

Ecuador
Cuarto Seguimiento

Titularización Hipotecaria de Mutualista Pichincha 9, FIMUPI 9 Valores TCIMUPI 9

Calificación

Clase	Calificación anterior	Calificación actual
A2	AAA	AAA
A3	AA	AA
A4	B+	B+
A5	B+	B+

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.”

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

B+: “Corresponde al patrimonio autónomo que tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.”

Principales participantes:

- *Originador:* Mutualista Pichincha
- *Administrador Cartera:* Mutualista Pichincha
- *Agente de Manejo:* ANEFI S.A.
- *Agente Pagador:* CTH S.A.

Contactos:

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

Juan Fernando Larrea
(5932) 226 9767 ext. 106
jlارrea@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de la clase A2 de ‘AAA’; mantener la calificación de ‘AA’ para la clase A3; y mantener la calificación de ‘B+’ a las clases A4 y A5.

Cobertura importante de mecanismos de garantía: La subordinación es el mecanismo de garantía más importante a la fecha. Adicionalmente, el Fideicomiso se fortalece gracias al sobrecolateral que crece paulatinamente. Actualmente la clase A2 puede soportar escenarios de estrés elevado, consistentes con la calificación de riesgo otorgada.

La clase A3 posee niveles adecuados de cobertura, aunque es sensible a tasas bajas de prepago dentro de un escenario con mayor morosidad a la correspondiente a su calificación, debido a que se dificulta su pago total dentro del plazo legal establecido.

En el caso de las clases A4 y A5, estas son las de mayor subordinación por lo que su fortaleza crediticia proviene principalmente del sobrecolateral acumulado a la fecha y del margen de interés neto que se genera mensualmente la estructura y que permite que en el tiempo la cobertura incremente. Estas clases son las que mayor sensibilidad muestran ante deterioros de la cartera y variaciones en las tasas de prepago, no obstante, la calificación incluye la expectativa de que estas clases se paguen dentro de su plazo legal, de mantenerse una evolución normal de la calidad de la cartera.

El modelo de flujo de caja analizado considera que el capital de la clase en amortización tiene prelación sobre el interés ordinario de las subordinadas, por lo cual en el evento de que el interés neto de gastos operativos y financieros fuera negativo, el Fideicomiso no podría cubrir el faltante de las clases subordinadas con el capital recaudado. Cabe indicar que esta situación únicamente se presenta en escenarios de estrés elevados.

Calidad de la cartera titularizada: La cartera titularizada es diversificada y corresponde a créditos hipotecarios de vivienda originados por Mutualista Pichincha. A la fecha de corte los créditos con una mora mayor a sesenta días representan el 7.73% del saldo actual de cartera y 3.11% del monto originalmente transferido. La mora continúa alta, aunque ha estabilizado desde finales del 2016 y muestra una tendencia decreciente desde el segundo trimestre del 2017.

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



Presentación de Cuentas

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

- Contrato del Fideicomiso y demás documentos legales pertinentes.
- Estados financieros del Fideicomiso al 2013 y 2014 auditados por la empresa KPMG, y EEFF 2015 y 2016 auditados por Pricewaterhouse-Coopers (PWC). En todos ellos, la opinión de la auditora es favorable respecto a la razonabilidad de su presentación con base en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- Estados financieros no auditados del Fideicomiso desde el inicio de la titularización hasta diciembre 2017, preparados de acuerdo a las NIIF.
- Información sobre la evolución del activo subyacente del Fideicomiso, relevante para el análisis de capacidad de pago de las clases emitidas, con la misma fecha de corte.
- Estados financieros de ANEFI a diciembre-2016 y a diciembre 2017, preparados bajo las normas NIIF. Información relevante sobre el Agente de Manejo y su capacidad para administrar el Fideicomiso.
- Estados financieros de Mutualista Pichincha de los años 2011, 2012, 2013, 2014, 2015 y 2016; auditados por Pricewaterhouse-Coopers en los primeros dos años, KPMG en los siguientes tres y BDO en el último. En todos los casos la opinión es favorable respecto a su adecuada presentación bajo las normas establecidas por la Superintendencia de Bancos.
- Información histórica del comportamiento de la cartera hipotecaria colocada por Mutualista Pichincha desde 2005 a diciembre-2015 y de las políticas actuales de originación y cobranzas.

