

RMBS / Panamá
Análisis de Riesgo**Segundo Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios (SFBPH)****Ratings**

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Cambio
Bonos Serie A	AA (pan)	A+(pan).	12/21/06
Bonos Serie B	N.C.	N.C.	

Analistas

Marcelle Millet N.
(506) 296-91-82
marcelle.millet@fitchca.com

Erick F. Campos
(506) 296-91-82
erick.campos@fitchca.com

Allan Lewis H
(506) 296-91-82
allan.lewis@fitchca.com

Perfil

El emisor de los bonos es el SFBPH. Fideicomiso irrevocable creado en el año 2001 con la única misión de administrar la cartera de hipotecas que respaldan en forma exclusiva las emisiones de Bonos Hipotecarios Residenciales Serie A y Serie B por un monto de US\$7.5MM y US\$2.5MM respectivamente. El SFBPH ha sido creado por La Hipotecaria, S.A., a título fiduciario, institución financiera no bancaria pionera en el mercado panameño en la generación, administración y titularización de préstamos hipotecarios, la cual cuenta con licencia fiduciaria para dedicarse al negocio de fideicomisos en la República de Panamá.

La vida del fideicomiso se ha establecido en función de la fecha de vencimiento de los bonos hipotecarios emitidos y que los créditos hipotecarios hayan sido pagados en su totalidad.

Fundamentos

Fitch Ratings aumenta la calificación de riesgo en Panamá en escala nacional a los Bonos Serie A del Segundo Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios (SFBPH) en AA(pan) desde A+ (pan). La calificación refleja la mejora crediticia del 25% proveniente de la subordinación de los Bonos Serie B, el desempeño del colateral y la estructura legal y financiera de la transacción. También se considera la habilidad de La Hipotecaria como administradora de la cartera de hipotecas.

El SFBPH emitió los Bonos Serie A, los cuales se encuentran respaldados, principalmente, por un portafolio de préstamos hipotecarios originados por La Hipotecaria, quien se mantiene como administrador de las hipotecas de acuerdo con la estructura.

Al 31 de octubre del 2006, la cartera hipotecaria está compuesta por 288 créditos hipotecarios con un saldo insoluto de US\$5.84 millones (saldo original US\$7.05 millones), donde el 97.7% de los créditos se encuentran bajo el régimen de la Ley de intereses preferenciales de la República de Panamá. Además, el 95% de las hipotecas mantienen pólizas de cesantía e incapacidad y el 100% posee póliza de incendio y de vida. El saldo promedio de las hipotecas a esta fecha se ubica en US\$20,679.00 con una tasa de interés promedio de 7.05%. Geográficamente, todos los préstamos hipotecarios se ubican alrededor de la Ciudad de Panamá y la relación saldo sobre avalúo promedio es de 75%. La cartera de hipotecas acumula una vida promedio de 7.2 años transcurridos. La recaudación de las cuotas vencidas es realizada por la Hipotecaria en un 82% por descuento directo al salario del deudor, gracias a ello el 90% de los créditos se encuentran al día.

Los Bonos Serie A emitidos por el SFBPH poseen una mejora crediticia equivalente al 25% proveniente de la subordinación de los Bonos Serie B. La liquidez se ve protegida por un mercado secundario activo de descuento de los créditos fiscales y por la disposición líneas de créditos bancarios actualmente activos con bancos de primer orden.

Se ha establecido una discrecionalidad de amortización de principal de las emisiones A y B del SFBPH, proporcionalmente se de el ingreso de cuotas canceladas de la cartera hipotecaria y el ingreso del crédito fiscal del Gobierno de Panamá. Si bien Fitch considera la discrecionalidad de amortización de capital como una debilidad de la estructura, éste es compensado con la participación del Banco Continental como fiduciario del Fideicomiso de Garantía y las obligaciones legales que se establecen en el contrato.

Diciembre, 2006

Antecedentes

Involucrados en la Transacción

La Hipotecaria, S.A. fue constituida en 1996 y es la primera institución no-bancaria en Panamá especializada en la generación, administración y titularización de préstamos hipotecarios. Desde 1997, cuenta con licencia fiduciaria para dedicarse al negocio de fideicomiso en o desde la República de Panamá. La Hipotecaria ha llegado a ser uno de los líderes en el mercado de hipotecas bajo la Ley de Intereses Preferenciales en la República de Panamá, beneficiando a más de 4, 565 familias con un valor en exceso de US\$94.0MM en créditos.

