

Estructurados / Panamá  
Análisis de Riesgo

## Segundo Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios

### Ratings

Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Cambio
Serie A	A-(pan)	A-(pan)	
Perspectiva	Estable		

### Analistas

Allan Lewis H.  
(506) 296-94-54  
allan.lewis@fitchca.com

José P. Zúñiga A.  
(506) 296-91-82  
jose.zuniga@fitchca.com

### Perfil de la Empresa Originadora

El originador de las hipotecas a titularizadas es La Hipotecaria, S.A., empresa que inició operaciones en Mayo 1997 como subsidiaria de Grupo Wall Street Securities. En Marzo del año 2000, Grupo ASSA S. A. adquirió el 48.5% de la tenencia accionaria de la empresa y se cambió la razón social a La Hipotecaria, S. A. Desde su inicio, La Hipotecaria ha sido uno de los líderes en la originación de préstamos hipotecarios para el sector medio en Panamá. Al 31 de mayo del 2003 la empresa administraba una cartera hipotecaria de aproximadamente US\$ 64.5 millones compuesto de 2.889 préstamos hipotecarios individuales.

En diciembre 2002, el Grupo Wall Street vendió su participación accionaria en La Hipotecaria (Holding) Inc. – Compañía Tenedora de las Acciones de La Hipotecaria, S.A. – a los otros dos socios, de tal manera que la nueva composición de la tenencia de las acciones es: Grupo ASSA, S.A. 87% e Inversiones Americasa S.A. 13%.

### Fortalezas

- Activos y pasivos perfectamente calzados
- Activos de alta calidad
- Robustos flujos de efectivo
- Sistema de descuento directo de las cuotas de los préstamos

### Debilidades y Amenazas

- Altos niveles de Saldo del crédito / Avalúo
- Sector sensible a las variaciones del ciclo económico

### Fundamento de la Calificación

La calificación de riesgo de la Serie A del Segundo Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios de A-(pan) (A menos) se mantiene en la revisión trimestral con información financiera al 31 marzo 2003 e información complementaria a Junio 2003. Asimismo se le mantiene la perspectiva estable. La calificación se fundamenta en el desempeño del Fideicomiso, los bajos niveles de morosidad exhibidos por la cartera que compone el activo titularizado, madurez de la cartera, los valores del LTV, la fortaleza de los flujos de efectivo que repagarán la deuda emitida, la subordinación de la Serie B y la calidad del Fiduciario del Fideicomiso de Garantía y del administrador de la cartera.

Fitch considera que la cartera titularizada es de edad reciente, por lo que no muestra deterioros importantes. Los indicadores de mora son muy bajos. El monto atrasado a más de 90 días muestra una reducción desde el anterior estudio de calificación. Dentro de este aspecto es importante señalar que la recaudación de las cuotas de los créditos por el sistema de descuento directo brinda una mayor certeza al recaudo oportuno de las cuotas de los créditos. Fitch considera que la Serie A posee un grado de protección adecuado ante incrementos de la morosidad gracias al apoyo crediticio que la subordinación de la Serie B le otorga.

La totalidad de los préstamos están respaldados con una hipoteca de primer grado, se encuentran vigentes, libres de litigios, debidamente registrados ante las respectivas Oficinas de Registro de Instrumentos Públicos. Las pólizas de seguros de vida, incendio, y cesantía e incapacidad que respaldan los créditos hipotecarios fueron transferidas, de igual manera, al patrimonio autónomo del fideicomiso.

Desde la última revisión los flujos de efectivo del fideicomiso han mostrado fortaleza ante los modelos de "Stress financiero" a que fueron sometidos. Así mismo el porcentaje de subordinación se considera razonable para el nivel de calificación otorgado.

Se consideró que la calidad del fiduciario del Fideicomiso de Garantía era buena.

La calificación se ve limitada por la concentración geográfica de la cartera titularizada alrededor de la ciudad de Panamá. Asimismo, a pesar de que los niveles de LTV mejoran, aún se consideran relativamente altos. Este aspecto es estimado de riesgo, a pesar del sistema de libranzas por medio del cual se otorgan los créditos hipotecarios en Panamá.

Además, la Línea de Crédito con la que cuenta el fideicomiso para eventualidades mitiga relativamente cualquier situación extraordinaria; sin embargo, la carga financiera que generaría la utilización de esta línea sería pagada con los mismos flujos del fideicomiso lo cual afectaría de alguna manera al mismo.