Entorno Económico y Riesgo Sectorial

Por favor remitirse al anexo 1.

Hechos Relevantes y Subsecuentes

Cambios administrativos y de gestión de cobranzas de la Mutualista Pichincha

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

Por otro lado, frente a la tendencia de deteriorarse que muestra la cartera, la Mutualista contrató una empresa externa que apoya y da seguimiento al

proceso de cobranza.

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

Análisis de Estrés

Pérdida estimada de la cartera de créditos titularizada

La pérdida bruta esperada (antes de recuperaciones por vía legal) para un escenario base (pérdida base en adelante) se obtiene del estudio del comportamiento histórico de la cartera del Originador, de la revisión de sus políticas de originación y cobranzas, de la experiencia internacional, y del análisis de las características de cada crédito fideicomitado, así como su morosidad, las relaciones deuda / garantía (DAV) y cuota mensual / ingreso (CIN), concentraciones geográficas y por deudor, madurez de la cartera (número de cuotas pagadas), entre otras.

El análisis de la cartera de vivienda colocada por Mutualista Pichincha desde 2005 hasta diciembre 2015 muestra un perfil de riesgo mayor al promedio de las instituciones financieras locales medianas y grandes calificadas por BWR.

Con respecto a esta titularización, se estima que en un escenario base la cartera titularizada tendría una pérdida base (antes de recuperación legal) de 16.51% del saldo insoluto actual; este porcentaje se encuentra influenciado por la reducción del saldo insoluto de la titularización. Si se calcula la pérdida en relación al saldo inicial transferido al Fideicomiso, esta sería de 7.15%.

A la fecha de corte la morosidad de la cartera a más de 60 días se ubicó en 9.96%, y el índice de créditos con más de tres cuotas vencidas representan el 7.73%. Estos indicadores muestran una tendencia a la baja durante el 2017.

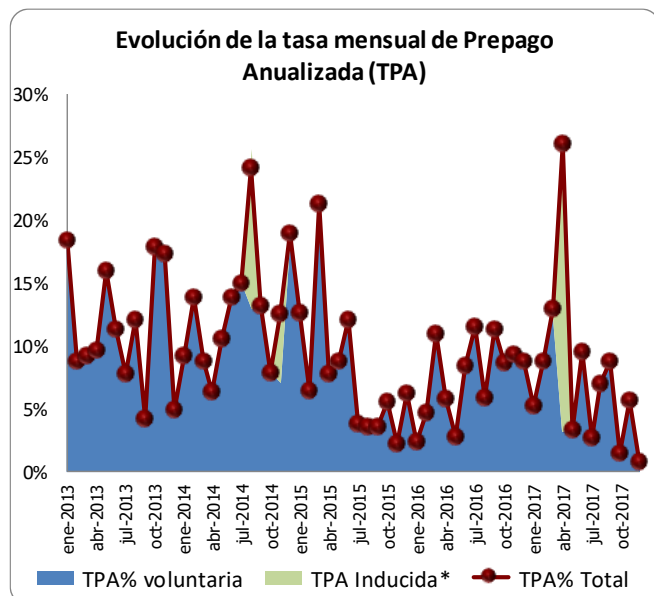
Del flujo proyectado de la cartera se excluye a los créditos demandados y/o con seis o más cuotas vencidas, considerando la baja probabilidad de que los mismos se paguen a futuro según su tabla de amortización. Si se incluye en cambio un supuesto de su recuperación por vía judicial. La pérdida base a utilizarse en el presente análisis, sin incluir dichos créditos es de 6.81%.

El modelo de flujos considera también un supuesto de recuperación parcial de los créditos en mora, a través de la acción legal correspondiente a un tiempo estimado de 40 meses. El porcentaje de recupero es estresado de acuerdo al escenario de calificación.

Cabe indicar que para la proyección del flujo teórico de la cartera se excluyen créditos por USD 1.45 millones, de los cuales el 67.9% corresponde a operaciones en proceso de demanda judicial, el resto de créditos están en diferentes etapas del proceso prejudicial.

