

Ecuador
 Títulos con Respaldo de
 Créditos Hipotecarios

Fideicomiso Mercantil FIMUPI I

Valores TCIMUPI 1

Calificación (Décimo seguimiento)

Tipo Clase	Calif. Actual	Calif. Anterior	último cambio
Clase A1	AAA	AAA	--
Clase A2	AA	AA	--
Clase B	B+	B	Jul-10

Descripción de la Estructura:

Clase	A1	A1
Fecha Emisión	30-Jun-05	30-Jun-05
Fecha Vencimiento	01-Jun-11	01-Jul-11
Monto Emitido	8,000,000	14,690,000
Saldo de Capital	368,911	926,431
% Participación clases	5.30%	13.30%
Amortización Capital	Mensual	Mensual
Amortización Interés	Mensual	Mensual
Interés (como % de TPP Créditos)	57.07%	57.07%
Plazo legal desde Emisión	71	72
Plazo legal desde Etapa Amortiz.	6	7

Clase	A2	B
Fecha Emisión	30-Jun-05	30-Jun-05
Fecha Vencimiento	01-May-12	01-Oct-12
Monto Emitido	1,490,000	4,178,459.98
Saldo de Capital	1,490,000	4,178,459.98
% Participación clases	21.40%	60.00%
Amortización Capital	Mensual	Mensual
Amortización Interés	Mensual	Mensual
Interés (como % de TPP Créditos)	66.58%	100.00%
Plazo legal desde Emisión	82	87
Plazo legal desde Etapa Amortiz.	17	22

Principales participantes:

- **Originador /Administrador de Cartera:** Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda "Pichincha"
- **Agente de Manejo:** Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas, CTH S.A.
- **Activo Subyacente:** Cartera Hipotecaria

Contactos

Patricia Pinto; Telf.: (593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

Carlos Ordóñez; Telf.: (593 2) 254 83 93
carlosordonez@bankwatchratings.com

Ana Zurita; Telf.: (593 2) 254 83 93
a.zurita@bankwatchratings.com

FECHA COMITE: Enero 28, 2011

ESTADOS FINANCIEROS A: Noviembre 30, 2010

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en la información presentada con corte a Noviembre-2010, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de los valores TCIMUPI 1 de las Clases A1, A2 y B en **AAA, AA** y "**B+**" respectivamente, categorías que de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, tienen la siguiente definición:

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.

Habiendo realizado un análisis de estrés de la cartera de acuerdo a los niveles de morosidad y pérdidas acumuladas y proyectadas de la cartera actual, el nivel de prepago, el plazo promedio ponderado del colateral y de los bonos, la estructura de costos vigentes y el saldo insoluto de las Clases A1, A2 y B a Nov-10, se ha establecido que las Clases se pagarán en tiempo y forma dentro de los escenarios de estrés aplicables a las categorías de calificación AAA, AA, y B+, respectivamente.

Si bien se aprecia una mejoría de las coberturas de la estructura con cartera y recursos líquidos, el calce de plazos entre la cartera y las diferentes clases continúa siendo apretado y vulnerable al comportamiento de los prepagos y de la morosidad de la cartera. No obstante, considerando la flexibilidad que tiene el Fideicomiso de buscar medios como el endeudamiento y la venta de cartera para cumplir con los plazos legales establecidos, las clases A1, A2 y B se podrían pagar en tiempo y forma dentro de los escenarios de estrés aplicados para las categorías de calificación asignadas.

Es importante indicar que el FIMUPI 1 maneja el 100% de su liquidez en una cuenta de ahorros en Mutualista Pichincha. La concentración de los recursos en la cuenta del Originador genera una exposición al riesgo del Originador. Este riesgo, que podría mitigarse a través de la diversificación de sus recursos en otras instituciones

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de impositores tributarias que afecten al instrumento calificado. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.



financieras, se ha considerado dentro del modelo de estrés aplicado para las clases A1 y A2.

HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

Oferta de Créditos Hipotecarios del IESS

De acuerdo a la reforma establecida en marzo 09 a la ley de Seguridad Social, el IESS tiene la capacidad de ofrecer a sus afiliados que ya tienen créditos hipotecarios con instituciones financieras locales, préstamos en reemplazo, con condiciones de plazo y tasa más favorables. Si bien en otros procesos de titularización no se ha evidenciado hasta el momento un impacto material de esta medida, los diferentes escenarios utilizados por la Calificadora incluyen un estrés en este sentido.

El comportamiento del prepago de las titularizaciones hipotecarias dependerá en el futuro principalmente del impulso que el Banco del IESS le da a la política antes mencionada y al margen existente entre la tasa ofertada por el BIESS en relación a la tasa de los créditos titularizados.

La incidencia negativa de un aumento del prepago consiste en que el Fideicomiso generaría un menor exceso de interés, reduciendo su capacidad para cubrir las pérdidas generadas por un deterioro de la calidad de la cartera.

Reformas a la Ley de Régimen Tributario Interno

El 8 de junio del 2010 se publica en el Registro Oficial, el Reglamento para la Aplicación de la Ley de Régimen Tributario Interno, en el cual se establece que “Los fideicomisos mercantiles y los fondos de inversión legalmente constituidos, en cualquier caso, deberán liquidar y pagar el Impuesto a la Renta que corresponda a las sociedades, de acuerdo con las normas generales.”

En el caso de la presente titularización, y con base en la experiencia de las demás titularizaciones estructuradas por la CTH, se espera que esta normativa no afecte los flujos del Fideicomiso, ya que por su estructura y contabilización, el Fideicomiso no genera utilidades anuales.

Adicionalmente, en el contrato de constitución se establece que “en caso que alguna Ley o disposición futura modifique el régimen tributario aplicable al presente contrato y/o a las inversiones efectuadas en cualquier tiempo por FIMUPI I, el Agente de Manejo deberá traspasar los efectos de dichas modificaciones a los inversionistas, en cumplimiento de dichas normas tributarias, aún si dicha aplicación implica una disminución del rendimiento o pérdida para el Fideicomiso.”

ANÁLISIS DE ESTRÉS

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, ajustándolos por distintos niveles de pérdida bruta, recuperación legal y prepago, de acuerdo a la calificación asignada. Se considera además los fondos disponibles e inversiones que mantiene o mantendrá el Fideicomiso.

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

La pérdida bruta para un escenario base 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, como son su morosidad, relaciones deuda / garantía (DAV), y cuota mensual / ingreso (CIN), concentraciones geográficas, por deudor, madurez de la cartera (número de cuotas pagadas), entre otras. La pérdida bruta de la cartera titularizada en un escenario base se estimó en 8.86%.

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

Así mismo se asume que a través de la acción legal aplicable a los créditos morosos se podrá recuperar un porcentaje de dicha pérdida bruta, luego de un tiempo determinado. De igual forma, este porcentaje es estresado de acuerdo al escenario de calificación.

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.

Mientras mayor sea el diferencial de tasas entre la tasa de los créditos titularizados y las del mercado a cada momento, mayor es la probabilidad de prepago. Los créditos hipotecarios titularizados tienen tasa reajutable, lo cual haría que el prepago dado por el caso explicado anteriormente sea menos frecuente.

A través del análisis del flujo de caja teórico bajo distintos escenarios de estrés, considerando el orden de prelación y los demás puntos explicados en los párrafos anteriores, se establece la capacidad de cada clase de cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones.

La clase A1 se encuentra dividida en dos tramos, con plazos remanentes de 6 y 7 meses. En el caso de las clases A2 y B, su plazo remanente es de 17, y 22 meses



respectivamente. Esto contrasta con el plazo de la cartera que a la fecha de corte mantiene un plazo promedio ponderado remanente de 64 meses, hecho que hace que en el análisis realizado, el calce de plazos sea apretado y vulnerable al comportamiento de los prepagos y de la morosidad de la cartera.