Se considera que existe algún riesgo de vinculación debido al hecho que existe un ligamen entre La Hipotecaria, S.A. y ASSA, S.A.

Finalmente, el Consejo de Calificación ha mantenido un seguimiento cercano de la situación económica de Panamá. La apreciación de los concejales es que la economía panameña se encuentra en una etapa de desaceleración de la actividad económica interna, lo que podría afectar la calidad de la cartera titularizada. Este es un aspecto al que Fitch Centroamérica dará un seguimiento cercano.

### ♦ **Características de la Estructuración.**

La Hipotecaria (Holding), Inc., en calidad de Fideicomitente, constituye un Fideicomiso denominado “Segundo Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios” a favor de sí misma como Fideicomisario. Esta constitución se realiza con un aporte inicial de US\$5,000.00.

En este fideicomiso La Hipotecaria, S.A. funge como Fiduciario. El Fideicomitente constituye el Fideicomiso con el propósito de que el Fiduciario: (i) Constituya un Fideicomiso de Garantía; (ii) celebre un contrato de cesión de préstamos hipotecarios y cause que se ceda el Grupo de Hipotecas al Fiduciario del Fideicomiso de Garantía; (iii) emita los Bonos de Préstamos Hipotecarios; (iv) con los bonos o el producto de la emisión de dichos Bonos de préstamos Hipotecarios, cancele a La Hipotecaria, S.A., a título personal el precio pactado por el traspaso al fiduciario del Fideicomiso de Garantía del Grupo de hipotecas.

### **Fideicomiso de Garantía**

Como se indicó, el fideicomiso emisor de los bonos, constituye a la vez, un segundo fideicomiso denominado el Fideicomiso de Garantía del Segundo Fideicomiso de Bonos de Préstamos, El Fiduciario del Fideicomiso de Garantía es Citibank N. A.

Las obligaciones del Fiduciario del Fideicomiso de Garantía son: 1- Recibir en fideicomiso los créditos hipotecarios, 2- celebrar un contrato de administración para la administración y cobro de los créditos hipotecarios, 3- cobrar, a través del administrador todos los demás derechos que le corresponda como acreedor hipotecario de los mismos, de conformidad con los términos de los contratos de crédito, 4- utilizar los pagos que reciba de los créditos hipotecarios para cumplir con las obligaciones de los bonos emitidos, 5- una vez cumplidas en su totalidad las obligaciones con los tenedores de los bonos, distribuir al fideicomisario sustituto (La Hipotecaria, S.A.) los bienes fiduciarios, o en caso de incumplimiento de dichas obligaciones, distribuya a los tenedores de los bonos los bienes fiduciarios luego de vender y liquidar los créditos hipotecarios.

El propio Fiduciario -La Hipotecaria, S.A.-, esta vez a título personal, administrará los créditos hipotecarios cedidos en base al Contrato de Administración que firmó con Citibank.

En resumen, a los tenedores de los bonos de préstamos hipotecarios se les pagarán los intereses y capitales con el producto de los créditos hipotecarios que se segregará en un patrimonio separado que se llama Fideicomiso de Garantía y los tenedores tendrán como garantía las mismas hipotecas segregadas.

El fideicomiso cuenta además con una línea de crédito por un monto equivalente al valor anual del crédito fiscal. Esta línea se utilizará para enfrentar situaciones especiales o contingencias.

Otra sociedad - Wall Street Securities, S.A.- actúa como Agente de Pago, Registro y Transferencia de los bonos emitidos por La Hipotecaria, S.A. y como casa de valores en la intermediación de los bonos.

La emisión consta de dos series, la Serie A es de US\$ 7.5 millones, mientras que la Serie B de US\$ 2.5 millones la cual esta subordinada a la Serie A.

### ♦ **Características de la cartera titularizada.**

Al 26 de junio 2003 la cartera titularizada consta de 366 préstamos hipotecarios y US\$ 300.000 en inversiones en bonos del Estado de Panamá. La cartera de préstamos mostraba un valor insoluto de US\$ 8.832.972.9 Asimismo el saldo insoluto de los préstamos otorgados bajo la Ley de Intereses Preferenciales fue de US\$ 8.240.480.18.

La cartera titularizada a pesar de ser de edad reciente es de buena calidad. Históricamente, los indicadores de morosidad han sido prácticamente nulos. La recaudación de las cuotas de los créditos se realiza por el sistema de descuento directo, lo que brinda una mayor certeza al recaudo oportuno de las cuotas de los créditos. No obstante, Fitch considera que los niveles de LTV mostrados por la cartera son altos. El promedio ponderado de la relación saldo del crédito / avalúo de la cartera titularizada fue de 84.64% al 26 de junio del 2003. Asimismo la cartera muestra madurez mediana, aproximadamente 46.58 meses.