Prepago de la cartera

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



*La TPA Inducida representa el monto de ventas de cartera al originador realizadas por el Fideicomiso.

La tasa promedio de prepago anual (TPA) de la cartera a diciembre 2017 se ubica en 9.48%. En la gráfica se puede apreciar que la tasa de prepago total fluctúa mensualmente, se mantiene en niveles bajos en relación con los históricos anteriores, aunque en los últimos meses han sido mayores a los mostrados a fin del año anterior.

En abr-2017, la titularización registró un TPA inducido de 23.6% generado por la recompra de cartera morosa por parte del emisor debido a defectos legales.

Es importante tomar en cuenta que mientras mayor sea la brecha entre la tasa de los créditos titularizados y la de mercado, mayor será la probabilidad de prepago. Este riesgo se encuentra mitigado actualmente por el alto nivel de sobrecolateral existente.

Adicionalmente, se debe observar que las clases A2 y A3 se beneficiarían de un incremento en el prepago dado que su capacidad de pago está principalmente limitada por el plazo legal de cancelación. Las clases de mayor subordinación: A4 y A5 se ven afectadas por prepagos altos, puesto que estas se apoyan en el pago de intereses futuros de la titularización para ser canceladas.

Estructura Financiera y Legal

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

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

Un resumen de las principales características de la estructura puede encontrarse en el informe de calificación inicial disponible en nuestra página web, www.bankwatchratings.com.

Mecanismos de garantía y cobertura de riesgos

El Fideicomiso establece como garantía de la emisión la subordinación entre clases.

Existe una subordinación de pago de la Clase A5 respecto de las Clases A4, A3, A2, A1 y Alpha; una subordinación de la Clase A4 respecto de las Clases A3, A2, A1 y Alpha; una subordinación de la Clase A3 respecto de las Clases A2, A1 y Alpha; una subordinación de la Clase A2 respecto de la Clase A1 y Alpha; y finalmente una subordinación de la clase A1 respecto a la clase Alpha.

La presente titularización se ha fortalecido desde el inicio de la etapa de amortización, acumulando un sobrecolateral de cartera, que a dic-2017 representa en su conjunto el 15.56% (12.53% a jun-2017) de la cartera transferida. Actualmente, las clases A2 y A3 se benefician de la subordinación entre clases explicada anteriormente.

A continuación, se aprecian los niveles de cobertura de la pérdida base antes de recuperación legal estimada, con los mecanismos de garantía existentes a la fecha de corte para cada clase.



Clase	Mecanismos de garantía / cartera	Cobertura pérdida base (veces)
A2	58.2%	3.53
A3	38.15%	2.31
A4 y A5	15.56%	0.94

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

Se espera que esta cobertura mantenga la tendencia a incrementarse ya que la generación mensual de intereses de la cartera, que es superior a los gastos operativos y financieros del Fideicomiso.

El exceso de interés se utiliza actualmente para acelerar la amortización de la clase vigente con mayor prelación, que es la A2.

Gastos de operación

Los gastos de operación del Fideicomiso están compuestos principalmente por los honorarios de administración de cartera, comisiones del agente de manejo, honorarios por soporte operativo, comisión de custodia, mantenimiento en la bolsa de valores, agente pagador, calificación de riesgo y auditoría.

Desde la fecha de constitución del Fideicomiso hasta la fecha de corte del presente análisis, se han registrado gastos operativos (excluyendo gastos de interés) por USD 1'594.792,68, de los cuales el 77.64% corresponde a la porción variable en relación al volumen de cartera o activos que maneja el Fideicomiso, y está conformada por la tarifa de administración de cartera, y la renovación del registro del Fideicomiso en el registro de la Bolsa de Valores.

Hasta el momento los gastos de operación se han mantenido por debajo de los niveles proyectados al inicio de la titularización.

Para motivos de análisis se considera una proyección anual de gastos operativos fijos por un monto de USD 7,001 mensuales y gastos variables equivalentes al 0.8596% del saldo de cartera.

Sensibilizaciones al flujo de caja

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

La principal fuente de recursos del Fideicomiso es la cartera fideicomitada, cuyos flujos se modelan, de forma ajustada por distintos niveles de pérdida bruta, recuperación legal y prepago, de acuerdo a la calificación asignada. Se consideran además los

fondos disponibles e inversiones que mantiene o mantendrá el Fideicomiso, en función del uso que la escritura define para los mismos.

