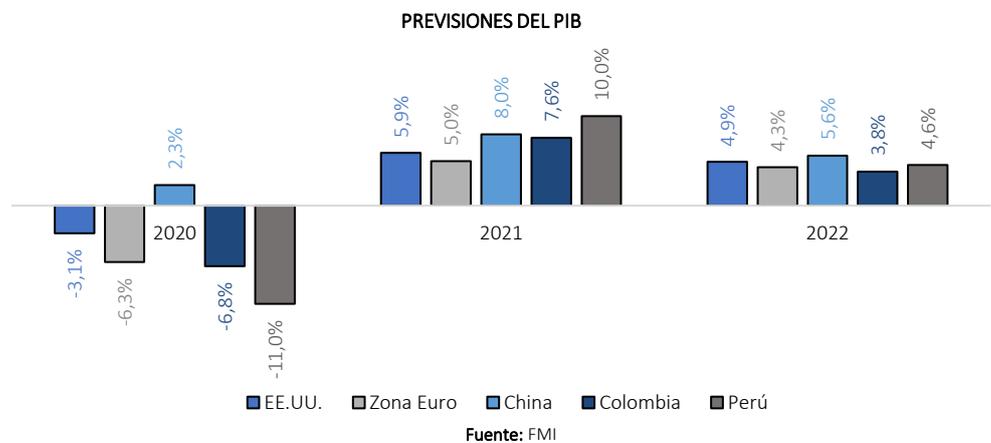
³ <https://www.france24.com/es/programas/econom%C3%ADa/20211111-inflacion-estados-unidos-pandemia-suministros>

⁴ <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>

[La actividad económica esperada de los principales socios comerciales seguirá siendo favorable, pero a un menor ritmo de crecimiento.](#)

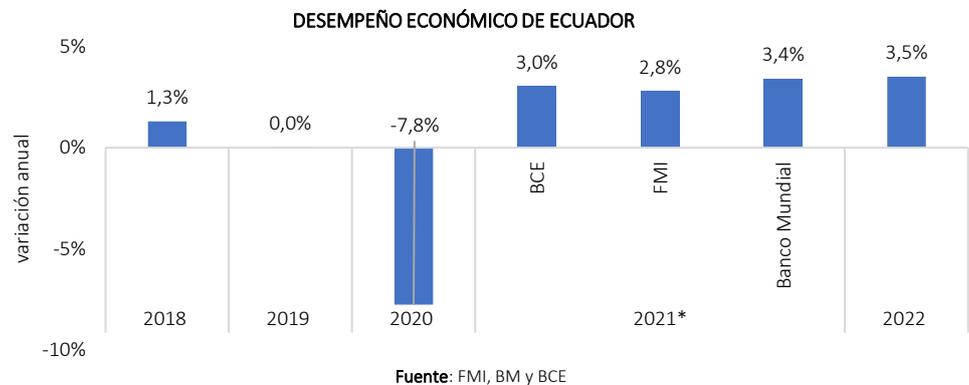
Estados Unidos y la zona del euro se constituyen para el mercado ecuatoriano como los principales referentes para el comercio transfronterizo. Para 2021, el crecimiento promedio que alcanzaron ambos mercados fue cercano a 5,5%, mientras que para 2022 este se reduciría hasta 4,75%⁵. Lo anterior podría afectar a las exportaciones de ciertos productos no tradicionales, cuyo destino son estos mercados (productos orgánicos y alimenticios especialmente). Sin embargo, este efecto podría ser compensado en caso de que Ecuador logre concretar un acuerdo comercial con EE.UU., así como ingresar a la Alianza del Pacífico, para diversificar la venta externa de productos.

Con respecto a la China, la desaceleración que experimentaría este país podría afectar a productos del mar y otras materias primas. No obstante, estas estimaciones son preliminares. Por otro lado, se estima que la reapertura comercial vía terrestre con Colombia impulse el comercio, favoreciendo una mayor demanda de productos⁶.



[Ecuador: El consumo de los hogares hasta 2022 crecería por debajo del 4% de forma interanual.](#)

Pese a que Ecuador mantendría un mejor desenvolvimiento en 2022, al proyectar una tasa de crecimiento económico de +3,5%, este desempeño sería insuficiente para compensar la contracción económica que sufrió la economía en 2020 (-7,8%). Una de las variables claves para contrarrestar esta perspectiva inicial es el crédito, que, según la Asobanca, podría mantener un crecimiento de 2 dígitos en 2022⁷. A lo anterior, se debe agregar la expectativa del aumento en el nivel de empleo producto de la llegada de mayores flujos de capital extranjero; según lo ha mencionado el ministro de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca, se espera que en 2021 se alcancen 94 acuerdos de inversión que significarían más de USD 1.300 millones en inversiones para 2022.



⁵ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>

⁶ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/October>

⁷ Con corte a octubre de 2021, el crecimiento de la cartera de la banca privada fue superior al 11% anual.

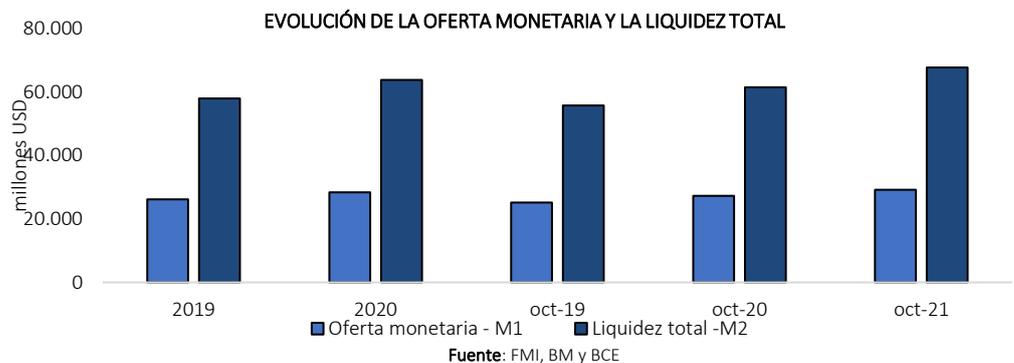
FACTORES INTERNOS Y EXTERNOS QUE EXPLICAN EL COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA

Entre los factores internos que mayor incidencia presentan sobre el mercado ecuatoriano se incluyen el desempeño de la liquidez, el consumo de los hogares, la inflación y el mercado laboral. Los factores a nivel externo que se destacan son el nivel de actividad de los principales socios comerciales, el precio del petróleo, el riesgo país y la inversión extranjera directa (IED).

[Liquidez total: En 2021, la liquidez en la economía incrementó en respuesta a mayores exportaciones, remesas recibidas y financiamiento externo.](#)

Con corte a octubre de 2021, el 43% de la liquidez total correspondió a la oferta monetaria (M1)⁸, conformada por las especies monetarias en circulación, la moneda fraccionaria y los depósitos a la vista, mientras que el 57% restante correspondió a depósitos de ahorro y a plazo, que de forma agregada componen el indicador denominado M2 (liquidez total), cuyo monto se ubicó en USD 67.692 millones.

Durante el último año, el crecimiento de la liquidez respondió a la variación anual de 13,4% en el cuasidinero, que se compara de manera favorable frente al incremento anual de 5,9% en la oferta monetaria. La expansión de las exportaciones hasta octubre de 2021, con una tasa de variación de 31% anual, sumado al incremento de las remesas y el financiamiento externo recibido por parte de los multilaterales por más de USD 6.000 millones, fueron algunos de los elementos que explicaron el mejor desempeño de la liquidez.



[Consumo de los hogares: se proyecta un crecimiento inferior a 4% anual en 2022.](#)

El gobierno nacional decretó un incremento salarial de USD 25 a partir de enero de 2022, fijando el nuevo salario básico unificado en USD 425 mensuales. Bajo este escenario, existe una alta probabilidad de que el consumo incremente en ciertos segmentos, considerando que el impacto de esta medida beneficiaría a más de 300 mil personas que cuentan con un empleo pleno⁹ y reciben la remuneración básica. Lo anterior, además, podría estimular el crecimiento económico de +3,61% inicialmente previsto por el FMI para 2022. Sin embargo, este desempeño dependerá del comportamiento del mercado laboral, para el cual el gobierno mantiene perspectivas de expansión.

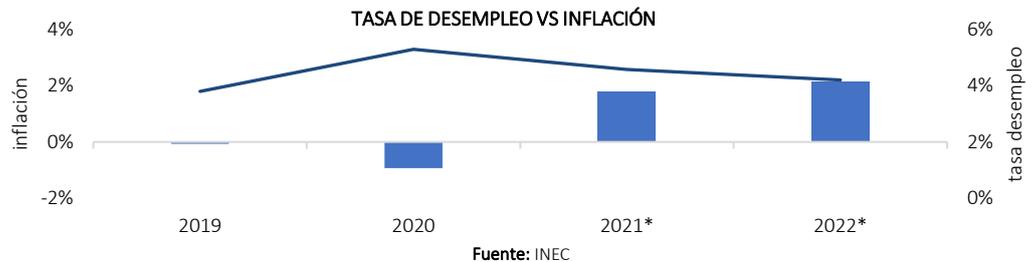


⁸ BCE: Boletín monetario semana No.775.

⁹ Cámara de Comercio de Quito, informe incremento salarial 2022.

[Mercado laboral e inflación: La tasa de desempleo se redujo por debajo del 5%, mientras que la inflación podría cerrar el 2021 en 1,8%.](#)

Si bien la tasa de desempleo sería cercana a 4,3% en promedio, al término de 2021, el empleo no adecuado (que incluye al subempleo) seguirá por encima de 55%, lo que sugiere que 6 de cada 10 ecuatorianos no tendría con un empleo de calidad. La reforma laboral que plantearía el gobierno será clave en este aspecto, a fin de viabilizar la recuperación laboral en sectores altamente deprimidos (agrícola, manufacturero y de servicios)¹⁰, con miras a alcanzar a un mayor grupo de personas.



La inflación, por su parte, reportó un aumento durante el segundo y tercer trimestre de 2021, asociado al incremento en el precio de las materias primas a nivel internacional, el aumento en el precio de los combustibles y a la recuperación de la demanda en ciertos segmentos de consumo. De esta manera, la inflación anual superó un nivel de 1%. Sin embargo, según previsiones del FMI, la variación general de precios sería cercana al +1,8% en 2021. Para 2022, debido al aumento de precios por otros factores como la crisis logística, se espera que la inflación supere el 2% anual; no obstante, este indicador se mantendría muy por debajo de las tasas de Perú y Colombia, cuyas proyecciones de inflación superan al 4% anual.