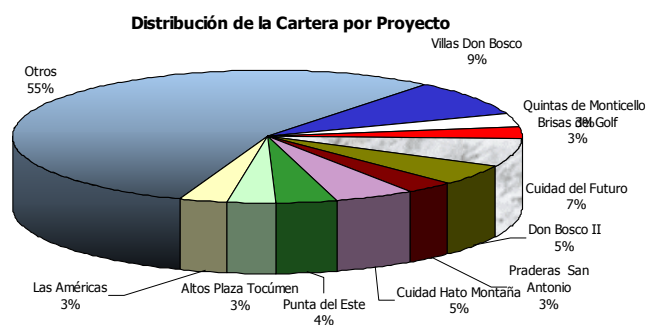
El 100% del grupo de hipotecas titularizadas se componen de préstamos que cuentan con descuentos directos aprobados por el Ministerio de Vivienda para uno o más de los deudores de cada hipoteca según lo estipula la Ley de Descuento Directo.

La historia de morosidad en créditos hipotecarios en Panamá muestra una incidencia muy baja. La cartera

total administrada por la Hipotecaria, S.A. al 31 de mayo 2003 registraba 2.889 créditos hipotecarios con un saldo insoluto de US\$ 64.5 millones. A esa fecha la firma reporta que la morosidad global (más de 90 días) de la cartera administrada es de apenas un 1.43%.

Al cierre mayo del 2003 la cartera titularizada reflejó una baja morosidad, el saldo total moroso alcanzó apenas US\$ 251.113<sup>1</sup> (2.84% de la cartera). Para el 26 de junio del 2003 la cartera morosa mostró una reducción del saldo con atrasos superiores a 90 días. Para este último corte el saldo atrasado era de US\$ 121.634.18, es decir un 1.38% del total de la cartera. Fitch considera que la mora de la cartera es baja, no obstante mantendrá un seguimiento muy cercano de esta variable.

Existe una concentración geográfica de la cartera de préstamos hipotecarios alrededor de la Ciudad de Panamá. La distribución de la cartera por proyecto revela una considerable dispersión en la ubicación de las viviendas en los diferentes proyectos.



La totalidad de los préstamos están respaldados con una hipoteca de primer grado, las cuales se encuentran vigentes, libres de litigios, debidamente registrados ante las respectivas Oficinas de Registro de Instrumentos Públicos.

Una de las características importantes del grupo de hipotecas es que todas poseen póliza de incendio y de vida. Además el 95% de las mismas mantienen pólizas de cesantía e incapacidad.

Las pólizas de seguros de vida, incendio, y cesantía e incapacidad que respaldan los créditos hipotecarios fueron transferidos, de igual manera, al patrimonio

autónomo del fideicomiso antes de la colocación de la emisión.

El 99% de los seguros son adquiridos con ASSA Compañía de Seguros.

Un 93% de las hipotecas está amparada bajo la Ley de Intereses Preferenciales; esta Ley dicta un subsidio de un tramo de los intereses. Esta diferencia es pagada por el gobierno 1 vez al año, el documento de pago se llama Crédito Fiscal, este es un documento muy líquido, y son transados en bolsa.

De las hipotecas fideicometidas el 6.68% corresponden a apartamentos, mientras que un 1.87% del total de la cartera son rehipotecas. El resto corresponde a casas de habitación.

Por otra parte, la distribución de los deudores por lugar de trabajo es bastante dispersa, la mayor proporción se acumula alrededor del Ministerio de Salud (8.4%), la Caja de Seguro Social (5.6%), el Ministerio de Educación (4.7%) y el Ministerio de Justicia (5.2%), el resto laboran en una diversidad muy grande de empresas.

### Segundo Fideicomiso de Bonos De Préstamos Hipotecarios

Empleador	% del total de la Cartera
Ministerio de Salud	8.4%
Caja de Seguro Social	5.6%
Ministerio de Educación	4.7%
Ministerio de Justicia	5.2%
Cable Onda	1.5%
Dirección Aeronáutica Civil	1.5%
Jubilados y Pensionados	1.5%
Otros	71.6%

Las políticas y estándares de crédito utilizados por La Hipotecaria, S.A. son considerados como de buena calidad.