No obstante, considerando que el Fideicomiso tiene cartera en exceso al saldo actual de los títulos, y que la escritura del Fideicomiso le da flexibilidad para buscar medios como el endeudamiento y la venta de cartera para cumplir con los plazos legales establecidos, las clases A1, A2 y B se podrían pagar en tiempo y forma dentro de los escenarios de estrés aplicados para las categorías de calificación asignadas.

En este caso se realizó el análisis bajo escenarios de pérdidas y prepagos correspondientes a las distintas categorías de calificación. Se determinó que las Clases A1 y A2 se pagan en tiempo y forma en un escenario de estrés “AAA” y “AA” respectivamente, mientras que la clase B lo hace en un escenario de estrés “B+”.

MUTUALISTA PICHINCHA

(Originador y Administrador de Cartera)

Mutualista Pichincha (MP) es el originador y administrador de la cartera de créditos hipotecarios de vivienda que conforman el Fideicomiso. BankWatch Ratings no realiza calificación pública de esta Institución.

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. Desde mayo de 1994 se rige por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero y es controlada por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador. Actualmente es la Mutualista más grande (de las cuatro existentes en Ecuador) medida por sus activos.

Por su naturaleza, Mutualista Pichincha no cuenta con estructura accionarial o de propiedad definida y no tiene capital pagado. Su patrimonio está constituido principalmente por reservas, y se fortalece con las utilidades que se generan en cada período.

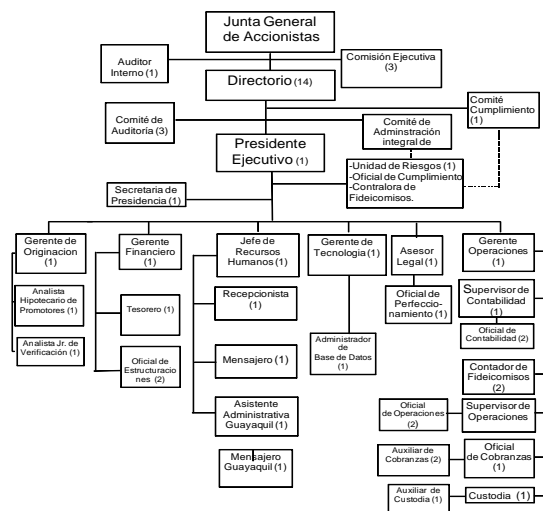
Las políticas de originación y cobranza fueron detalladas en el informe de la calificación inicial. Mutualista Pichincha ha mantenido una adecuada gestión como Administrador de cartera de la presente titularización, lo cual se refleja en el control de la morosidad actual de la cartera fideicomitada.

La estructura legal de la titularización independiza a la cartera subyacente del riesgo de crédito del Originador. No obstante, la exposición está dada por los recursos que el Fideicomiso mantiene en una cuenta en esta Institución, donde se maneja la liquidez del Fideicomiso. A Nov-10 el saldo de esta cuenta es de USD 463.17M.

CORPORACIÓN DE DESARROLLO DE MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS CTH S.A.

(Agente de Manejo)

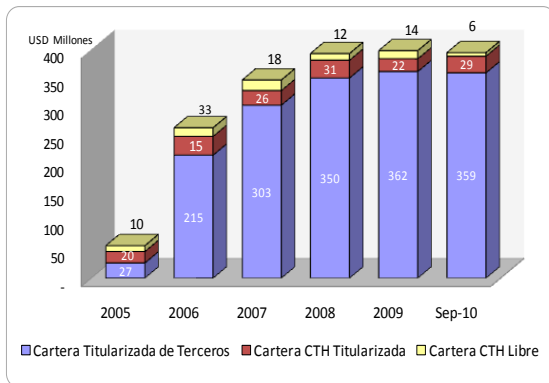
CTH S.A., según lo permitido en el Art. 1 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, actúa en el presente proceso de titularización, como Estructurador y Agente de Manejo. Esta institución cuenta con una calificación de “AA” en escala local, otorgada por Bankwatch Ratings a Sep-10. Se considera que CTH tiene la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica necesaria para actuar como agente de manejo de la presente titularización.