[Ventas e Inversión Extranjera Directa \(IED\): La expectativa apunta a que los resultados de ambas variables superen las cifras de 2020.](#)

Entre enero y septiembre de 2021¹¹, las ventas totales registran un promedio mensual de USD 15.254 millones, producto de un crecimiento anual promedio cercano a 25%. Sin embargo, en términos mensuales, la tasa promedio de crecimiento fue negativa (0,76%), en respuesta a la profunda caída que experimentaron los meses de enero y julio, con variaciones de -39,8% y -22,9%, respectivamente. El crecimiento de las ventas se estabilizó para el tercer trimestre de 2021, previo al repunte que se espera para el último trimestre del año, impulsado por un mayor acceso a crédito, por el pago de sobresueldos, y por promociones y descuentos de temporada.

La IED le ha sido esquiva al Ecuador durante los últimos años. Los montos recibidos por este concepto no han superado el 1% del PIB. En este sentido, el gobierno nacional lanzó el programa denominado *Ecuador Open for Business*¹², cuya intención es atraer un total de USD 30.000 millones hacia sectores estratégicos (hidrocarburos, telecomunicaciones, energía, minería, servicios financieros, entre otros) en los próximos 4 años. Para lograrlo, el gobierno ha mencionado que reducirá el Impuesto a la Salida de Divisas¹³ en un punto porcentual hasta 2022, a razón de 0,25 puntos porcentuales por trimestre.

[Balanza comercial y exportaciones no petroleras: El comercio exterior presentó un desempeño positivo hasta octubre de 2021.](#)

La balanza comercial acumulada entre enero y octubre de 2021, con base en datos del Banco Central del Ecuador, reportó un superávit de USD 2.332 millones FOB¹⁴, monto inferior al registrado durante el mismo período de 2020 (-USD 407 millones FOB). Frente a 2019, presentó un aumento de USD 2.115 millones, resultado que respondió al crecimiento de la balanza comercial petrolera, que reportó hasta octubre de 2021 un monto de USD 3.828 millones FOB, frente al déficit de USD 1.495 millones FOB registrado por la balanza comercial no petrolera. La recuperación progresiva del precio del barril petróleo fue otro aspecto clave en el sector externo, ya que

¹⁰ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/October/select-countries?grp=205&sg=All-countries/Emerging-market-and-developing-economies/Latin-America-and-the-Caribbean>

¹¹ Informe mensual Saiku del SRI, con corte a septiembre de 2021.

¹² <https://ecuadoropenforbusiness.com/>

¹³ <https://www.sri.gob.ec/impuesto-a-la-salida-de-divisas-isd>

¹⁴ BCE, reporte de estadística mensual, corte octubre de 2021.

impulsó el ingreso de divisas. Entre enero y octubre de 2021, el precio promedio mensual pasó de USD 54,73 por barril a USD 83,54 por barril. La mayor demanda registrada en EE.UU. y la zona del Euro, debido a la época invernal, fue uno de los elementos que dio paso a este comportamiento.

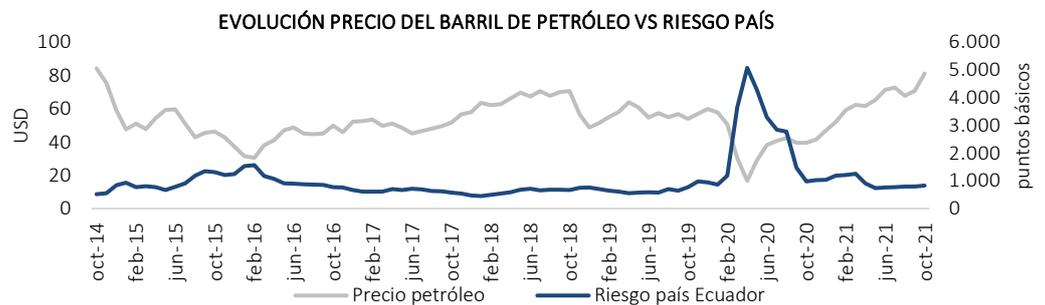
En términos generales, la balanza comercial no petrolera mantuvo un ritmo de crecimiento sostenido. Entre enero y octubre de 2021, las exportaciones no petroleras alcanzaron una cifra de USD 14.068 millones FOB, equivalente una variación interanual de 15%. A su vez, esta cifra superó en 27% a la registrada durante el mismo periodo de 2019. El desempeño de la industria camaronera fue fundamental, ya que alcanzó un incremento interanual de 32% en las exportaciones, seguido del sector no tradicional (+20%), atún y pescado (+11%) y elaboración de cacao (+2%). Este comportamiento fue compensado parcialmente por una reducción de 7% en las ventas externas del sector bananero, y de 3% en las exportaciones de café y elaborados.

INDICADORES COMERCIALES	2019		2020		ENE-OCT 2019		ENE-OCT 2020		ENE-OCT 2021	
	MONTO (MILES USD)	VAR. ANUAL								
Exportaciones no petroleras	13.650	-100%	14.976	10%	11.099	-	12.260	10%	14.068	15%
Balanza comercial	820	-281%	3.291	301%	217	-	2.739	1162%	2.332	-15%

Fuente: BCE

[Precio del petróleo y riesgo país: En 2021, ambos indicadores presentaron un desempeño favorable para el mercado ecuatoriano.](#)

El país se ha visto favorecido por un súbito incremento del precio del barril de petróleo, que se estima podría llegar a los USD 100 al término de 2021, pese a que existe incertidumbre debido al apareamiento de la variante Ómicron. El efecto directo en el aumento del precio del petróleo, sumado a una mayor estabilidad de orden político, contribuyeron positivamente a la reducción del índice de riesgo país (EMBI), el cual se sitúa por debajo de los 1.000 puntos básicos.



Fuente: JP Morgan

El gobierno ha estimado para la proforma presupuestaria de 2022¹⁵ un precio promedio del barril de petróleo de USD 59,20, lo que se traduciría en ingresos por exportaciones de crudo cercanos a los USD 7.301 millones anuales. Esta cifra dependerá del avance de la nueva variante Ómicron y su efecto en el cierre de actividades. El nivel de riesgo país se ha visto favorecido por un mayor precio del petróleo, sin embargo, el cambio de gobierno y el shock de confianza que experimentaron los mercados internacionales, junto con la renovación del acuerdo con el FMI y el apoyo de organismos internacionales como el Banco Mundial, BID, CAF, han permitido que el riesgo país se mantenga por debajo de los 1.000 puntos básicos. Para el próximo año, el gobierno aspira a mejorar este indicador, a través de la firma de convenios de inversión por cerca de USD 30.000 millones para los próximos 4 años.

CONCLUSIONES

Para 2021, la economía mundial crecería de forma menos acelerada a lo inicialmente previsto, lo que representaría una tasa 5,9%, explicado en parte por el menor ritmo de economías como China y la Zona del Euro. Sin embargo, la previsión para 2022 (+4,9%) aún es incierta debido a la cuarta ola de contagios por COVID-19 y la aparición de la nueva variante Ómicron, que ha conllevado a nuevos periodos de confinamiento y a la

¹⁵ <https://www.finanzas.gob.ec/proforma-enviada-2022-30-de-octubre-de-2021/>

suspensión de ciertos eventos. Por otro lado, persiste el problema logístico que ha conllevado a interrupciones en la cadena de suministros y al aumento en el precio de fletes marítimos; estos factores se irán aligerando paulatinamente según la OMC.

La economía ecuatoriana experimentaría para 2021 y 2022 tasas de crecimiento modestas, del orden de 3,2% en promedio anual, cifra que aún le es insuficiente para superar la pérdida de producción y empleo derivada de la pandemia. Sin embargo, estos resultados podrían variar especialmente para 2022, en respuesta al impacto de la reforma tributaria que entró en vigor desde noviembre de 2021. Para el próximo año, la reforma para la atracción de inversiones y la reforma laboral, constituirán dos pilares fundamentales para el desarrollo de la política económica, a través de las que se espera un mayor dinamismo en el mercado.

El consumo de los hogares en Ecuador será uno de los termómetros para determinar el desempeño de la economía en los próximos años. Hacia 2021, esta variable presentó una recuperación lenta y progresiva, como resultado de la tenue expansión del mercado laboral y de la dificultad que muchas actividades económicas experimentaron ante la contracción del mercado y la demanda. La previsión inicial para 2022 apuntaría a un crecimiento en el consumo de los hogares de +3,6%, que dependerá de factores como la inflación, el acceso a crédito y el aumento de las ventas empresariales.

El comportamiento del precio de los *commodities* como el barril de petróleo seguirá siendo un factor clave para la economía ecuatoriana, de la cual dependerá, en parte, el espacio fiscal para que el gobierno pueda impulsar su política mediante la inversión y el gasto. Bajo esta línea, el país deberá cumplir con las metas económicas establecidas con el FMI a fin de obtener nuevos desembolsos que permitan cumplir con el Plan de Desarrollo Nacional (Creando Oportunidades). Para 2022, Ecuador debería recibir alrededor de USD 1.800 millones, junto con otros desembolsos que podrían llegar de organismos multilaterales como el BID, la CAF y el Banco Mundial, con miras a apoyar planes sociales como la construcción de vivienda, generar apoyo al sector agrícola, entre otros.

SECTOR HIPOTECARIO

Un análisis del sector hipotecario conlleva directamente a analizar el comportamiento del sector de la construcción, que a su vez se encuentra directamente ligado al sector inmobiliario y de vivienda en general. El sector de la construcción es dinamizador de la economía, puesto que genera encadenamientos con gran parte de las ramas industriales y comerciales de un país, en consecuencia, su efecto multiplicador es amplio. El Estado participa en esta actividad a través de la inversión en obras de infraestructura básica, vial, recreación, deportes y educación; mientras que el sector privado participa especialmente en la rama edificadora o de vivienda, por lo que se hace necesario una revisión del comportamiento de cada una de estas actividades (construcción, inmobiliaria y vivienda), las cuales en su mayoría se financian con operaciones de crédito hipotecario.

La construcción constituye uno de los sectores tradicionales en el Ecuador y de mayor relevancia para la economía debido al alto encadenamiento con industrias como la manufactura, minería, el comercio, el transporte, la agricultura y otras, llegando a relacionarse de forma directa con cerca de 30 subactividades económicas¹⁶. Esta actividad es considerada como una de las macro-industrias por su aporte al PIB. En 2020 representó 7,9% del PIB total, ubicándose como la sexta actividad económica más importante del país. Además, el sector es de los más relevantes en la generación de empleo del país debido a la interconexión y encadenamientos que tiene. El año pasado generó cerca de 470 mil plazas de trabajo, que incluye mano de obra poco calificada en su gran mayoría, aportando a la base de la pirámide de estratificación social. Hacia el 2021, el BCE estima que la actividad aún se contraería en 4%, sin embargo, experimentaría una importante recuperación de +2,9% en 2022, impulsado por el sector inmobiliario.

¹⁶ Estudio del sector de la construcción con énfasis en el subsector inmobiliario ecuatoriano al 2020. Keyword Ecuador.