### ◆ Modelos de Sensibilización a los flujos del fideicomiso.

La Serie A del fideicomiso cuenta con una subordinación equivalente al 25% de la emisión total. Lo anterior hace que los flujos de efectivo con que cuenta el fideicomiso para honrar las obligaciones generadas por la "serie A" soporten modelos de sensibilización de importancia.

El historial de desvalorización de las viviendas en las zonas geográficas en las cuales se encuentran ubicadas las casas que respaldan los activos fideicometidos es nula. Es decir, que en el lugar de que las propiedades

<sup>1</sup> Equivalente a 7 operaciones.

se desvaloricen más bien incrementan su valor, dada la ubicación y características de las mismas.

La inclusión de US\$ 300.000 en bonos del Gobierno de Panamá como parte de los activos fideicometidos hacen que el fideicomiso muestre un grado liquidez satisfactorio.

## ◆ Generalidades del Originador

La actividad principal de La Hipotecaria es la generación de hipotecas residenciales en el segmento del mercado clase media, media-baja, su posterior venta (o titularización) y la administración de las mismas durante su vida. En este sentido La Hipotecaria es la única compañía que tiene un programa de titularización de hipotecas; no hay otros productos comparables en el mercado. Desde el inicio de sus operaciones en mayo de 1997, La Hipotecaria, S.A. ha llegado a ser uno de los participantes activos en el mercado de hipotecas bajo el Régimen de Intereses Preferenciales en la República de Panamá, aprobando préstamos hipotecarios a más de dos mil quinientos (2,500) familias panameñas con un valor en exceso de US\$ 61 millones. Los mismos cumplen con estándares aceptados internacionalmente para la generación y administración de créditos hipotecarios y las viviendas financiadas cubren una variada gama de proyectos. La Hipotecaria, S.A. cuenta con personal con experiencia en la administración de créditos hipotecarios, un avanzado sistema de informática, y políticas de tramitación de cobros detallados y rigurosas. El sistema de informática está diseñado con especificaciones internacionalmente aceptadas para administrar carteras hipotecarias y efectuar titularizaciones de carteras hipotecarias en los Estados Unidos y otros países desarrollados. Además cuenta personal con experiencia en los ramos de generación, análisis de crédito, y tramitación de créditos hipotecarios.

Los competidores más importantes de La Hipotecaria en la generación de hipotecas en su segmento del mercado son: Banco General, Primer Banco del Istmo y Caja de Ahorros. Los primeros dos son bancos privados y el tercero es un banco estatal. Por medio de un análisis de permisos de ocupación otorgados, se determinó que Banco General otorga el 25% de las hipotecas en el país, seguidos por los otros dos competidores que otorgan aproximadamente el 15% y el 18% de las hipotecas cada uno.

Durante el 2002 se calculó que La Hipotecaria otorgó entre el 15% y 20% de las hipotecas nuevas del rango de Intereses Preferenciales; hasta \$62,500.

En mayo de 1999 La Hipotecaria, S.A. sirvió como fiduciario del Primer Fideicomiso de Préstamos Hipotecarios, emisor de Bonos Hipotecarios por el monto de US\$ 15,000,000, y administrador de las hipotecas que respaldan dicha emisión. El Primer Fideicomiso de Préstamos Hipotecario consistía en un patrimonio separado de 598 préstamos hipotecarios con características muy parecidas del Grupo de Hipotecas del Segundo y Tercer Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios; todos fueron otorgados bajo sustancialmente el mismo criterio crediticio a clientes del mismo sector del mercado hipotecario.

En total al 31 de mayo del 2003 La Hipotecaria, S.A. administraba un total de 2.889 hipotecas (entre hipotecas propias e hipotecas de terceros), el saldo insoluto total de las mismas alcanzó los US\$ 64.5 millones, de los cuáles US\$ 60.6 millones corresponden al saldo de hipotecas otorgadas bajo la Ley de intereses preferenciales. La relación saldo / avalúo promedio ponderado de las hipotecas es de 86.67%. Por otro lado, la antigüedad promedio de las hipotecas es de 34 meses. En cuanto a la mora mayor a 90 días de la cartera alcanza apenas los US\$ 921.780, es decir un 1.43% del total de la cartera.