La compañía fue constituida en enero de 1997 con el nombre de Compañía de Titularización Hipotecaria CTH S.A. y en diciembre de 1998 cambió de denominación a Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.

La CTH tiene por objeto social el desarrollo de mecanismos tendientes a movilizar recursos del sector de la vivienda e infraestructura relacionada, actuar como fiduciaria en procesos de titularización y emprender en procesos de titularización tanto de la cartera hipotecaria propia como de la cartera hipotecaria de terceros. La actividad principal de CTH es desarrollar mecanismos financieros que contribuyan al fortalecimiento de la industria de financiamiento de vivienda y actualmente maneja la mayoría de titularizaciones vigentes de este tipo.

A Septiembre-10, CTH administra cartera propia y de terceros por USD 29.13 millones y USD 359.17 millones, respectivamente. A continuación se muestra un gráfico de la evolución del negocio de la Compañía.



Actualmente la Institución cuenta con oficinas administrativas ubicadas en Quito y Guayaquil y tiene a su cargo 32 funcionarios de tiempo completo. El cuadro siguiente muestra el tiempo de experiencia en la actividad financiera y los años que los ejecutivos principales de la empresa llevan trabajando en ella:

Nombre	Cargo	Experiencia	Tiempo en CTH
José Andino Burbano	Presidente Ejecutivo	30 años	10 años
Mauricio Larrea Arregui	Gerente de Finanzas	17 años	11 años
Karina Velasco Calero	Gerente de Operaciones	10 años	10 años
Alexandra García Paredes	Gerente de Origenación	11 años	11 años

EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

El 30 de Junio del 2005 el Fideicomiso Mercantil FIMUPI 1 emitió USD 28.36MM en títulos de contenido crediticio denominados TCIMUPI 1. La emisión está dividida en tres clases: A1, A2 y B, las cuales pagan una tasa de interés que representa un porcentaje de la tasa promedio ponderada de la cartera subyacente calculada con anterioridad de dos meses. El mecanismo de garantía establecido para la emisión es la subordinación de pago de la Clase B respecto de las Clases A2 y A1, y la subordinación de la Clase A2 respecto de la Clase A1.

La totalidad de la clase A1 se encuentra en etapa de amortización, por lo que los flujos recaudados de capital y los excedentes de interés (luego de cubrir los gastos del Fideicomiso y el pago del interés ordinario a las clases en circulación), deben ser utilizados para el pago del capital de esta clase, de acuerdo al orden de prelación establecido. A Nov-10 el Fideicomiso ha cancelado capital de la clase A1 por un total de USD 21.39MM y ha pagado 65 cupones de interés de todas las clases.

FLUJOS DEL FIDEICOMISO

A la fecha de corte, el saldo insoluto del total de la emisión asciende a USD 6,963.80M. De este valor, la clase A1 representa el 18.60%, la clase A2 el 21.40% y la clase B el 60% restante.

En el cuadro siguiente se presenta un cuadro explicativo de las fuentes y usos de efectivo del Fideicomiso.