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

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

Este flujo se compara con las obligaciones mensuales del Fideicomiso de acuerdo a la prelación establecida, lo cual permite establecer la capacidad de cada clase de pagarse en tiempo y forma. La prelación entre clases, el exceso de interés y el sobrecolateral de cartera son los mecanismos que permiten que los flujos para el pago sean suficientes en los escenarios de estrés modelados.

Debido a que el pago de los títulos se realiza en función de los flujos recaudados mensualmente por el Fideicomiso, estos no cuentan con una tabla de amortización establecida. No obstante, sí se ha establecido fechas de vencimiento legal. En el modelo de flujos se evalúa la capacidad de pago de la titularización, así como el cumplimiento del plazo legal antes indicado, bajo el escenario de estrés consistente con su calificación.

El modelo de flujo de caja analizado considera la prelación establecida en el contrato del Fideicomiso, que impide que el capital recaudado se utilice para cubrir faltantes de interés de una clase distinta a la preferente. Si bien en condiciones normales este hecho no tendría un impacto directo en la capacidad de pago de las clases, en escenarios de estrés elevados sí lo tiene, porque limita la capacidad de cumplir con las obligaciones de las clases subordinadas, y fortalece las clases con mayor prelación.

Con respecto al riesgo de contraparte, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles que a diciembre 2017 representan el 1.54% del activo total. Estos recursos líquidos se encuentran en una cuenta la vista en Mutualista Pichincha, por lo que asumirían un riesgo de crédito por parte del Originador. Para las categorías de calificación más elevadas, los escenarios de estrés incorporan el efecto que tendría en la capacidad de pago de la emisión la no disposición de estos recursos.

La estructura se ha fortalecido paulatinamente desde

el inicio de la emisión debido al aporte del exceso de interés mensual, que en etapa de amortización se utiliza para acelerar el pago de la clase preferente, generando así un sobrecolateral creciente en el tiempo. También aporta a la fortaleza de la estructura la madurez de la cartera. Las clases A2 y A3 se benefician además de la subordinación entre clases, lo cual permite que estas puedan soportar un escenario de estrés mayor.

La clase A1 terminó de amortizarse en dic-2016; las clases A2 y A3 al momento son las más sólidas, ya que han logrado fortalecerse por los mecanismos de garantía, tal como son la prelación y la sobrecolateralización que se acumula con el paso del tiempo, dichos factores permiten que las clases preferentes no sean sensibles a variaciones importantes en los niveles de prepago y morosidad aunque la segunda clase mantiene mayor presión por el cumplimiento de su plazo legal dentro de escenarios de estrés elevados.

Si bien, la clase A3 también se beneficia de un fuerte colateral, aunque es relativamente más sensible a niveles de prepago menores a los actuales; por otro lado, esta se beneficia de niveles de prepago mayores a los al promedio registrado debido a la ajustada holgura respecto al cumplimiento de su plazo legal. Sin embargo, el incremento de la morosidad podría afectar de manera importante a la clase mencionada, dado que en escenarios de estrés elevados su plazo legal resultaría ajustado.

Finalmente, las clases A4 y A5 son las de mayor subordinación, por lo cual su capacidad de pago es sensible a tasas de prepago elevadas, que reducirían la generación de interés y la consiguiente acumulación de sobrecolateral en el tiempo.

Evolución de la Titularización

Evolución de la Emisión

El 26 de diciembre de 2012, el Fideicomiso realizó la emisión de los valores de contenido crediticio denominados TCIMUPI 9, distribuidos en las clases Alpha, A1, A2, A3, A4 y A5, por un total de USD 35MM.

Las obligaciones por compra de cartera que poseía el fideicomiso con el originador ascendían a USD 262,457.88 a inicios de la titularización y se cancelaron completamente en abril de 2013. Por otro lado, las obligaciones que se poseían con la clase A5 se cancelaron completamente en junio 2013, estas obligaciones correspondían al rendimiento extraordinario de la clase que fue acumulado durante la etapa de reposición.