La Hipotecaria, S.A. asume varios papeles en la emisión de los Bonos de Préstamos Hipotecarios (BPH) del Segundo Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios (SFBPH), a saber: 1) Fiduciario del SFBPH, 2) Fideicomitente, a título fiduciario del SFBPH, del Fideicomiso de Garantía (FG) y 3) Administrador de los Bienes fideicometidos al FG. En la actualidad La Hipotecaria cumple estos mismos roles en siete fideicomisos de titularización vigentes en el mercado financiero-bursátil panameño.

El capital accionario de Hipotecaria, S.A. pertenece en un 100% a La Hipotecaria (Holding), Inc. sociedad constituida en las Islas Vírgenes Británicas y cuyos accionistas son el Grupo ASSA, S.A. en un 87% e Inversiones Americasa, S.A. en un 13%. La Hipotecaria (Holding), Inc. actúa como Fideicomitente del SFBPH y como Fideicomisario del SFBPH.

Por su parte, Banco Continental de Panamá figura como fiduciario del Fideicomiso de Garantía. Wall Street Securities, S.A., actúa en la transacción como:

Casa de Valores, puesto de bolsa, agente de pago. Como Custodio se ha establecido a Latin Clear.

Emisor de los Bonos

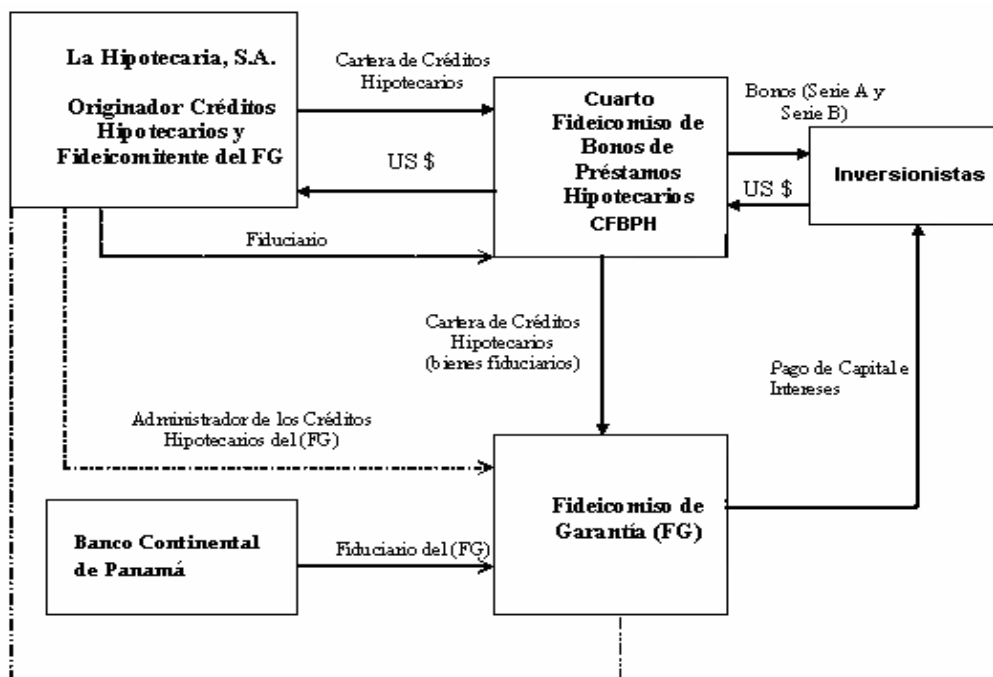
El emisor de los bonos es el SFBPH y la emisión la realiza La Hipotecaria, S.A. a título fiduciario del SFBPH, el fideicomiso se constituye inicialmente sobre la suma de US\$5 mil, moneda de curso legal de los Estados Unidos de América, un Bono soberano panameño por aproximadamente US\$200 mil y sobre una cartera de hipotecas original de 372 créditos.

Descripción del Fideicomiso

En 2001 se constituye en la República de Panamá, el SFBPH (fideicomiso irrevocable) por parte de La Hipotecaria (Holding) Inc., entidad que asume los papeles como Fideicomitente y Fideicomisario y la Hipotecaria, S.A. como Fiduciario.