GENERACIÓN DE FONDOS DISPONIBLES (USD Miles)		
	Efectivo inicial (30-junio-2005)	-
(+)	Capital recuperado	21,181
(-)	Compra de Cartera para reposición	558
	Flujo Proveniente de Capital	20,623
(+)	Int. recaudado (cartera+otros)*	11,642
(-)	Gastos del fideicomiso	1,601
(-)	Int.ordinario pagado a clases A1, A2 y B	7,759
(-)	Pagos al originador	1,310
	Flujo Proveniente de Exceso de Interés	972
	Efectivo Generado por Capital e Interés	21,595
(-)	Capital pagado a clases**	21,395
(-)	Int. extraordinario pagado a clase B	-
	Efectivo pendiente de utilización	201
Ajustes:		
(-)	Cuentas x cobrar al originador	-
(+)	Int. pagados días después del corte	54
(+)	Amort. de clase A1 realizada después del corte	208
	Efectivo final según balance (30-Noviembre-10)	463

* Corresponde a los intereses acumulados cobrados de cartera y a otros intereses cobrados netos

**Corresponde a amortización de capital con los flujos provenientes del capital recolectado de cartera y del excedente de interés.

El 13 de abril del 2007 la Asamblea de tenedores aprobó una modificación a la escritura del fideicomiso mediante la cual el capital recaudado por el Fideicomiso debe aplicarse a la clase preferente con un mes de demora; y por el dividendo de capital e interés a pagarse el primer día hábil del mes. Esta reforma explica el monto de efectivo final que el Fideicomiso mantiene, pues a partir de esta modificación, el Fideicomiso mantiene más recursos líquidos que antes.

El excedente de intereses luego del pago de los gastos del Fideicomiso y del interés ordinario a las clases emitidas se ha aplicado a la amortización de capital de la clase A1.

El excedente mensual de intereses mantiene una tendencia a decrecer, consistente con un mayor peso de las clases A2 y B, que pagan un cupón mayor a la clase A1, y a una reducción de la tasa promedio ponderada de la cartera.

Tal como se establece en el Fideicomiso, la clase A2 se podrá empezar a amortizar cuando se cancele totalmente la clase A1 y, el capital de la clase B se pagará una vez terminada la amortización de las dos clases anteriores.

Tanto los gastos fijos como los gastos variables (honorarios del agente de manejo y del administrador de la cartera) se mantienen dentro del rango planificado.



ACTIVO DE RESPALDO

Descripción del Colateral

Resumen Colateral a:		30-Nov-10
Monto Cartera (USD)		
Original (transferido)		31,417,076.00
Actual		7,735,704.22
Número de Créditos actual		774
Monto Promedio Crédito Actual (USD)		9,994.45
Deuda/ Gtía promedio ponderado (%)		
Original (calificado)		46.83
Actual		31.28
Dividendo/ Renta promedio ponderado (%)		
Original (calificado)		17.06
Actual		15.41
Plazo promedio ponderado remanente (meses)		
Original (calificado)		108
Actual		64
Tasa Interés promedio ponderada (%)		
Original (calificado)		13.14
Actual		10.78
Concentración Regional (%)		
Pichincha		44.6%
Manabí		11.7%
Cotopaxi		10.1%
Loja		6.6%
Chimborazo		6.1%
Imbabura		5.8%
Azuay		5.5%
Cañar		3.5%
Sto Domingo		3.5%
Los Ríos		1.6%
Guayas		1.0%
CPR (TPA) promedio (%)		11.11

El principal activo de respaldo de la presente titularización constituye cartera hipotecaria de vivienda originada por Mutualista Pichincha. Cabe mencionar que la Calificadora ha recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo.

La cartera que respalda a la presente emisión está conformada por 774 créditos hipotecarios, cuyo monto promedio es de USD 9.99M, calificados A en un 95% de acuerdo a las normas del organismo regulador y tienen una tasa de interés promedio ponderada de 10.78% que es la tasa máxima legal permitida por el BCE para el segmento de vivienda.

El Fideicomiso mantiene cartera por USD 7.74MM a Nov-10 frente a un saldo insoluto de las clases emitidas de USD 6.96MM. Adicionalmente cuenta con fondos disponibles por USD 463.17M, destinados a los pagos de capital e interés principalmente.