Clase	Alpha	A1	A2
Monto Emitido (USD)	1,166,667	18,433,333	9,450,000
Saldo Insoluto (USD)	Cancelado	Cancelado	6,045,521
Tasa*	Nota 1	TPP - 4,94%	TPP - 4,13%
Plazo remanente	-	-	44 meses
Fecha de emisión	26-dic-12	26-dic-12	26-dic-12
Fecha venc. legal	16-dic-14	16-jul-18	16-ago-21
Autorización SIC	Q.IMV.2012.6526 del 14 de diciembre de 2012		
Clase	A3	A4	A5
Monto Emitido (USD)	2,800,000	3,149,000	1,000
Saldo Insoluto (USD)	2,800,000	3,149,000	1,000
Tasa*	TPP - 3,43%	TPP - 3,38%	Nota 2
Plazo remanente	60 meses	100 meses	101 meses
Fecha de emisión	26-dic-12	26-dic-12	26-dic-12
Fecha venc. legal	16-dic-22	16-abr-26	16-may-26
Autorización SIC	Q.IMV.2012.6526 del 14 de diciembre de 2012		

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

Nota 1: La clase Alpha recibe un interés extraordinario durante los primeros 15 meses de resultado positivo, contados a partir del segundo mes de iniciada la etapa de amortización, más un rendimiento ordinario del 5% durante la etapa de reposición.

Nota 2: La clase A5 recibirá el rendimiento excedente, una vez atendidos los gastos de de intereses y otros cargos mensuales del fideicomiso.

El interés extraordinario de la clase Alpha inició su acumulación en marzo 2013 y culminó en abril 2014, con la cancelación de la totalidad de la clase en noviembre 2014, dentro del plazo legal establecido.

La clase A1 inició su amortización en junio de 2013 y terminó en diciembre de 2016, cumpliendo también con el plazo legal establecido. En el mismo mes, la clase A2 inició su período de amortización y a la fecha de análisis tiene un saldo de USD 6,046M.

Las clases A3 y A4 continúan recibiendo tan solo pagos mensuales de interés, respetando la prelación existente. La clase A5 no recibe un pago mensual, pero recibirá como *interés extraordinario* todos los excedentes del Fideicomiso una vez que se haya cancelado la clase A4.

A continuación, se presenta el detalle de las fuentes y usos de los fondos generados del fideicomiso desde su fecha de constitución:

GENERACIÓN DE FONDOS DISPONIBLES (USD Miles)	
Effectivo inicial (noviembre-2012)	1,000
(+) Capital recuperado neto de reposiciones	22,394,509
(-) Compra de Cartera para reposición	(1,339,148)
Flujo Proveniente de Capital	21,055,361
(+) Interés recaudado (cartera+otros)	13,014,705
(-) Gastos del fideicomiso	(1,384,914)
(-) Otras cuentas por cobrar y por pagar	(13,950)
(-) Interés ordinario pagado a clases Alpha, A1, A2, A3 y A4	(7,538,327)
(-) Interés generado antes de emisión pagado a Orig.	(209,878.86)
(-) Pagos de deuda al originador	(262,458)
Flujo Proveniente de Exceso de Interés	3,605,177
Effectivo Generado por Capital e Interés	24,660,538
(-) Capital pagado a clases*	(23,004,479)
(-) Interés extraordinario pagado a clase Alpha	(1,276,172)
(-) Interés extraordinario pagado a clase A5	(160,348)
Effectivo final (diciembre-2017)	220,539

Como se puede apreciar en este cuadro, la Fiduciaria ha administrado los recursos provenientes de la recaudación del capital e intereses de la cartera para el pago de interés y capital de las clases emitidas, de acuerdo a la prelación explicada párrafos anteriores

de este informe.