El fideicomiso (SFBPH) considera la constitución por parte del Fiduciario de un fideicomiso adicional, el Fideicomiso de Garantía (FG) quien tendrá como fiduciario al Banco Continental. Adicionalmente contempla la celebración del Contrato de Cesión, donde se ceden los créditos hipotecarios al fiduciario del FG (Banco Continental) para que éste cobre, a través del administrador (La Hipotecaria), los créditos hipotecarios y ejerza todos los demás derechos que le corresponda como acreedor hipotecario de los préstamos (créditos hipotecarios) de conformidad con los términos del contrato de crédito. Además de los créditos hipotecarios, se ceden al FG bonos del Estado Panameño y efectivo y gastos prepagados. El objeto del FG es el de establecer un patrimonio para respaldar a los tenedores de los bonos el pago de las sumas que adeude el SFBPH.

Esquema de la Operación



* La Hipotecaria (Holding), Inc. funciona como Fideicomitente y Fideicomisario del CFBPH

El Fiduciario del SFBPH emite los BPH a título fiduciario del SFBPH y con el producto de la emisión cancela a La Hipotecaria, S.A. las hipotecas traspasadas al FG, paga los gastos de Administración y traspasa el remanente al fiduciario del FG. Los tenedores de los BPH son acreedores del SFBPH, por lo que no poseen acción directa contra los deudores de los créditos hipotecarios para ejecutar las hipotecas sobre los bienes inmuebles que garantizan los préstamos y no son fideicomisarios del SFBPH.

Administración del FG

Según se ha establecido en el Contrato de Administración, corresponde a La Hipotecaria encargarse de la administración de los créditos hipotecarios para beneficio y representación del Fiduciario del FG. La Hipotecaria utilizará los mismos criterios, políticas, procedimientos y prácticas que usualmente utiliza en la administración de su propia cartera de créditos hipotecarios.

El administrador establecerá las cuentas operativas las cuales son claves para el eficiente desempeño del FG, a saber:

Cuenta de Capital Serie A: donde se acreditarán el 75% de los Fondos de Capital¹ recaudados de la cartera hipotecaria.

Cuenta de Capital Serie B: donde se acreditarán el 25% de los Fondos de Capital recaudados de la cartera hipotecaria. Las amortizaciones al capital de esta serie no se podrá realizar si existen fondos insuficientes para pagar Intereses Extraordinarios de la Serie B y si, luego de cualquier pago de capital a los Bonos Serie B emitidos y en circulación en dicho momento es menor al 25% de todo el saldo insoluto de la Serie A más la Serie B emitidos y en circulación en dicho momento.

Cuenta de Intereses: donde se acreditarán los intereses cobrados de los créditos hipotecarios, el monto

¹ Los Fondos de Capital están constituidos por: a) amortizaciones de principal programado o no programado, b) capital recibido por venta de vivienda por procesos legales o extrajudiciales, c) créditos para reservas de recuperación de capital e intereses no cobrados.

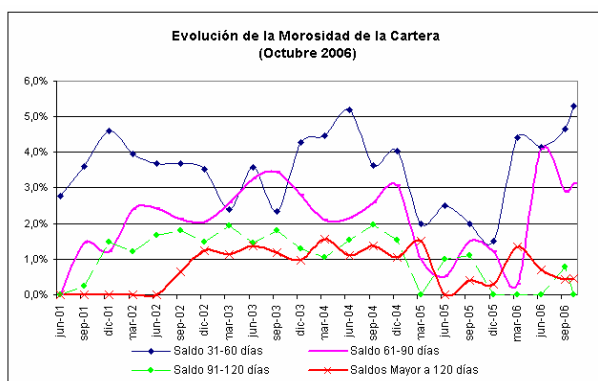
FitchRatings Estructurados América Latina

efectivamente recibido de la venta del crédito fiscal, gastos o ingresos originados por la venta de un bien hipotecado en un proceso judicial o extrajudicial. Esta cuenta será debitada en este orden: comisión del Fiduciario, intereses devengados por alguna facilidad de crédito contratada, intereses de Bonos Serie A, intereses ordinarios de Bonos Serie B y otros gastos administrativos relacionados exclusivamente con el FG.