SECTOR MACROECONÓMICO

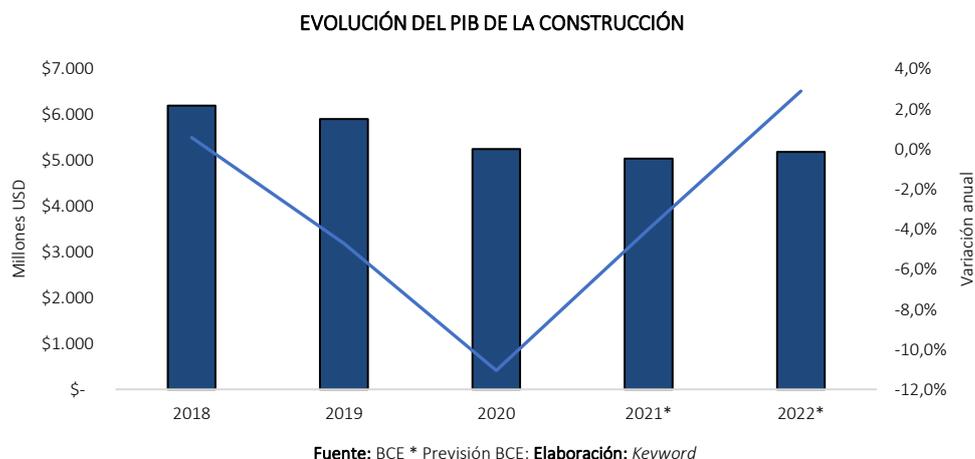
[PIB del sector: La producción del sector de la construcción se ha dinamizado gracias al aumento del crédito.](#)

Previo al año 2015, el sector de la construcción atravesó por una dinámica positiva que estuvo apoyada de un ciclo económico positivo caracterizado por una alta inversión pública que fue fundamental en el desarrollo de la economía. No obstante, a partir de 2017 el gasto de capital del gobierno central ha venido contrayéndose, llegando a reducirse en un 36,2% anual en 2018 y, si se compara de punta a punta entre 2016 y 2020, éste pasó de USD 6.104 millones a USD 2.204 millones, lo que implica una contracción cercana al 64%. Desde el 4to trimestre de 2018 hasta el tercer trimestre de 2021, el sector de la construcción se ha contraído por 12 trimestres consecutivos, situación que se ha visto agravada por la pandemia de la COVID-19.



El PIB de la construcción para 2020 fue de USD 5.250 millones, reportando una contracción del 11,1% respecto de 2019, siendo una de las actividades que más decreció en ese año¹⁷, lo cual se vio reflejado en las operaciones de crédito otorgadas al sector que disminuyeron un 38%. De acuerdo con el BCE, únicamente entre marzo y diciembre de 2020, el PIB del sector de la construcción se contrajo en un 4,6% y durante este mismo periodo de tiempo, fue la tercera actividad en la que más empleos se perdieron, con un total de 63.014 plazas de empleo perdidas, representando aproximadamente el 12% del total de plazas de empleo perdidas en 2020¹⁸.

Al tercer trimestre de 2021, esta actividad decreció un 2,4 % de forma interanual y en 0,1% de manera trimestral¹⁹. Según el BCE, la caída de la inversión²⁰, sumando a la falta de obras públicas, fueron algunos de los elementos que contrajeron la actividad de la construcción, en ese sentido, el ente estadístico estima un desempeño año de -4%, siendo una de las pocas actividades que experimenten una contracción económica. Cabe mencionar que la menor colocación de créditos hipotecarios por parte del BIESS y la banca privada también influyeron en este bajo desempeño.



¹⁷ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1421-la-pandemia-incidio-en-el-crecimiento-2020-la-economia-ecuatoriana-decrecio-7-8>

¹⁸ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/ImpMacCovid_122020.pdf

¹⁹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1462-ecuador-registra-un-crecimiento-interanual-de-5-6-en-el-tercer-trimestre-de-2021#:~:text=El%20PIB%20de%20la%20econom%C3%ADa,precios%20del%20a%C3%B1o%20base%202007.>

²⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

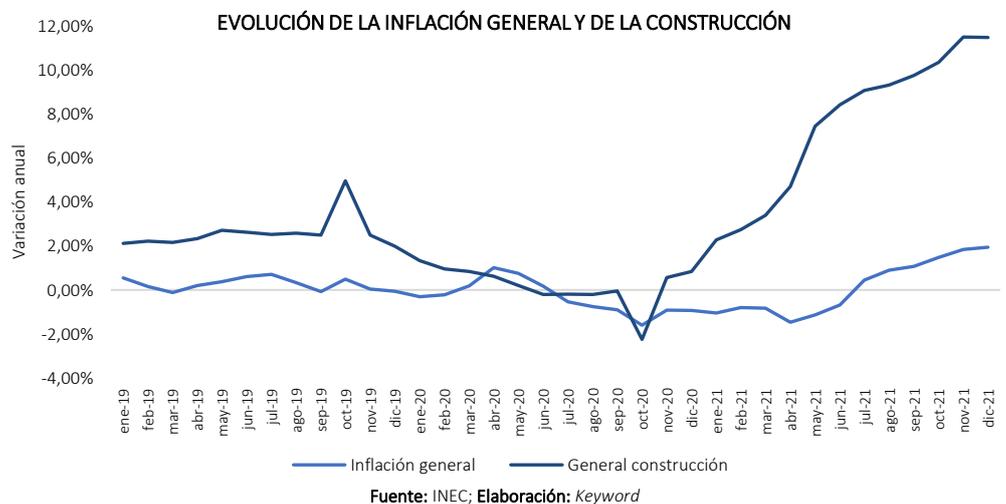
El BCE en la proyección realizada para 2022 prevé que el PIB de la construcción crezca en un +2,9% anual, lo que correspondería a la primera tasa de crecimiento anual positiva desde 2018²¹. Este crecimiento podría estar ligado a una mejora de las expectativas de los empresarios del sector que consideran que el próximo año se retomen obras que están retrasadas por falta de pago, que se generen nuevos proyectos y que los gobiernos municipales reactiven la obra pública²². Adicionalmente, a esto se sumaría la expectativa del gobierno que se ha trazado como objetivo generar USD 30.000 millones en inversiones durante los próximos 4 años²³, de los cuales USD 5.183 millones corresponden a proyectos de infraestructura y USD 185 millones a proyectos inmobiliarios, lo cual podría impulsar al sector de la construcción.

INFLACIÓN DEL SECTOR

En términos generales, entre 2017 y 2020, la variación anual promedio del Índice de Precios de la Construcción (IPCO) fue cercana al 1%, lo cual refleja la baja dinámica del sector de la construcción. Cabe recalcar que el pico reportado en octubre de 2019 corresponde principalmente a la paralización y protestas sociales que se suscitaron en el Ecuador por la liberalización del precio de los combustibles mediante Decreto Ejecutivo 883, ocasionando que la variación de los precios alcance una tasa cercana al 5%.

En 2020, la inflación anual promedio del índice general de la construcción ²⁴ fue de 0,20%, mostrando un comportamiento similar a la inflación general nacional que promedió -0,34%. Sin embargo, a partir de diciembre de 2020 se ha evidenciado una tendencia al alza de los precios del sector, la cual se ha acentuado durante el segundo semestre de 2021, esto debido a que las materias primas se recuperaron con fuerza tras el golpe sufrido por el COVID-19, por lo que incluso se ha llegado a considerar que se podría estar atravesando por un nuevo súper ciclo de materias primas, impulsado por la recuperación de las principales economías del mundo.

Este repunte de precios internacionales ha tenido un impacto sobre los materiales de la construcción, especialmente en productos importados como el acero, el Clinker y otros productos que como materias primas requiere la industria de la construcción nacional para ejecutar los proyectos. En diciembre de 2021, los precios de la construcción incrementaron en un 11,47% anual y el promedio anual fue de +7,6%.



En diciembre de 2021, los materiales y equipos de la construcción que más incrementaron fueron ascensores (+10,44% mensual), calderas (+7% mensual), tubos y accesorios de PVC (+4,29% mensual) y transformadores de distribución (+3,5% mensual).

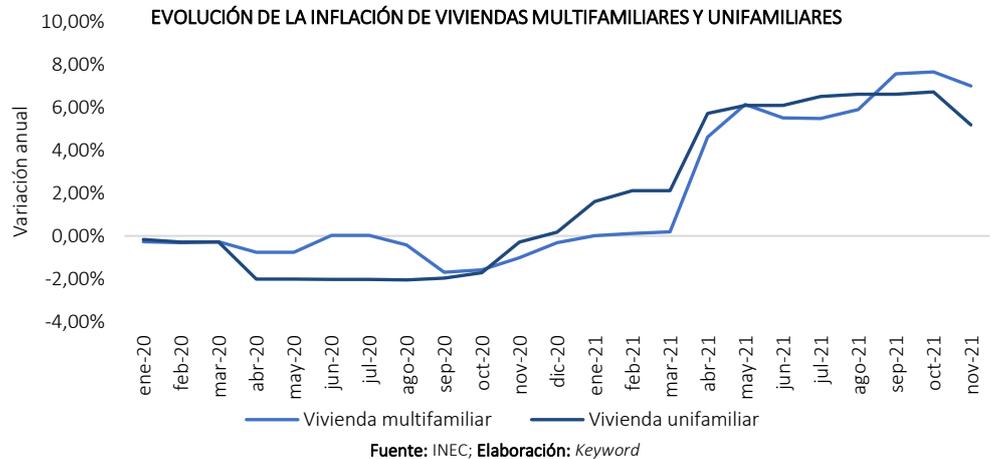
²¹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1458-el-banco-central-actualiza-al-alza-su-prevision-de-crecimiento-para-2021-a-3-55>

²² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/eoe202105.pdf>

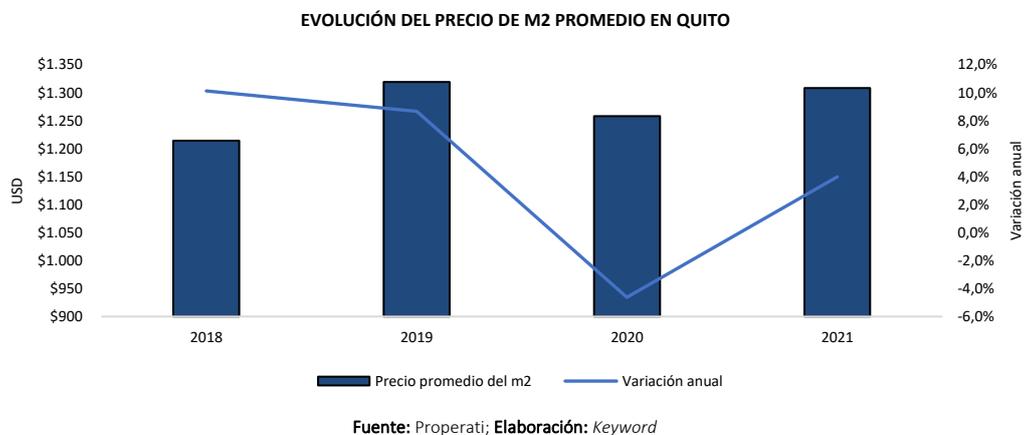
²³ <https://www.produccion.gob.ec/por-primera-vez-en-la-historia-del-ecuador-un-gobierno-promueve-un-foro-internacional-para-la-atraccion-de-inversiones-ecuador-open-for-business-2021/>

²⁴ Es un indicador que mide mensualmente la evolución de los precios, a nivel de productor y/o importador, de los materiales, equipo y maquinaria de la construcción

Por el lado de precios de vivienda, según el INEC en noviembre de 2021 el precio de una vivienda multifamiliar incrementó en un 7% anual, mientras que el precio de viviendas unifamiliar incrementó en un 5,2% anual. Cabe recalcar que este crecimiento obedece a la reactivación económica ya que, en 2020 el precio de venta y arriendo de vivienda disminuyó debido a los estragos de la pandemia y se ajustaron a una nueva realidad caracterizada por altos índices de desempleo y pobreza.