Evolución del activo de respaldo

	Calif. Original	Cuarto seguimiento
Información corte a	dic-15	dic-17
Fecha de análisis	feb-16	feb-18
Fondos Disponibles (US\$)	365,130	220,539
Saldo Cartera Titularizada (US\$)	20,260,463	13,944,639
Total	20,625,593	14,165,178
Número de Operaciones	751	567
Monto Promedio Crédito (US\$)	26,978	24,594
Tasa Prom Ponderada Interés Anual (%)	10.78	10.78%
Plazo Original Prom p. (meses)	153	161
Plazo Remanente prom p. (meses)	106	90
Madurez prom p. (meses)	47	69
CIN prom pond * (%)	17.67%	17.42%
DAV Actual prom pond (%)	47.96%	43.13%
DAV Original prom pond (%)	61.29%	62.00%
Concentración Regional:		
Pichincha	30.8%	31.98%
Guayas	14.8%	16.34%
Azuay	11.2%	10.13%
Manabí	10.6%	10.24%
Otras Provincias (<3%)	32.6%	31.31%
TPA Promedio Plazo Emisión	10.72%	9.47%

*Para este cálculo se excluye a cartera conformada por deudores con ingresos reportados inferiores a USD 375 y mayores a USD 15,000.

A dic-2017, el activo de la titularización se compone principalmente de fondos disponibles por USD 221M y por 567 operaciones de cartera inmobiliaria originada por Mutualista Pichincha, que suman USD 14.2MM.

La cartera muestra una diversificación geográfica, con una mayor concentración en la provincia de Pichincha, y participaciones importantes en Guayas, Manabí y Azuay. Este riesgo de concentración se encuentra mitigado por varios factores: la diversificación por emisor; la calidad de la cartera; la cobertura de sus garantías; y la importancia de dichas plazas en la economía del país.

La cartera del Fideicomiso es madura, ya que en promedio muestra 5.8 años de tiempo transcurrido desde su emisión. Este factor favorece las expectativas de que la calidad de la cartera se mantenga cerca de los niveles actuales, y se refleja también en una mayor cobertura del saldo de la deuda con la garantía frente a los niveles iniciales, que mejora la voluntad de pago y los prospectos de recuperación de créditos en mora por la vía legal.

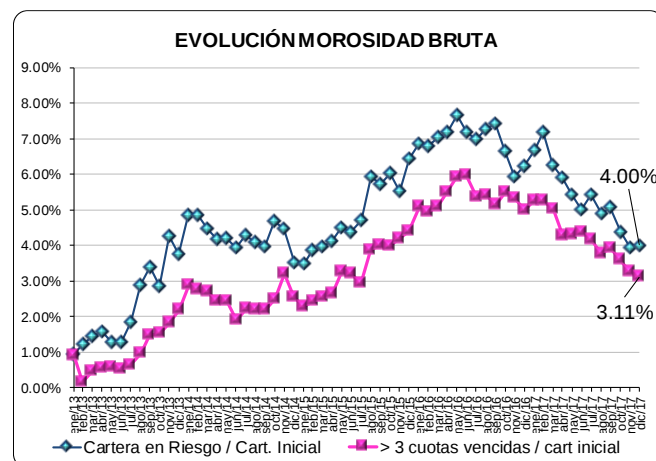
Con respecto al indicador de cuota / ingreso (CIN), se mantiene en niveles conservadores, aun luego de excluir del cálculo a los deudores reportados con ingresos menores a USD 375 y los mayores a USD 15,000.

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

En el año 2014 se registraron ventas de cartera vigente por USD 416,602.77, y en abril de 2017 se realizó una tercera venta por USD 345,510.42. Estas se realizan al originador debido a fallas en la documentación de estos créditos. En nov-2017 se registró la reestructuración de una operación de crédito, que dio como resultado un incremento neto en el saldo de dicho préstamo de USD 991M, mientras que en dic-2017 se registró la venta de cartera por USD 2,092 de un crédito moroso.

El plazo promedio remanente de la cartera es de 90 meses, valor superior al plazo promedio de vencimiento legal de las clases emitidas (62.4 meses). El descalce en plazos se compensa con el nivel de sobrecolateral acumulado y el aporte en el tiempo del exceso de interés. No obstante, con mayores niveles de morosidad se presiona la capacidad de generación de flujos para las clases más subordinadas, bajo análisis de sensibilidad.