Es importante comentar que en abril del 2003 los socios de La Hipotecaria (Holding) Inc. aportaron la suman de US\$ 1.0 millones adicionales en efectivo para aumento del capital de la empresa, así el capital de la firma al 30 de junio 2003 alcanza US\$ 2.4 millones; lo anterior fortalece las operaciones del administrador del Fideicomiso. Finalmente, la administración de la firma comentó que durante el segundo semestre del 2003 se estará iniciando operaciones en El Salvador, su operación iniciará en la ciudad de San Salvador.

## ◆ Características de las Emisiones.

Las emisiones del fideicomiso tienen las siguientes características:

	Monto*	Tasa de Interés	Vencimiento
Serie A	US\$ 7.50	Ti Ref - 1.75%	27/3/2031
Serie B	US\$ 2.50	Ti Ref - 1.00%	27/3/2031

\*en Millones de US\$

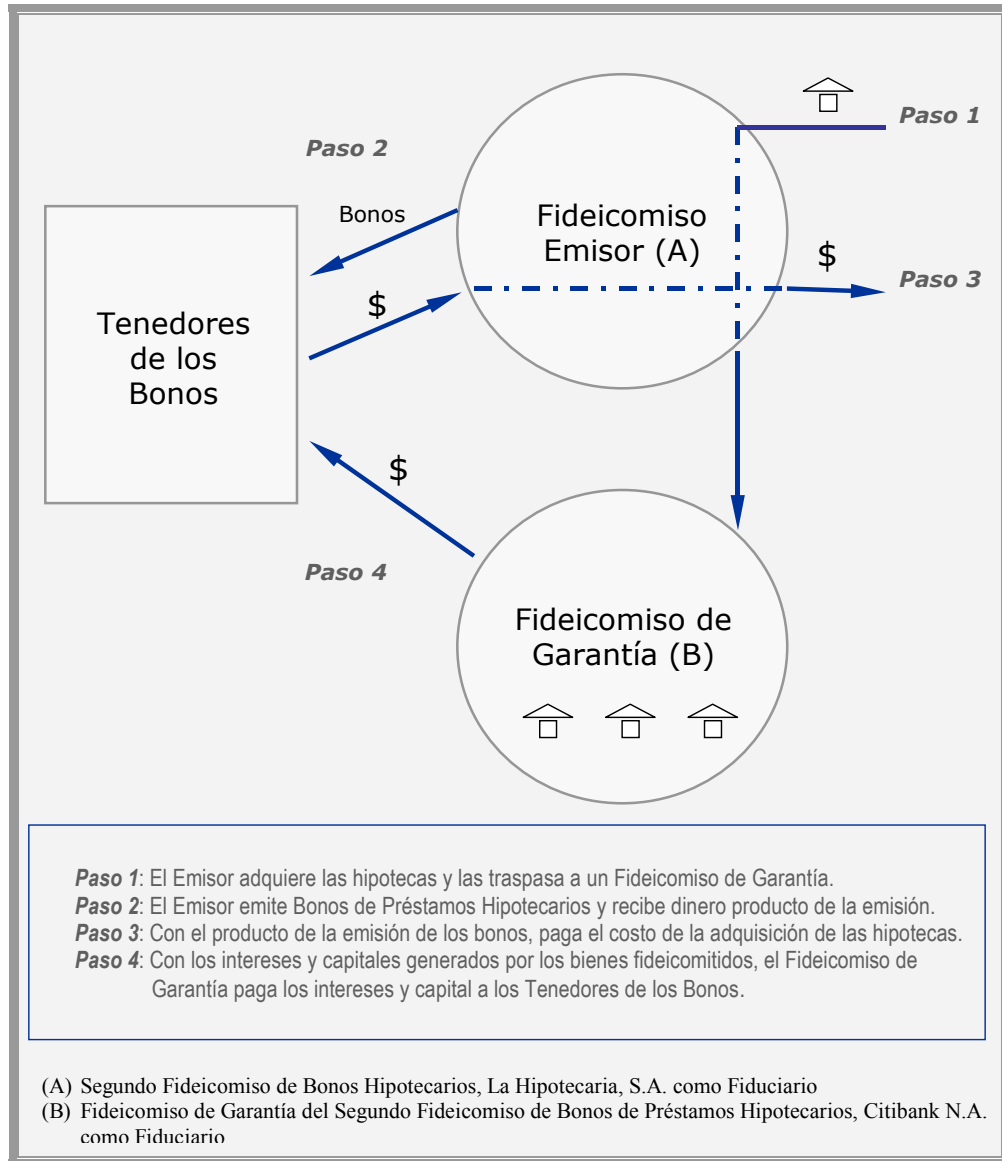
Al 1 de julio del 2003 el saldo de la Serie A de los bonos muestra un saldo de US\$ 7.020.500 y la Serie B de US\$ 2.457.000, lo anterior debido a que la amortización de los bonos programada originalmente se ha cumplido.