Evolución del Colateral

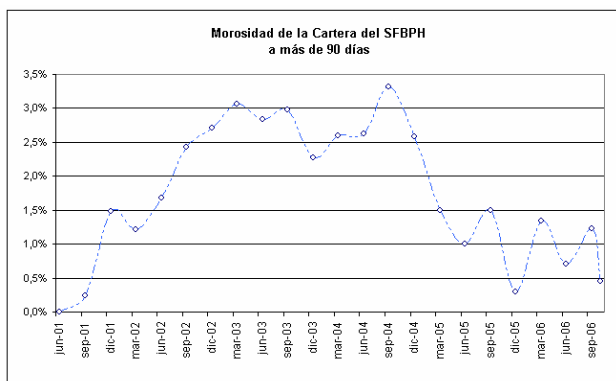
Morosidad de los Créditos Hipotecarios

El desempeño de los créditos que componen la cartera de préstamos hipotecarios ha presentado desde sus inicios un comportamiento esperado; los niveles de morosidad a más de 90 días se han mantenido a través de los años por debajo del 3% del total de créditos.



A octubre del 2006 los créditos con antigüedad mayor a 90 días equivalen al 0.4% de la cartera, lo que corresponde a solamente una operación, siendo este mes el de mejor relación desde la existencia del Fideicomiso. Las operaciones que mantienen su saldo al día corresponden a octubre del 2006 a un 84.3% del total de la cartera hipotecaria. Estos comportamientos pueden ser observados en los siguientes gráficos. Según las cifras contables a Junio del 2006 la cartera de créditos insolutos cubre en 1.42x la emisión de Bonos Hipotecarios Serie A.

Los otros activos con que cuenta el fideicomiso como colaterales de la emisión A, corresponden a recursos en cuentas corrientes, inversiones en bonos y cuentas por cobrar (sobre el crédito fiscal), estas cuentas aunadas a la cartera de créditos muestran una cobertura de activos totales sobre la emisión de Bonos A de 1.53x.



Evolución de las Características del Colateral

Las emisiones de Bonos Hipotecarios serie A y B, tienen como respaldo una cartera conformada por 288 créditos, 87 créditos menos que al inicio del fideicomiso producto del prepago. Estos créditos representan un saldo insoluto de US\$5.84MM, la tasa de interés promedio de las hipotecas dentro del fideicomiso se ha disminuido, desde 9.98% a 7.06% al 31 de octubre del 2006 afectada principalmente por la Tasa de Referencia del mercado panameño.

La relación saldo sobre avalúo promedio (LTV) de la cartera alcanzaba 87.4% al inicio de la transacción y actualmente se coloca a un 75.22%, afectado más que todo por las amortizaciones al capital por parte de los deudores, más que por actualizaciones a los valores de las propiedades aunque las viviendas han ganado valor a través de los años. Del saldo insoluto de las

hipotecas vivas, el 96% se encuentran otorgadas bajo ley de intereses preferenciales.

Principales Características del Colateral (A Octubre del 2006)	
Monto de la Cartera (US\$)	
Original	9.454.879
Actual	5.841.093
Otorgada bajo la Ley de Interés Preferencial (US\$)	
Original	8.843.678
Actual	5.595.449
Relación LTV	
Original	87,4%
Actual	75,22%

Plazo Promedio Transcurrido (años)	
Original	1.85
Actual	7.27
Saldo Promedio de Hipotecas	
Original	25.845
Actual	20.281
Tasa de Interés Ponderada	
Original	9.98%
Actual	7.06%

La cartera de hipotecas que respalda las emisiones A y B, poseen una gran diversidad en montos, a Octubre del 2006 el saldo de la hipoteca con mayor monto corresponde a US\$56.589 y el saldo menor por un monto de US\$20.281.

Si bien los préstamos hipotecarios poseen una concentración geográfica, pues se ubican alrededor de la Ciudad de Panamá, estos poseen una buena dispersión de acuerdo a los proyectos habitacionales a los que pertenecen. Adicionalmente, todos los préstamos hipotecarios están respaldados con una hipoteca en primer grado (vigente, libre de litigios y debidamente registrada ante las respectivas Oficinas de Registro de Instrumentos Públicos). El 95% de las hipotecas mantienen pólizas de cesantía e incapacidad y el 100% posee póliza de incendio y de vida. (Pólizas que son otorgadas casi en su totalidad por ASSA Compañía de Seguros y que fueron transferidas al fideicomiso)