Según datos de la plataforma digital de bienes raíces Properati, en 2020 el precio promedio del m² en venta en la capital del Ecuador fue de USD 1.258, un 4,6% menos respecto del año previo cuando el precio del m² promedió los USD 1.319. En 2021 el precio promedio cerró en USD 1.308 un 4% más en relación a 2020. Esto corrobora la información presentada por el INEC en el que tanto viviendas familiares como multifamiliares registran un incremento en el precio, tendencia que se acentuó desde marzo de 2021 como respuesta a la reactivación económica.



SECTOR MICROECONÓMICO

Empresas del sector: sector de la construcción registra una caída del 10% anual.

Con base al Directorio de Empresas y Establecimientos publicado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), al 2020 se registraron un total de 26.755 empresas dedicadas a la construcción, las cuales se ubican principalmente en la provincia de Pichincha (26,7%), seguida por Guayas (24,8%) y Manabí (7,7%).

EMPRESAS DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN	NÚMERO DE EMPRESAS 2019	NÚMERO DE EMPRESAS 2020	TASA DE VARIACIÓN ANUAL
Microempresa	25.186	23.239	-7,73%
Pequeña	3.829	2.935	-23,35%
Mediana	672	477	-29,02%
Grande	144	104	-27,78%
Total	29.831	26.755	-10%

Fuente: INEC; Elaboración: Keyword

Como consecuencia de la pandemia, un total de 3.076 empresas cesaron sus actividades en 2020 y, a diferencia de otros sectores en los que las microempresas fueron las principales afectadas, en este caso el impacto fue en todos los tamaños de empresa del sector, siendo las empresas medianas las que más se redujeron (-29%).

Por otro lado, en el sector inmobiliario se registraron un total de 20.879 empresas, de las cuales, un 38% se ubican en Pichincha, seguida por Guayas (26%), Azuay (7%) y Manabí (4,6%). En este caso, las empresas se redujeron en un 1% respecto de 2019. Si bien se redujeron las empresas pequeñas, medianas y grandes, esto fue amortiguado por un incremento del 1,13% de microempresas que representan el 92% del total de empresas del sector inmobiliario.

EMPRESAS DEL SECTOR INMOBILIARIO	NÚMERO DE EMPRESAS 2019	NÚMERO DE EMPRESAS 2020	TASA DE VARIACIÓN ANUAL
Microempresa	19.049	19.264	1,13%
Pequeña	1.722	1.397	-18,87%
Mediana	222	186	-16,22%
Grande	41	32	-21,95%
Total	21.034	20.879	-1%

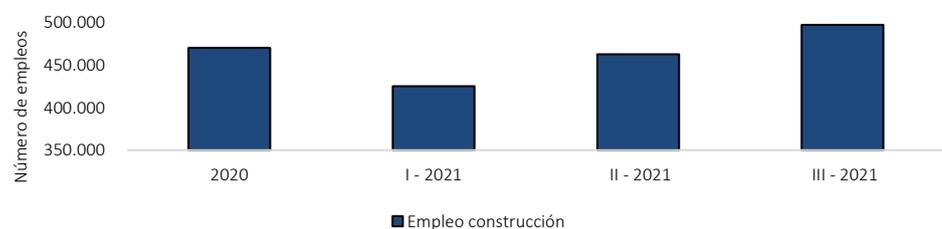
Fuente: INEC; Elaboración: Keyword

[Empleo del sector: La generación de empleo muestra señales de recuperación aún modestas en la construcción.](#)

El sector de la construcción es una industria relevante en la economía ecuatoriana debido a su alto encadenamiento con otras industrias. Durante el año anterior, la construcción aportó con cerca de 470 mil plazas de empleo de forma directa, siendo uno de los sectores que más empleos generó en el país.

En los últimos trimestres del 2021, el empleo del sector ha venido repuntando considerablemente. Lo anterior se debe a una reactivación de las actividades que ha permitido que al tercer trimestre del presente año las plazas de empleo generadas oscilen los 500 mil empleos, el nivel más alto desde diciembre de 2018.

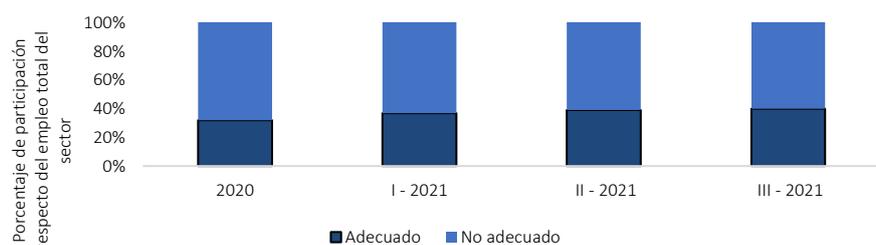
EVOLUCIÓN DEL EMPLEO DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN



Fuente: INEC; Elaboración: Keyword

Finalmente, es preciso recalcar que el crecimiento del empleo del sector ha estado acompañado por una mejora de la calidad del mismo. Mientras que en 2020 un 32% de los empleados de la construcción tenían un empleo adecuado, este indicador ascendió al 40% en el tercer trimestre de 2021, relacionado al aumento en la demanda de vivienda que la pandemia ocasionó, incentivado por el desarrollo de proyectos VIP y VIS, que en la actualidad representan cerca del 50% del portafolio de proyectos en Ecuador (más de 690 proyectos a nivel nacional, Constructores Positivos, 2021).

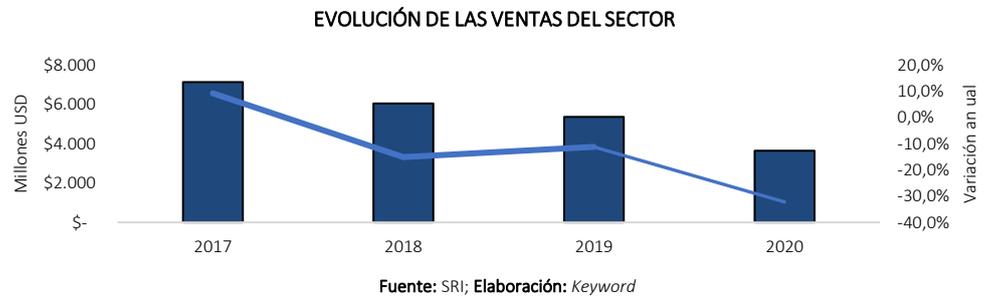
EMPLEO ADECUADO Y NO ADECUADO DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN



Fuente: INEC; Elaboración: Keyword

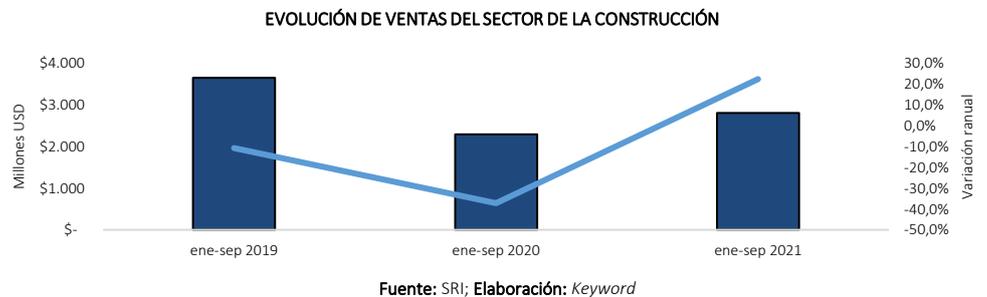
Ventas del sector: Existe una recuperación en las ventas, pero estas aún no alcanzan niveles prepandemia.

En 2017 las ventas del sector superaron los USD 7.000 millones, lo que representó el 4% del total de ventas a nivel nacional. Sin embargo, producto de la recesión económica de 2016 y la desaceleración económica de los años subsiguientes, las ventas han venido disminuyendo sostenidamente, contrayéndose un 15,2% y 11,2% en 2018 y 2019, respectivamente.



Las ventas del sector de la construcción fueron USD 3.656 millones durante el 2020, equivalente a una contracción del 32,5% anual, constituyendo la tercera caída consecutiva en su desempeño a nivel de ventas desde 2018. Este comportamiento fue más pronunciado al compararlas con las ventas totales de la economía ecuatoriana que se contrajeron un 16% entre 2019 y 2020. Analizando de punta a punta, es decir entre 2017 y 2020, las ventas del sector se redujeron a la mitad y su participación respecto del total de ventas pasó de representar el 4% en 2017 al 2,3% en 2020.

Entre enero y noviembre de 2021, las ventas alcanzaron los USD 3.568 millones, un 22,4% más respecto del mismo periodo de 2020. Sin embargo, las ventas -a diferencia de otras actividades como el comercio o la manufacturero- todavía mantiene niveles inferiores al 2019. Entre enero y noviembre de 2019, las ventas de la construcción totalizaron USD 4.501 millones, siendo éstas 1,3 veces superiores. Cabe mencionar que la actividad de la construcción ya venía desacelerándose por el menor dinamismo económico del mercado en general.

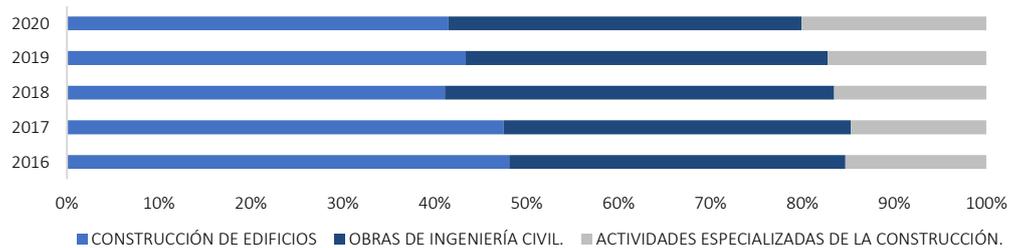


Hasta noviembre de 2021, las ventas de la actividad de construcción de edificios son las que más han crecido, expandiéndose un 24,3% anual, seguido por obra civil con un crecimiento del 22,8% anual. Cabe recalcar por la pandemia varios proyectos quedaron parados, y han sido retomados en 2021, a lo que se suma, que la construcción tiene un efecto desde su desarrollo luego de al menos 2 años en el nivel de la producción nacional²⁵.