Desde septiembre 05, el fideicomiso se encuentra en etapa de amortización, por lo que las recuperaciones de capital de cartera deben ser utilizadas en su totalidad para el pago del capital de las distintas clases, de acuerdo a su prelación. Por lo tanto, desde entonces no existen ingresos de cartera nueva al Fideicomiso por ningún concepto.

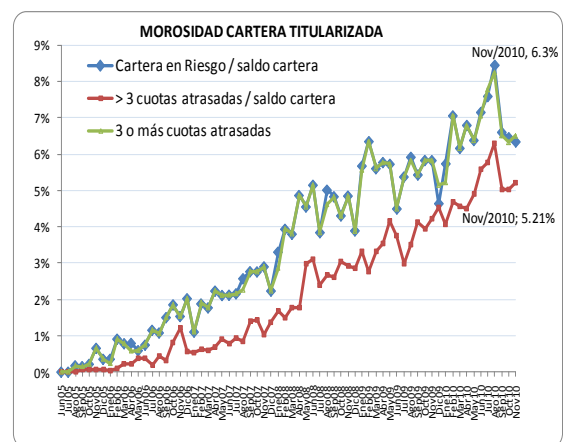
Los indicadores Cuota - Ingreso (CIN) y Deuda - Avalúo (DAV) mejoran respecto a los observados en la calificación original; en el caso del DAV el comportamiento corresponde a la reducción paulatina de la deuda de cada deudor.

Los créditos cumplen con los límites que establece el fideicomiso (DAV de hasta 75% y CIN al momento de la originación del crédito de hasta 35%) con excepción de un 0.69% que muestra un CIN superior, como se muestra en el siguiente cuadro.

Distrib. DAV		Distrib. CIN	
Intervalos	% de cartera	Intervalos	% de cartera
< 10%	4.84%	< 10%	19.59%
entre 10% y 19%	17.93%	entre 11% y 20%	59.49%
entre 20% y 29%	21.95%	entre 21% y 30%	20.00%
entre 30% y 39%	28.94%	entre 31% y 35%	0.23%
entre 40% y 49%	15.38%	Más de 35%	0.69%
entre 50% y 59%	10.81%	Total	100%
entre 60% y 69%	0.16%		
Mayor a 70%	0.00%		
Total	100%		

Con respecto a la calidad de la cartera, la morosidad mantiene una tendencia creciente aunque se mantiene controlada. La cartera en riesgo, la cual incluye la cartera vencida 60 días o más, representa el 1.73% del monto inicialmente transferido y el 6.34% del saldo actual de cartera. Por su parte, el saldo de la cartera con más de 3 cuotas vencidas representa el 1.42% del monto inicial y 5.21% del saldo remanente de cartera.

Cabe indicar que al ser un patrimonio cerrado, se espera que conforme la cartera venza y su saldo se reduzca, la cartera morosa gane mayor participación dentro del activo del Fideicomiso.



La tasa de interés promedio (TPP) de la cartera se ha reducido por el vencimiento de créditos con mayor tasa, la caída en la tasa máxima legal para créditos de vivienda y la tendencia a decrecer de la tasa pasiva referencial. A pesar de que la tasa que pagan los títulos se calcula mensualmente como un porcentaje de la TPP de la cartera, el margen de interés neto en términos absolutos se reduce.

El plazo remanente del activo subyacente es de 64 meses en promedio y el 95.44% de la cartera vence luego del período 22 (plazo legal de la clase B). Este hecho, que presiona el cumplimiento de los plazos legales establecidos para las tres clases emitidas, es mitigado por la potestad que tiene el Fideicomiso de vender cartera o endeudarse para poder cumplir con su objetivo.

El calce entre los flujos generados por la cartera y el vencimiento legal de los títulos es apretado y vulnerable



al comportamiento de los prepagos y de la morosidad de la cartera. La tasa de prepago muestra una recuperación en el 2010, luego de la tendencia a decrecer que mostró en el 2009 debido a una reducción en la liquidez de los deudores, de los que, según la Fiduciaria, aproximadamente el 30% son migrantes.