Mercado Panameño de Vivienda

El mercado de vivienda en Panamá, se puede segregar en cuatro categorías: a) Vivienda Informal; b) Vivienda de Interés Social; c) Vivienda de la Clase Media / Media Baja y d) Vivienda de la Clase Media / Alta. Las viviendas que sirven de garantía de las hipotecas que serán bienes fiduciarios del FG pertenecen a la categoría "c", que se caracterizan por ser viviendas construidas y financiadas por la empresa privada y generalmente el financiamiento de largo plazo goza de un subsidio especial del gobierno nacional a través del subsidio parcial en la tasa de interés que paga cada deudor si, entre otras, el precio de venta original es menor a US\$ 62,501.

Tasa de Referencia

Es calculada por la Superintendencia de Bancos utilizando las tasas de interés de los 5 bancos privados que tengan la mayor cartera de préstamos hipotecarios residenciales y de la Caja de Ahorros. Las tasas de interés que se utilizan son los que cada uno de ellos (bancos privados y Caja de Ahorro) haya cobrado durante el mes inmediatamente anterior sobre los préstamos residenciales de primera hipoteca no amparados por la Ley de Intereses Preferenciales y que hayan sido otorgados con arreglo a una tabla de amortización basada en un plano no menor a 15 años.

Por lo tanto, la tasa equivaldrá al promedio, redondeado al cuarto de punto porcentual más cercano, de los intereses cobrados por tales instituciones sobre dichos préstamos en el mes inmediatamente anterior a la fecha de publicación de la nueva tasa de referencia.

Descripción y Evolución de los Bonos de Préstamos Hipotecarios

El 13 de septiembre del 2001 el SFBPH emitió dos emisiones, con las siguientes características:

a) Bonos serie A, por US\$7.5MM, fecha de vencimiento será la fecha en que venza el último Crédito Hipotecario o a más tardar el 27 marzo 2031, lo que ocurra primero, La Hipotecaria como administrador posee la discreción de amortizar los bonos en forma trimestral, acción que debe ser aprobada por el fiduciario del Fondo de Garantía. La tasa de interés es variable igual a la tasa de referencia publicada por la Superintendencia de Bancos de Panamá menos 1.75%; intereses pagaderos trimestralmente. Los Bonos Serie A emitidos por el SFBPH poseen una subordinación de los Bonos Serie B equivalente al 25%.

b) Bonos serie B, por US\$2.5MM de cumplirse ciertos requisitos establecidos en el contrato de administración del Fideicomiso de Garantía existe la posibilidad de amortización anual en los primeros 10 días de enero de cada año. Esta emisión es más rentable debido al riesgo que conlleva ya que asume la ganancia o pérdida que pueda experimentar el SFBPH. La tasa de interés es variable igual a la tasa de referencia publicada por la Superintendencia de Bancos de Panamá menos 1.0%, pagaderos anualmente; además, recibirá el pago de intereses extraordinarios en función del desempeño de la cartera de hipotecas, el crédito fiscal y otros ingresos

y gastos. Fecha de vencimiento será la fecha en que venza el último Crédito Hipotecario o a más tardar el 27 marzo 2031, lo que ocurra primero .

A Octubre de 2006, la Serie A ha sido amortizada en un 44% para un saldo activo de US\$3.309.500,00, se ha pagado un rendimiento promedio del 6.25% (5.25% a Octubre 2006). La Serie B ha sido amortizada en un monto de US\$267.500,00 correspondiente a un 11% del monto original. A través del tiempo la Serie B ha mantenido un monto equivalente o mayor al 25% del saldo insoluto de la Serie A, lo cual corresponde a la subordinación establecida desde su emisión y que constituye un requisito según el prospecto.

Prelación de Pago y Subordinación

Tanto los intereses y el capital de los Bonos de la Serie A mantienen en una condición de prelación de pago ante los intereses y capital de los Bonos Serie B. Tal como se ha establecido en el prospecto de la emisión así como en el Contrato de Administración, la emisión de Bonos Serie A contempla una subordinación de los Bonos Serie B, donde en la fecha de vencimiento ya sea natural o anticipada, el Fiduciario sólo realizará abonos a intereses y principal de los Bonos Serie B una vez se haya cancelado en su totalidad los intereses adeudados y el Saldo Insoluto de los Bonos Serie A.