Al analizar las ventas del sector de forma desagregada, se puede evidenciar que la participación de la construcción de edificios ha ido disminuyendo, a diferencia de las actividades especializadas de la construcción, dentro de la cual están refacciones y remodelaciones, han ido ganando participación y, de hecho, dentro del sector de la construcción, fue la actividad que mostró mayor resiliencia durante la pandemia. Respecto de la actividad de obras de ingeniería civil, su participación en relación al total de ventas del sector de la construcción se ha mantenido constante.

²⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/eoe202110.pdf>

COMPOSICIÓN DE LAS VENTAS DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN POR SUBACTIVIDAD

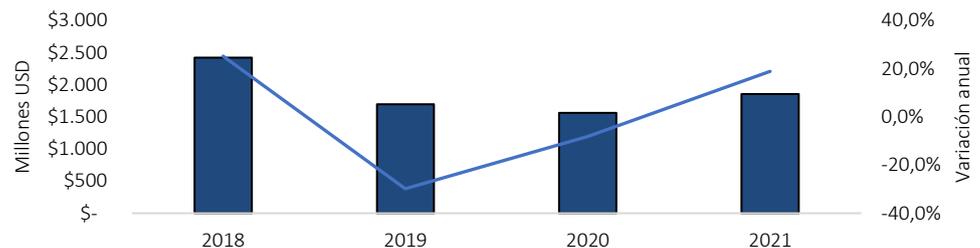


Fuente: SRI; Elaboración: Keyword

Volumen de crédito: crecimiento considerable respecto de años anteriores.

Uno de los factores elementales en el desarrollo del sector de la construcción y de las actividades inmobiliarias es el crédito que se deriva de las instituciones financieras privadas y públicas (incluido el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social -BIESS). Como consecuencia de la contracción que el sector viene atravesando desde 2018, el crédito ha sido un reflejo de este bajo dinamismo. En 2019 el volumen de crédito otorgado para el sector de la construcción se contrajo en cerca de un 30% anual, mientras que el número de operaciones se redujo en un 9%. El año siguiente la tendencia se mantuvo, en este caso con una contracción del volumen del 8% y del número de operaciones en un 24%. lo cual es explicable a raíz de las restricciones de movilidad a causa de la pandemia.

VOLUMEN DE CRÉDITO DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN



Fuente: Superintendencia de Bancos; Elaboración: Keyword

En 2021, el volumen de crédito del sector totalizó USD 1.854 millones, evidenciando un incremento de +26% respecto de 2020 y de +9% frente a 2019. Este resultado es congruente con el incremento de contratos de compraventa de casas. La Asociación de Promotores Inmobiliarios del Ecuador (APIVE) proyectó que hacia 2021, existió una recuperación del 18% -respecto a 2020- en número de contratos firmados para la compra de una casa propia²⁶.

Por último, en 2021 el BIESS reportó USD 596,7 millones en 10.077 operaciones de préstamos hipotecarios, sobrepasando la meta de colocación préstamos hipotecarios para 2021. La institución prevé que en 2022 la colocación de préstamos hipotecarios incremente en un 26% sobrepasando los USD 752 millones²⁷.

COMPETITIVIDAD Y FACTORES EXÓGENOS

Para el sector de la construcción de edificios y obra civil, existen diversas barreras de acceso que restringen la entrada de nuevos competidores en el sector. La principal barrera de entrada constituye la inversión inicial que es elevada, a lo que se suma la dificultad para conseguir financiamiento. A lo anterior se suma la necesidad de contar con elementos como: músculo financiero, experiencia previa, relacionamiento, acceso a canales de comercialización, manejo político y acceso a líneas de crédito, entre otros.

²⁶ <https://apive.org/download/comunicado-2021-cerro-con-importante-recuperacion-en-acceso-a-vivienda-2022-consolidaria-recuperacion-y-gobierno-interviene-confrontando-la-inflacion/>
²⁷ <https://www.biess.fin.ec/sala-de-prensa/noticias/noticia/archive/noticias/2022/01/11/-en-el-2022-la-meta-anual-de-colocacion-credicia-del-biess-se-incrementa-mas-del-30-->

Otra de las barreras de entrada importante es la alta carga normativa a la que se enfrenta el sector, desde el uso del suelo, edificación, carga de planos, hasta la aprobación de planos. A lo anterior se suma el hecho de que los requerimientos y tramitología difiere de acuerdo a cada ciudad, lo cual genera un desincentivo, tanta para la oferta como para la demanda.

Dentro de las amenazas y riesgos a las que se enfrenta el sector en un contexto de pandemia que ha profundizado la desigualdad, pobreza y desempleo, un factor latente es el incremento de la construcción informal a lo que se suma que la clase media y baja tiene un acceso limitado al crédito formal.

En cuanto a las oportunidades que se presentan para el sector está el compromiso del nuevo Gobierno de simplificar la carga normativa respecto de la aprobación de proyectos inmobiliarios. De hecho, al mes de su posesión, el Ministerio de Vivienda firmó algunos acuerdos ministeriales para simplificar trámites en el proceso de calificación de vivienda ²⁸. En esta misma línea, el ministro de Vivienda ha mencionado en varias ocasiones que se busca la digitalización de los procesos contractuales y trámites, para disminuir y optimizar el tiempo de los trámites.

Adicionalmente, se debe considerar que el ministro de Vivienda señaló que se movilizarían USD 3.400 millones para la construcción de 200.000 viviendas para las zonas rurales durante los próximos años. Además, se está trabajando en la liberación de proyectos represados, así como en la evaluación de proyectos que fueron devueltos a promotores para regularizarlos en un corto plazo, con lo que se aspira movilizar aproximadamente USD 1.000 millones de inversión.

Perspectivas y conclusiones

A pesar de la contracción que el sector de la construcción ha presentado en los últimos 4 años, su participación en la economía lo mantienen como uno de los sectores más relevantes del país, sobre todo por los encadenamientos que genera que le han permitido crear cerca de 500 mil plazas de trabajo directo. Hasta octubre de 2021 el sector evidencia una cierta recuperación en las ventas, aunque estas no todavía no son suficientes para alcanzar los niveles registrados previos a la pandemia. Hasta septiembre de 2021 el sector evidencia una ligera recuperación de las ventas, sobre todo en la construcción de edificios con un crecimiento del 24,3% anual y de obra civil (+22,5% anual). El volumen de crédito acumulado entre enero y septiembre de 2021 es un 30% mayor respecto del mismo periodo del año anterior. Además, hasta el 15 de noviembre de 2021, el BIESS sobrepasó la meta de colocación préstamos hipotecarios para 2021. Esta mejor dinámica del sector se trasladó al empleo que muestra un comportamiento positivo durante los últimos trimestres.

No obstante, algo a recalcar es que existe una preocupación de los actores del sector de la construcción por el aumento en el precio de las materias primas que implicaría aumento en el costo de la vivienda e inmobiliario, así como la falta existencia de nuevas obras. Sin embargo, las expectativas hacia futuro han mejorado con la llegada del nuevo gobierno ya que se espera que la obra pública se reactive y, además, con el anuncio del portafolio de inversiones por USD 5.183 millones para proyectos de infraestructura y USD 185 millones a proyectos inmobiliarios que se proyecta se cumplan durante los próximos 4 años, se esperaría que el sector recupere dinamismo. Consecuentemente, el BCE prevé que en 2022 el PIB de la construcción crezca en un 2,9%, lo que correspondería a la primera tasa de crecimiento anual positiva desde 2018.

Tasas de interés

SEGMENTACIÓN	TASA ACTIVA MÁXIMA (%)	TASA ACTIVA EFECTIVA REFERENCIAL (%)	MONTO DE OPERACIONES (MILLONES USD)
Vivienda	4,99	4,7	18,
Inmobiliario	11,33	10,17	79,2
Corporativo	9,33	9,04	102,9
Empresarial	10,21	8,96	27,4
PYMES	11,83	11,37	8,9

Fuente: Banco Central del Ecuador

²⁸ <https://www.habitatyvivienda.gob.ec/miduvi-firma-acuerdos-ministeriales-para-simplificar-tramites/>

Las operaciones activas realizadas en el mes de diciembre de 2019 a largo plazo, en las que influye la figura de crédito hipotecario son analizadas a continuación:²⁹

Productivo Corporativo

Del total del monto de las operaciones activas otorgado en el segmento Productivo Corporativo, el 58% fue pactado con plazo de 4 a 6 años y el 22% con un plazo de 1.5 a 2 años y se destinó mayoritariamente para la compra de activos fijos tangibles: terrenos, edificios y construcción de infraestructura para fines productivos y comerciales con un monto de USD 20,7 millones.

Productivo Empresarial

Del total del monto de operaciones activas otorgado en el segmento Productivo Empresarial, el 46% fue pactado con plazo de 4 a 6 años y el 36% con un plazo de 2 a 4 años, este tipo de operaciones se destinó mayoritariamente a activos fijos tangibles: terrenos, edificios y construcción de infraestructura para fines productivos y comerciales con un monto de USD 17,0 millones.

PYMES

Del total del monto de operaciones activas otorgado en el segmento Productivo PYMES, el 28% fue pactado con plazo de 2 a 4 meses y el 27% con un plazo de 4 a 6 años, este tipo de operaciones se destinó mayoritariamente a activos fijos tangibles: terrenos, edificios y construcción de infraestructura para fines productivos y comerciales con un monto de USD 12,0 millones.

Vivienda de interés público

Del total del monto de operaciones activas, el 100% fue pactado a un plazo mayor a 12,8 años. Por su parte el valor comercial de la vivienda se encuentra en promedio en USD 60.299 mientras que el metro cuadrado se ubicó en USD 609,40 en promedio.

Inmobiliario

Del total del monto de operaciones activas, el 66% fue pactado a un plazo mayor a 12,8 años y el 16% a un plazo de 10 a 12,8 años. El principal destino del crédito fue para compra de vivienda nueva con un monto de USD 261 millones, mientras que USD 219 millones se destinaron a la compra vivienda usada.

El valor comercial de la vivienda en el segmento inmobiliario se encuentra en promedio en USD 133.100, mientras que el metro cuadrado se ubica en USD 1.694 en promedio.

Con lo antes expuesto, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que el sector al que pertenece el Originador presenta una posición estable con oferta y demanda de sus productos con una tendencia creciente, una estructura conformada por empresas robustas y cuyo comportamiento se vio medianamente afectado por cambios en el entorno económico ni en los mercados relevantes.

PERFIL ORIGINADOR- ADMINISTRADORA

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 encuentra. 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.³⁰

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

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/BoletinTasasInteres/ect201912.pdf>

³⁰ Mutualista Pichincha Memoria de Sostenibilidad 2018

Visión: Ofrecer vivienda y calidad de vida alcanzables para todos.