## Datos Generales de las Hipotecas

<b>Estadísticas Generales de las Hipotecas</b>	<b>26 Jun 2003</b>	<b>31 May 2003</b>	<b>31 Dic 2002</b>
Número de Hipotecas	<b>366</b>	<b>366</b>	<b>371</b>
Saldo Insoluto Total de las Hipotecas	<b>8.832.972.90</b>	<b>8.847.827.39</b>	<b>9.198.756.73</b>
Saldo Insoluto Tot Hipotecas otorgadas bajo la Ley de Intereses Preferenciales	<b>8.240.480.18</b>	<b>8.254.761.52</b>	<b>8.591.905.56</b>
Saldo Insoluto Tot Hipotecas no otorgadas bajo la Ley de Intereses Preferenciales	<b>592.492.72</b>	<b>593.065.87</b>	<b>597.851.17</b>
Balance Original de las Hipotecas	<b>9.537.474.72</b>	<b>9.537.474.45</b>	<b>9.808.744.45</b>
Saldo Mínimo de las Hipotecas	<b>7.220.06</b>	<b>7.294.08</b>	<b>7.529.81</b>
Saldo Máximo de las Hipotecas	<b>94.224.78</b>	<b>94.224.78</b>	<b>94.224.78</b>
Saldo Promedio de las Hipotecas	<b>24.133.81</b>	<b>24.174.39</b>	<b>24.770.23</b>
Tasa de las Hipotecas otorgadas bajo la Ley de Intereses Preferenciales	<b>8.75%</b>	<b>8.75%</b>	<b>9.00%</b>
Tasa Mínima de las Hipotecas no otorgadas bajo la Ley de Intereses Preferenciales	<b>8.50%</b>	<b>8.50%</b>	<b>8.50%</b>
Tasa Máxima de las Hipotecas no otorgadas bajo la Ley de Intereses Preferenciales	<b>9.50%</b>	<b>9.50%</b>	<b>9.50%</b>
Tasa Promedio Ponderada de las Hipotecas	<b>8.77%</b>	<b>8.77%</b>	<b>8.99%</b>
Relación Saldo / Avalúo Mínima de las Hipotecas	<b>30.18%</b>	<b>30.49%</b>	<b>31.47%</b>
Relación Saldo / Avalúo Máxima de las Hipotecas	<b>94.03%</b>	<b>94.03%</b>	<b>94.03%</b>
Relación Saldo / Avalúo Promedio de las Hipotecas	<b>86.69%</b>	<b>83.33%</b>	<b>84.71%</b>
Relación Saldo / Avalúo Promedio Ponderado de las Hipotecas	<b>84.64%</b>	<b>84.77%</b>	<b>85.62%</b>
<b>Información Histórica de las Hipotecas</b>			
Primera Fecha de Vencimiento de las Hipotecas	<b>24/09/2013</b>	<b>24/09/2013</b>	<b>24/.09/2013</b>
Última Fecha de Vencimiento de las Hipotecas	<b>27/03/2031</b>	<b>27/03/2031</b>	<b>27/03/2031</b>
Promedio Ponderado en Libros desde la Fecha de Desembolso (Meses)	<b>46.58</b>	<b>45.81%</b>	<b>40.96</b>
Mora mayor a 90 días en US\$	<b>121.634.18</b>	<b>251.113.18</b>	<b>229.604.86</b>
Mora Mayor a 90 días % de la Cartera	<b>1.38%</b>	<b>2.84%</b>	<b>2.50%</b>

## Esquema Operativo de la Emisión



Este reporte ha sido elaborado utilizando información proporcionada por los emisores y otras fuentes que se consideran confiables. Fitch Centroamérica no audita dicha información, por lo que no asume responsabilidad alguna ante terceros por pérdidas que puedan producirse como consecuencia de su falsedad. Este informe debe leerse conjuntamente con el prospecto emitido por la compañía emisora. La calificación otorgada podrá ser modificada, suspendida o retirada, como consecuencia de cambios en la información, su falta de disponibilidad, o por otras razones. La calificación otorgada es una opinión y no una recomendación para comprar, vender o mantener determinado título, ni un aval o garantía de la emisión o del emisor.

Segundo Informe de Bases de Fideicomiso Hipotecario