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



La cartera titularizada posee niveles de morosidad a más de 60 días de 3.11% en relación al saldo inicial de la cartera, porcentaje superior al índice mostrado por carteras inmobiliarias del sistema de bancos privados (2.78%), pero inferior frente al registrado del sistema de mutualistas (5.5%). En relación al saldo actual, el monto de operaciones con más de 3 cuotas atrasadas llega a 7.73%, inferior a 10.25% registrado en dic-2016



o 10.05% obtenido en jun-2017. En general, la cartera titularizada presenta una recuperación frente a los indicadores registrados en el año 2017, especialmente del primer semestre.

El 5.8% de la cartera actual del fideicomiso corresponde a créditos que tienen 6 o más cuotas vencidas. Tomando en cuenta los créditos de estas características y aquellos demandados o en proceso legal de recuperación, el porcentaje se incrementa a 10.4% del total de la cartera. Estos créditos están respaldados con garantía hipotecaria o garantía fiduciaria. El 78.7% del total de la cartera tiene garantía hipotecaria, mientras que el 21.3% tienen un fideicomiso en garantía como respaldo.

Mutualista Pichincha

(Originador y Administrador de Cartera)

Mutualista Pichincha es el originador de la presente titularización y de los créditos hipotecarios de vivienda que conforman el Fideicomiso.

Adicionalmente, realiza la administración de la cartera fideicomitida, que consiste en realizar la gestión de cobro, recaudar los pagos de los deudores y transferirlos diariamente a la cuenta del Fideicomiso.

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

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

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

A dic-2017, Mutualista Pichincha es líder en su sistema conformado por cuatro entidades. La entidad tiene una participación del 73.3% de activos del Sistema de Mutualistas. Comparado con el Sistema de Bancos Privados, la Mutualista ocuparía la posición número 12.

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

La Institución tiene una cobertura en 13 ciudades del país, a través de 27 agencias a nivel nacional (11 en Quito, 9 en otros cantones de la sierra, 3 en Guayaquil y 4 en otras localidades de la costa). Adicionalmente mantiene una alianza estratégica con empresas y personas en Estados Unidos (New York y Plainfield) y Europa (España e Italia) para promocionar entre migrantes sus productos de financiamiento de compra de inmuebles en Ecuador. Esta estrategia ha apoyado de forma importante los objetivos de colocación.

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

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

Como se indicó en dicho informe, para las nuevas operaciones se requiere obligatoriamente la hipoteca sobre el bien financiado, aunque anteriormente se otorgaba a migrantes créditos de vivienda bajo la figura de un fideicomiso en garantía, que mantenía la propiedad del inmueble financiado. Esta posibilidad se eliminó debido a que el proceso de recuperación por vía legal de los créditos de este tipo con problemas de incobrabilidad resultó más complejo en tiempo y costos.

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

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

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

La empresa ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos (ANEFI en adelante) es desde

septiembre 2015 la fiduciaria de la presente titularización. Consideramos que ANEFI posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar en forma adecuada la función de Administradora del presente Fideicomiso.

La Fiduciaria se constituyó bajo la denominación social de Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. con escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita en el Registro Mercantil de Quito el 29 de marzo de 1994, con un plazo de duración de 50 años. En 2013 cambia sus estatutos sociales y nombre al actual. A diciembre 2015, la empresa posee un patrimonio neto de USD 1.1MM, y actualmente administra 15 titularizaciones hipotecarias que anteriormente eran manejadas por CTH.

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

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

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

ANEFI ha contratado a CTH, anterior agente de manejo y estructurador de la titularización para que apoye en las tareas operativas relacionadas a esta estructura. Adicionalmente, CTH mantiene sus funciones de agente de pago y custodio en este fideicomiso. Dada la experiencia de CTH en la gestión de fideicomisos de titularización hipotecaria, el aporte de esta institución se considera positivo. Las funciones de apoyo son las siguientes:

- Verificar y validar la información periódica, enviada por los administradores de cartera al fiduciario, con respecto a la administración de la cartera titularizada.
- Proporcionar la información contable que requiera

el Agente de Manejo para la elaboración de los estados financieros del fideicomiso.

- Monitorear la gestión de los administradores de cartera, respecto a la cartera titularizada.
- En el caso de reposiciones o sustituciones de cartera, realizar la revisión de los documentos legales que instrumenten las operaciones de crédito titularizadas y vigilar el cumplimiento de las características definidas en los Documentos Relacionados.
- Realizar los cálculos a fin de distribuir entre los inversionistas los flujos recibidos.
- Elaborar los reportes que se requieran en el proceso de titularización.