Cobertura

- 13 ciudades.
- 25 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).

CUENTA	2019	2020	DIC 2021
Activos	765.965.493	810.360.777	865.765.875
Pasivos	708.118.128	752.240.318	807.587.037
Patrimonio	57.846.365	58.120.459	58.178.844
Ingresos	83.785.967	82.788.468	93.274.620
Egresos	81.373.801	82.284.252	91.351.438
Utilidad Neta	2.412.166	504.216	1.923.182

Fuente: Mutualista Pichincha

ÍNDICES	2019	2020	DIC 2021
Cobertura Patrimonial de Activos	61,56%	64,23%	62,57%
Morosidad Bruta Total	3,49%	2,36%	4,56%
Morosidad Cartera Comercial	2,26%	0,86%	0%
Morosidad Cartera Consumo	8,13%	6,94%	0%
Morosidad Cartera Inmobiliaria	3,24%	1,72%	2,37%
Morosidad Cartera Microempresa	0,89%	0,37%	1,75%
Gastos de Personal/Activo total Promedio	1,72%	1,49%	1,33%
Gastos Operativos/Activo Total Promedio	4,70%	4,18%	3,97%
ROE	4,35%	0,88%	3,42%
ROA	0,31%	0,06%	0,22%

Fuente: Mutualista Pichincha

Con todo lo expuesto anteriormente, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han afirmado en el tiempo.

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.

El Directorio de la compañía se encuentra en funciones desde el 29 de mayo del 2013, y está conformado en un 90% por personas del género masculino y un 10% por personas de género femenino según el siguiente detalle:

VOCAL	NOMBRE
Principal	Marcelo López Arjona
Principal	Roberto Gabela Arias
Principal	Cristina Arteaga Varea
Principal	Mónica Moreira Ortega
Principal	Fernando Armendáriz Saona
Suplente	Geovanni Roldán Crespo
Suplente	Marcelo Holguín Alborno
Suplente	Pablo Peña Romero
Secretaria	Rosa Zambrano Cobo
Suplente	Oswaldo de la Torre Neira

Fuente: Mutualista Pichincha

Cada miembro del Directorio pertenece a cada uno de los siguientes comités:

- Comité de Auditoría
- Comité de Cumplimiento

- Comité de Administración Integral de Riesgos
- Comité de Ética
- Comité de Retribuciones

NEGOCIO

Según el Código Orgánico Monetario y Financiero, las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda formarán parte del sector financiero, popular y solidario, controladas por la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria. Se regirán por las disposiciones del Código, las aplicables para las cooperativas de ahorro y crédito en la Ley Orgánica de la Economía Popular y Solidaria, las regulaciones que expida la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera y en sus estatutos. En virtud de dar cumplimiento a la Vigésima Novena Transitoria del Código anteriormente citado, mediante la Junta General Extraordinaria de Representantes de Socios del 25 de noviembre de 2014, Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha resolvió su permanencia en el Sector Financiero Popular y Solidario.

Mutualista Pichincha cuenta con dos líneas de negocio:

- Inmobiliario
- Financiero

Estrategia:

El Plan Estratégico 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.

Con lo antes expuesto, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que el Originador mantiene una adecuada posición en sus líneas de negocio y una sólida estrategia para el desarrollo de sus funciones que le permiten mantenerse como referente en el sector donde desarrolla sus actividades.

PRESENCIA BURSÁTIL

La Mutualista Pichincha S.A., ha titularizado su cartera hipotecaria, en 13 ocasiones por medio de Fideicomisos Mercantiles. Títulos que han tenido una aceptación favorable en el Mercado de Valores, de acuerdo con el siguiente detalle:

PRESENCIA BURSÁTIL	MONTO AUTORIZADO (USD)	CLASES	APROBACIÓN SCVS
FIMUPI 3 (Liquidado)	35.000.000	A1 A2 A3	06-G-IMV-6959 del 28 de septiembre de 2006
FIMUPI 4 (Liquidado)	64.510.618	A1 A2 A3 A4 A5	Q.IMV.07.4356 del 30 de octubre de 2007
FIMUPI 5	64.988.136	A1 A2 A3 A4 A5	Q.IMV.08.4389 del 21 de octubre 2008
FIMUPI 6	40.000.000	A1 A2 A3 A4 A5	Q.IMV.09.2303 del 5 de junio de 2009
FIMUPI 7	31.068.023	A1 A2 A3 A4 A5	Q.IMV.2010.5483 del 13 de diciembre de 2010
FIMUPI 8	30.000.000 ALPHA	A1 A2 A3 A4 A5	Q.IMV.2012.1403 del 15 de marzo de 2012

PRESENCIA BURSÁTIL	MONTO AUTORIZADO (USD)	CLASES					APROBACIÓN SCVS	
FIMUPI 9	35.000.000	ALPHA	A1	A2	A3	A4	A5	Q.IMV.2012.6526 del 14 de diciembre de 2012
FIMUPI 10	50.000.000	ALPHA	A1	A2	A3	A4	A5	SCV.IRQ.DRMV.2014.2365 del 12 de diciembre de 2014
VIP-MUPI 1	15.000.000	A1	A2-P	A2-E				SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018-00007191
VIP-MUPI 2	14.998.000	A1	A2-P	A2-E				SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2019-00004290
VIP-MUPI 3	29.525.000							SCVS-IRQ-DRMV-2020-00006587

Fuente: SCVS

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido Mutualista Pichincha, en circulación en el Mercado de Valores.

LIQUIDEZ DE INSTRUMENTOS	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO (USD)
FIMUPI 3	1	13	33.611.537
FIMUPI 4	1	19	64.505.051
FIMUPI 5	1	19	64.998.136
FIMUPI 6	1	18	40.000.000
FIMUPI 7	1	17	30.998.000
FIMUPI 8	1	17	30.000.000
FIMUPI 9	1	17	35.000.000
FIMUPI 10	1	6	50.000.000
VIP-MUPI 1	1	3	15.000.000
VIP-MUPI 2	1	3	14.998.000
VIP-MUPI 3	1	3	29.445.000

Fuente: SCVS

En función de lo antes mencionado, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil.

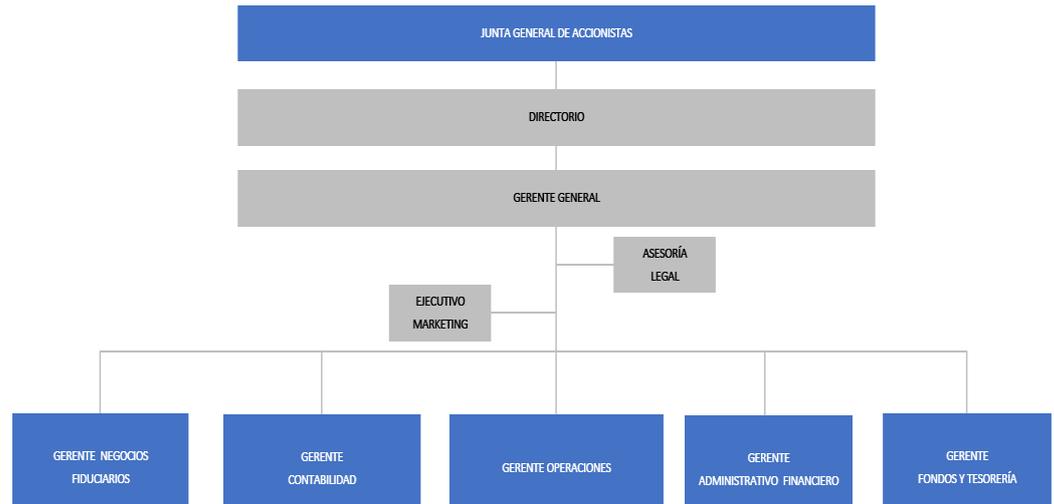
ADMINISTRADORA DE FONDOS

Para el presente proceso ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos es la compañía encargada de la administración del Fideicomiso Mutualista Pichincha 5 FIMUPI 5.

ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos se constituyó mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994 ante la Notaria 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.

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 Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCQ.IMV.02.006.3774 de agosto 18 de 2002.

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 Notaria Tercera del cantón Quito e inscrita en el Registro Mercantil el 15 de agosto de 2013.



Fuente: 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 44 personas distribuidas de la siguiente manera:

- 11 ejecutivos fiduciarios.
- 2 ejecutivos atención al cliente y 2 asistente fiduciario.
- 29 ejecutivos administrativos, operaciones y sistemas.

ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos 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 administradora de fondos tiene un capital autorizado de USD 1.000.000 y un capital suscrito y pagado de USD 1.000.000,00. Los accionistas son:

ANEFI S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Samaniago Ponce José Eduardo	Ecuatoriana	239.830	23,98%
Pachano Bertero Abelardo Antonio	Ecuatoriana	216.000	21,60%
Pachano Estupiñán Luis Abelardo	Ecuatoriana	162.000	16,20%
Morillo Paimann José Joaquín	Ecuatoriana	143.465	14,35%
Velasco Pimentel Francisco Xavier	Ecuatoriana	50.830	5,08%
Attia Matos Jack David	Ecuatoriana	50.000	5,00%
Solano de la Sala Torres Carlos Augusto	Ecuatoriana	48.439	4,84%
Bachmann Aiko Jennifer	Ecuatoriana	34.070	3,41%
Fernández de Córdova Morales Esteban David	Ecuatoriana	33.901	3,39%
Maldonado Samaniago Patricio Eduardo	Ecuatoriana	21.465	2,15%
Total		1.000.000	100,00%

Fuente: SCVS

INSTRUMENTO

La escritura pública del contrato de constitución de Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 5 fue celebrado el 25 de abril del 2008, y ha sido reformada tres veces. La primera reforma se realizó en septiembre del 2008 a la cláusula Vigésimo Quinta: Del Comité de Vigilancia, la segunda reforma fue efectuada en marzo del 2010 a la cláusula Vigésimo Tercera: Del Comité de Inversionistas y la tercera reforma fue en agosto 2015 donde se realizó una sustitución Fiduciaria. El fideicomiso mercantil ha cancelado el capital e interés de las clases A1, A2, A3 y A4, manteniendo pendiente el saldo de capital de la clase A5, el cual es solo de US\$ 1.000 dólares.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. verificó que el instrumento presentó aceptabilidad evidenciado en los tiempos de colocación antes mencionados.

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LA ESTRUCTURA

Originador	Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha – Mutualista Pichincha					
Agente de Manejo	Anefi S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles					
Agente de Pago	Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.					
Custodio	Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.					
Administrador de Cartera Hipotecaria	Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha – Mutualista Pichincha					
Forma de Presentación	El Fideicomiso de Titularización emitirá valores de contenidos crediticio, denominados de manera general "Títulos Valores".					
Monto de Emisión	Hasta por USD 64.998.136,04					
Monto Colocado	USD 64.998.136,04					
Valor del Activo	USD 64.998.136,04					
Garantías del Activo	(1) Hipotecas que cubren por lo menos en el porcentaje definido del valor de los créditos hipotecarios, (2) pólizas de seguro contras los riesgos de incendio y líneas aliadas, que amparan los bienes hipotecados, en los casos que aplique, (3) pólizas de vida con desgravamen que amparan a los deudores hasta por el saldo adeudado. (4) Los demás activos que integran el Fideicomiso de Titularización.					
Tasa Promedio Ponderada (TPP)	Las tasas que pagan cada una de las clases son definidas en función de la Tasa Promedio Ponderada. Si la TPP es menor o igual a 12% pero mayor o igual a 8%, se pagará la TPP menos el margen establecido en la tabla inferior. Por otro lado, se pagará una proporción de la TPP en dos escenarios: en caso de que la TPP sea menor a 8%, y en caso de que la TPP sea mayor a 12%.					
CLASES	SERIE	# TITULOS	VALOR NOMINAL (USD)	MONTO (USD)	PLAZO LEGAL MESES	RENDIMIENTO TPP<8,00%
Clase A1	Serie 1	60	10.000	600.000	61	TPP - 5.45 p.p.
	Serie 2	66	50.000	3.300.000		
	Serie 3	104	100.000	10.400.000		
	Serie 4	107	200.000	21.400.000		
	Serie 5	1	48.975	48.975		
Clase A2	Serie 1	20	10.000	200.000	97	TPP - 5.00 p.p.
	Serie 2	40	50.000	2.000.000		
	Serie 3	50	100.000	5.000.000		
	Serie 4	45	200.000	9.000.000		
	Serie 5	1	49.534	49.534		
Clase A3	Serie 1	4	50.000	200.000	114	TPP - 3.75 p.p.
	Serie 2	22	100.000	2.200.000		
	Serie 3	20	200.000	4.000.000		
	Serie 4	1	99.814	99.814		
Clase A4	Serie 1	4	50.000	200.000	178	TPP - 2.65 p.p.
	Serie 2	22	100.000	2.200.000		
	Serie 3	20	200.000	4.000.000		
	Serie 4	1	99.813	99.813		
Clase A5	Serie 1	1	1	1	179	Los tenedores de la clase A5 recibirán el que resulte de los excedentes del Fideicomiso.
Patrimonio de Propósito Exclusivo	La finalidad del fideicomiso mercantil es desarrollar un proceso de titularización de cartera de vivienda con garantía hipotecaria, acorde a lo dispuesto en el libro II del Código Monetario y Financiero, Ley de Mercado de Valores.					
Etapas	Período de Reposición: 0 meses. Período de Amortización: hasta 180 meses.					
Mecanismo de Garantía	El mecanismo de garantía establecido es la subordinación de clases. La 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.					

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LA ESTRUCTURA

Objetivo	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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	oct-08
Fecha de Vencimiento	oct-22

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

PATRIMONIO AUTÓNOMO

El Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 5, FIMUPI 5, se constituyó mediante Escritura Pública de fecha 25 de abril de 2008, ante la Abogada Wendy María Vera Ríos, Suplente del Doctor Piero Gastón Aycart Vincenzini, Notario Titular Trigésimo del Cantón Guayaquil. Éste se constituyó con el aporte inicial de US\$ 1.00; además lo conforman los recursos que se integren, a cualquier título, en el futuro al Patrimonio de Propósito Exclusivo; los Créditos hipotecarios adquiridos por el Originador y que han sido registrados con el nombre de FIMUPI 5; todos los recursos generados por la recaudación de los créditos hipotecarios que comprenden, pero sin limitarse a capital, intereses excluyendo honorarios de cobranza, administración y seguros; los recursos recaudados por la emisión de los valores a cargo del FIMUPI 5; los bienes en que el Fideicomiso invierta y los bienes que el Agente de Manejo, a nombre del Fideicomiso, adquiera con cualesquiera de los activos del Fideicomiso o que llegasen a pertenecer al Fideicomiso y; todos los bienes, ganancias de capital, intereses, créditos, beneficios, derechos y acciones que se deriven de los demás activos del FIMUPI 5.

Dicha escritura fue sujeta a una Modificatoria de Contrato de Constitución, la misma que fue suscrita ante Notario Trigésimo del Cantón Guayaquil, Doctor Piero Aycart Vincenzini, con fecha 15 de septiembre de 2008, con el objeto de incluir una reforma a la cláusula vigesimoquinta del Contrato de Constitución Original.

Para realizar la transferencia de los activos al Fideicomiso, se celebró en forma legal un Contrato de Compraventa de Créditos con Garantía Hipotecaria con fecha 01 de octubre de 2008, mediante el cual se acuerdan los términos y condiciones bajo los cuales Mutualista Pichincha vendió y el Fideicomiso FIMUPI 5 adquirió la Cartera de créditos con Garantía Hipotecaria.

El 22 de octubre de 2008 la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó el proceso de titularización por un monto de hasta USD 64.998.136,04.

Así también, la escritura fue sujeta a una nueva Modificatoria de Contrato de Constitución, la misma que fue suscrita ante Notario Tercero del Cantón Quito, Doctor Roberto Salgado, con fecha 03 de marzo de 2010, con el objeto de permitir a la Asamblea de Inversionistas no reunirse para la rendición de cuentas, sino que el Agente de Manejo enviará el informe hasta el 31 de marzo de cada año, esta reforma fue aprobada por la Asamblea con fecha 04 de febrero de 2010.

Los valores emitidos han sido divididos en cinco Clases: A1, A2, A3, A4, A5, el rendimiento de la quinta Clase resultará de los activos remanentes del Fideicomiso luego del pago de las Clases A1, A2, A3, A4, así como todos los gastos correspondientes al proceso. La Clase A1 representa el 55.00% del total de la emisión, la Clase A2 representa el 25.00% de la emisión, mientras que las Clases A3 y A4 significaron el 10.00% cada una.

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 diciembre 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, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. 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.

PÉRFIL ESTRUCTURA
Estructura

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

- Etapla de acumulación, 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.
- Etapla de repago o amortización, durante la cual, los saldos de los títulos emitidos se amortizan conforme se cancelan los créditos hipotecarios que respaldan la titularización.

Al 31 de diciembre de 2021, el flujo de pagos del Fideicomiso se mantuvo según los datos de la siguiente tabla:

PERIODO	CLASE A1 (USD)		CLASE A2 (USD)		CLASE A3 (USD)		CLASE A4 (USD)		CLASE A5 (USD)	
	CAPITAL	INTERES	CAPITAL	INTERES	CAPITAL	INTERES	CAPITAL	INTERES	CAPITAL	INTERES
2008	1.361.182	333.742		165.377		79.917				92.032
2009	9.933.206	1.495.871		940.180		457.314				528.814
2010	9.638.413	1.061.025		939.233		456.935				528.435
2011	10.352.723	492.449		939.233		456.935				528.435
2012	4.463.450	72.466	4.163.712	891.417		456.935				528.435
2013			7.682.327	481.584		456.935				528.435
2014			4.403.495	98.208	1.569.027	445.082				528.435
2015					4.316.409	201.143				572.471
2016					614.377	5.169	3.253.352	423.710		
2017							3.246.461	120.748		
2018										403.014
2019										2.623.865
2020										2.053.464
2021										1.497.815
2021										1.453.389
TOTAL	35.748.975	3.455.552	16.249.534	4.455.231	6.499.814	3.016.362	6.499.813	4.379.949	-	8.031.548

Fuente: ANEFI S.A.

Las cuotas correspondientes a la Clase A5 continúan vigentes, siendo el pago de capital correspondiente a la Clase A5 por USD 1,00. En la siguiente tabla se describe el estado de la cartera al 31 de diciembre de 2021:

DESCRIPCIÓN DE LA CARTERA	DICIEMBRE 2021
Tipo	Cartera hipotecaria de vivienda
Número de créditos	234 créditos
Saldo de capital promedio	USD 34.893,28
Tasa promedio ponderada	10,78%
Tasa promedio efectiva	11,33%
Relación Deuda - Avalúo:	58,40%
Relación Cuota - Ingreso:	16,76%
Plazo mínimo	28 meses
Plazo máximo	240 meses
Plazo transcurrido promedio	150 meses
Plazo remanente promedio	22 meses
Cobertura de seguros	Inmueble: 100% del avalúo comercial Desgravamen: 100% del saldo del crédito

Fuente: ANEFI S.A.

Ampliando lo descrito en la tabla anterior, se detalla que el saldo de capital por pagar a los inversionistas es de USD 1 correspondiente a la Clase A5, que se mantiene vigente a diciembre de 2021. Al 31 de diciembre de 2021 se mantiene un total pagado a los inversionistas por USD 64.998.136.

PAGOS INVERSIONISTAS	MONTO (USD)	CAPITAL PAGADO (USD)	INTERESES PAGADOS (USD)	TOTAL PAGADO (USD)	SALDO POR PAGAR (USD)
A1	35.748.974	35.748.974	3.455.552	35.748.974	-
A2	16.249.534	16.249.534	4.455.231	16.249.534	-
A3	6.499.814	6.499.814	3.016.362	6.499.814	-
A4	6.499.813	6.499.813	4.379.949	6.499.813	-
A5	1.0	-	8.031.548	-	1
Total	64.998.136	64.998.135	23.338.642	64.998.135	1

Fuente: ANEFI S.A.

Del estudio realizado se desprende que el Fideicomiso ha recaudado de capital por USD 60.853.723., provenientes de los abonos y cancelación de cuotas en un 53,96% y por pre-cancelaciones en un 31,36%, el

restante 14,68% es producto de abonos extraordinarios, ventas, suma de abonos de capital y suma/ventas de bienes. Además de los intereses correspondientes a cada una de las cuotas cobradas.

AÑO	ABONOS EXTRAORDINARIOS	PRECANCELACIONES CLIENTE	AMORTIZACIÓN (ABONOS Y CANCELACIÓN DE CUOTAS)	SUMA ABONOS CAPITAL	SUMA VENTAS/BIENES	TOTAL RECUPERACIÓN CAPITAL
2008	632.042	626.242	988.977			2.247.261
2009	1.601.517	2.287.837	3.966.329			7.855.682
2010	1.423.885	2.206.462	3.940.192		1.241.807	8.812.346
2011	790.801	2.635.476	3.709.192		515.074	7.650.544
2012	933.914	2.988.365	3.428.104			7.350.383
2013	549.822	2.702.573	3.072.096		79.857	6.404.348
2014	324.795	1.783.320	2.771.644		89.955	4.969.714
2015	198.161	888.989	2.365.986		58.774	3.511.910
2016	98.532	818.328	2.204.665			3.121.524
2017	54.856	679.231	1.961.615		126.863	2.822.565
2018	35.435	476.907	1.419.138		100.653	2.032.133
2019	23.244	369.202	1.168.999	552	-288	1.561.710
2020	27.867	330.674	894.534	6.149	-1.912	1.257.312
2021	22.020	293.138	942.327	3.260	-4.457	1.256.288
Total	6.716.892	19.086.744	32.833.800	9.960	2.206.326	60.853.723

Fuente: ANEFI S.A.