Presencia Bursátil Del Valor

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

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

Valores	Fecha Última Calificación	Calificadora actual	Última Calificación
MUPI 5	23/02/2018	BWR	A5: AAA
MUPI 6	31/08/2017	ICRE	A4: AAA, A5: AAA
MUPI 8	23/02/2018	BWR	A2: AAA, A3:AAA, A4 y A5: A-
MUPI 9	23/02/2018	BWR	A2: AAA, A3:AA, A4 y A5: B+
MUPI 10	23/02/2018	BWR	A1: AAA, A2:AA- A3:A-, A4 y A5: B+

Ecuador

Entorno Económico y Mercado Hipotecario

CARTERA DE VIVIENDA				
TOTAL CARTERA BRUTA				
(en MM USD)	sep-16	sep-17	anual. crec.	% Part.
BANCOS	1,964	2,083	6.1%	21.2%
COOPERATIVAS *	335	397	18.8%	4.0%
MUTUALISTAS	220	264	20.3%	2.7%
SOC. FINAN.	0.8	0.5	-41.8%	0.0%
BANCA PUBLICA	3.17	0.01	-99.6%	0.0%
TOTAL SFN	2,522	2,745	8.8%	27.9%
BIESS *	6,047	6,938	14.7%	70.5%
TITULARIZACIONES	330	163	-50.6%	1.7%
TOTAL SISTEMA	8,900	9,847	11%	100%

*Segmento 1 y 2.

Fuente: Estadísticas BCE/ BIESS / SBS

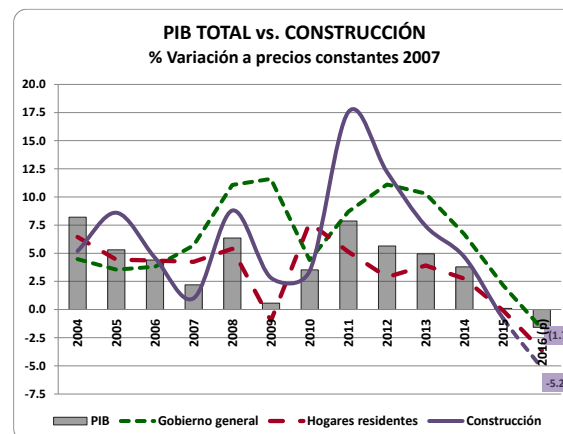
Elaboración: BWR

* Segmento 1 y 2

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

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

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



Fuente: Estadísticas BCE

Elaboración: BWR

En el Ecuador la actividad inmobiliaria está financiada por el sistema financiero privado, principalmente bancos y cooperativas, y por el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS), constituyéndose este último en el principal participante del mercado en los últimos años, que ha sostenido la tendencia de crecimiento del mercado en general desde el año 2008, pese a que para 2017 sus niveles de colocación total se han reducido alrededor del 40% frente al año precedente.

En el sistema financiero, los bancos privados son las entidades más importantes, con el 75.9% de participación en la cartera inmobiliaria del sistema financiero nacional. Las cooperativas de ahorro y crédito mantienen el segundo lugar con un 14.5%, y en general financian a un sector de menores recursos con créditos promedio de menor valor.

La JPRMF mediante resolución No. 045-2015-F, expidió en abril del 2015 la Política para el financiamiento de vivienda de interés público. El principal objetivo de esta ley es la otorgación de créditos de menos de 70.000 dólares a un plazo mayor o igual a 20 años para la compra o construcción de una primera vivienda, cuyo valor por metro cuadrado sea menor de 890 dólares. Estos créditos se conceden a través del sector financiero público o privado con la finalidad de transferir la cartera

Analista:

Verónica Molina

(5932) 292 2426 ext. 110

vmolina@bwratings.com

Fecha elaboración: enero-2018

generada a un fideicomiso de titularización en el que participa el Banco Central del Ecuador. A sep-2017, los saldos de la cartera de interés social aún resultan acotados, y no existen proyectos de gran magnitud a nivel estatal para impulsarla.

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

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

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



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

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

©® BankWatch Ratings 2017.