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 que en tal virtud, a las clases subordinadas (Clase A5 respecto del resto de clases, de la Clase A4, respecto de la Clase A3, Clase A2 respecto de la Clase A1) se imputarán hasta agotarlas, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a las clases privilegiadas se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital en los términos y condiciones establecidos en el Prospecto de Oferta Pública, Contrato de Fideicomiso y Reglamento de Gestión.

- La Clase A1 es privilegiada respecto de las clases A2, A3, A4 y A5, por lo que cuenta con una garantía de flujos equivalentes al 81,06% del total de su valor nominal, más los activos remanentes del Fideicomiso.
- La Clase A1 es privilegiada respecto de las clases A2, A3 y A4, por lo que cuenta con una garantía de flujos equivalentes al 80% del total de su valor nominal, más los activos remanentes del Fideicomiso.
- La Clase A2 es privilegiada respecto de la Clase A3 y A4, pero subordinada de las Clases A1, y garantizada, igual que resto clases, por los activos remanentes del Fideicomiso, por lo que cuenta con una garantía de flujos equivalentes al 100%.
- La Clase A3 es privilegiada respecto de la Clase A4 y A5, pero subordinada de las Clases A1 y A2, y garantizada, igual que resto clases, por los activos remanentes del Fideicomiso.
- La Clase A4 es privilegiada respecto de la Clase A5, pero subordinada de las Clases A1, A2 y A3, y garantizada, igual que resto clases, por los activos remanentes del Fideicomiso.
- La Clase A5 es subordinada del resto de clases, se constituye de los activos remanentes que quedarían después del pago de las clases privilegiadas, representa un valor esperado y no 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 titularización

- Intereses atrasados de la Clase A1, si existieran.
- Intereses atrasados a la Clase A2, si existieren.
- Intereses atrasados a la Clase A3, si existieran.
- Intereses atrasados a la Clase A4, si existieren.

- Intereses atrasados a la Clase A5, si existieren.
- Intereses de la Clase A1 del correspondiente mes de pago.
- Intereses de la Clase A2 del correspondiente mes de pago.
- Intereses de la Clase A3 del correspondiente mes de pago.
- Intereses de la Clase A4 del correspondiente mes de pago.
- Intereses de la Clase A5 del correspondiente mes de pago e intereses extraordinarios.
- Capital de la Clase A1, del correspondiente mes de pago.
- Capital de la Clase A2 del correspondiente mes de pago.
- Capital de la Clase A3 del correspondiente mes de pago.
- Capital de la Clase A4 del correspondiente mes de pago.
- Capital de la Clase A5 del correspondiente mes de pago y rendimiento.

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 diciembre de 2021, se mantenía vigente la Clase A5 ésta última es la clase subordinada, misma que presenta cobertura por el mecanismo de garantía antes descrito.

MECANISMOS DE GARANTÍA	ORIGINAL		21-Dec	
	SALDO (USD)	COBERTURA	SALDO (USD)	COBERTURA
A1	35.748.974	81,80%		Cancelado
A2	16.249.534	80,00%		Cancelado
A3	6.499.814	100,00%		Cancelado
A4	6.499.813			Cancelado
A5	1,0		1,0	2,252,326%
Total	64.998.136		1,0	

Fuente: ANEFI S.A.

El saldo al 31 de diciembre de 2021 cubre en ampliamente el saldo por pagar a los inversionistas, tomando en cuenta que este es de USD 1.

SINIESTRALIDAD

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 con el escenario planteado que el 2,2% de los valores en circulación, sin embargo, al mantener vigente únicamente un saldo por pagar de capital de USD 1 no existe riesgo alguno.

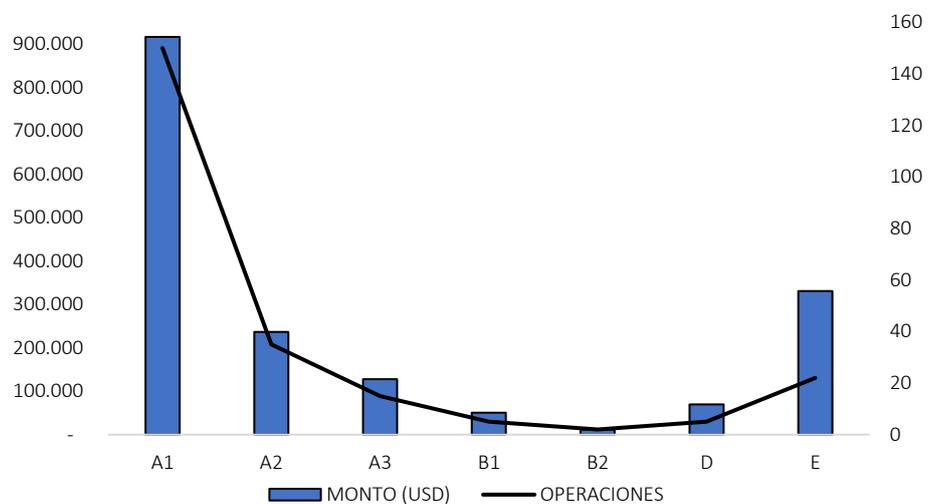
En lo que se refiere a las características de la cartera definidas para las compras de hipotecas por parte del FIMUPI 5 se observan las siguientes:

- 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%, representa una cobertura de 125%.
- Relación de cuota respecto del ingreso familiar de hasta el 35%.
- 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.

DISTRIBUCIÓN CARTERA	MONTO (USD)	PARTICIPACIÓN	#OPERACIONES	PARTICIPACIÓN
Menor a USD 10.000,00	777.730	44,61%	179	76,50%
Entre USD 10.001,00 y USD 20.000,00	591.281	33,92%	42	17,95%
Entre USD 20.001,00 y USD 30.000,00	210.686	12,09%	9	3,85%
Entre USD 30.001,00 y USD 40.000,00	105.664	6,06%	3	1,28%
Entre USD 40.001,00 y USD 50.000,00	-	-	-	-
Mayor a USD 50.001,00	57.880	3,32%	1	0,43%
Total	1.743.242	100%	234	100%

Fuente: ANEFI S.A.

La cartera de créditos que conforma el Fideicomiso FIMUPI 5 presenta a diciembre de 2021 una relación de cuota respecto del ingreso familiar (CIN) promedio ponderado de 16,76%, y la relación deuda actual respecto del avalúo del bien hipotecado (DAV) promedio ponderado de 58,40%, cumpliéndose lo expuesto anteriormente, es decir, se cumple con los límites que establece el Fideicomiso en su contrato. La calificación propia de la cartera que se mantuvo hasta el 31 de diciembre de 2021 presentó el comportamiento que se observa en el siguiente gráfico, donde la mayoría de los créditos se encuentran con calificación A1, con un monto de USD 916.295. El 26,52% estuvo vencida entre 2 a 18 cuotas y son aquellas operaciones comprendidas entre la calificación B1 y la E.



Fuente: ANEFI S.A.

Del saldo total del capital de la cartera el 73,48% es cartera por vencer, 11,05% es cartera vencida y 15,47% es cartera que no devenga intereses. Los plazos de la vigencia de la cartera fueron de 28 a 240 meses, teniendo su mayor concentración en los plazos entre 120 a 240 meses.

DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DICIEMBRE 2021	PARTICIPACIÓN
Ambato	2,56%
Azogues	0,85%
Cuenca	5,98%
Guayaquil	10,26%
Ibarra	2,56%
Latacunga	4,70%
Loja	5,13%
Manta	5,98%
Portoviejo	6,84%
Quevedo	0,85%
Quito	45,30%
Riobamba	5,13%
Santo Domingo	3,85%
Total	100,00%

Fuente: ANEFI S.A.

La estructura de la cartera de acuerdo con su distribución geográfica muestra concentración en la ciudad de ciudad de Quito con un 45,30% seguido por la ciudad de Guayaquil con un 10,26% y el resto de las plazas tienen colocado el 44,44% restante.

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

ESCENARIOS	MORA	SINIESTRALIDAD	PREPAGO
OPTIMISTA	18,07%	2,15%	8,56%
PROBABLE	18,52%	2,2%	6,5%
PESIMISTA	21,74%	4,68%	3,5%/10%

Fuente: ANEFI S.A.

En la actualidad con la cartera en libros del Fideicomiso, la morosidad de la cartera vencida más aquella que no devenga interés alcanza el 27% sobre saldo actual, debe considerarse que al momento de modelar la mora se estableció un solo porcentaje en función de cada escenario.

De acuerdo con el 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, A2, A3 y A4 ya fueron 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 58,40%, lo que facilita de forma importante las probabilidades de cobro. En consecuencia, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., que el Fideicomiso está en capacidad de cubrir los montos pendientes de pago.

En relación con los gastos que tuvo el Fideicomiso estos alcanzaron la suma de USD 288.718, compuestos en su mayor proporción por intereses causados (56,44%), mientras los ingresos están conformados en su totalidad por intereses ganados.

ESTADO FINANCIERO FIDEICOMISO DICIEMBRE 2021	MONTO (USD)
Activos	2.353.435
Fondos Disponibles	239.214
Cartera de Créditos	1.743.242
Por Vencer	1.280.897
Cartera que no devenga intereses	269.716
Cartera Vencida	192.629
Cuentas por Cobrar	144.351
Bienes Realizables	159.514
Otros activos	67.115
Pasivos	2.352.435
Obligaciones inmediatas	81.214
Cuentas por Pagar	2.271.220
Valores en Circulación	1
Patrimonio	1.000
Capital Social	1.000
Gastos	288.718
Intereses Causados	162.944
Comisiones Causadas	21.808
Gastos de Operación	55.725
Pérdidas Operacionales	48.242
Ingresos	288.718
Intereses y Descuentos Ganados	288.718

Fuente: ANEFI S.A.

En opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., 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.

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

AAA (Clase A5)

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.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Conforme el Artículo 12, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 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 éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del originador para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones de los respectivos contratos.

El Informe de Calificación de Riesgos al Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 5 FIMUPI 5, ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre Msc.

Gerente General

La calificación otorgada por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

FLUJOS FUTUROS ESTRUCTURAS INDEPENDIENTES, aprobada en junio 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

GLOBALRATINGS 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. La opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.globalratings.com.ec, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN ORIGINADOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.
REGULACIONES A LAS QUE SE DA CUMPLIMIENTO CON EL PRESENTE INFORME	
FACTORES DE RIESGO	Literal g, h, i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
IMPACTO DEL ENTORNO	Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
IMPACTO DEL SECTOR	Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
EMPRESAS VINCULADAS	Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
OPERACIÓN DEL ORIGINADOR	Literales e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Números 3 y 4, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Numeral 2, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera
INSTRUMENTO	Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
PATRIMONIO AUTÓNOMO	Literal a, Numeral 3, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera
CARTERA TITULARIZADA	Literal a, Numeral 3, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.