

RMBS / Panamá
Análisis de Riesgo

Cuarto Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios (IV-FBPH)

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual
Bonos Serie A	AA(pan)
Bonos Serie B	N.C.

N.C.: No Calificado

Analistas

Rodrigo Contreras, CFA
+506 2296-9182
rodrigo.contreras@fitchratings.com

Erick Campos
+506 2296-9182
erick.campos@fitchratings.com

Fundamentos

Fitch Ratings mantiene la calificación de riesgo nacional en Panamá de 'AA(pan)' a los Bonos Serie A de Préstamos Hipotecarios emitidos por el fideicomiso panameño denominado Cuarto Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios (IV-FBPH), y cuyo fiduciario-emisor es La Hipotecaria, S.A. La calificación está basada en lo siguiente:

- El nivel actual de subordinación provisto por los Bonos Serie B se ha mantenido desde la fecha de la emisión en un 25% del saldo total de los bonos.
- La sobresaliente calidad crediticia mostrada por la cartera colateral.
- La fortaleza de La Hipotecaria como originador y administrador de hipotecas.

Las hipotecas-residenciales que constituyen el colateral fueron originadas por La Hipotecaria y otorgadas bajo la Ley de Interés Preferencial, alcanzando 609 a junio 2008 (saldo total aproximado: US\$6.5 millones). Durante el año 2011, alrededor de un 47% del saldo de los créditos hipotecarios vigentes a junio 2008 dejaron de percibir el subsidio gubernamental, resultando en un incremento en la tasa de interés pagada por el deudor. Esto podría repercutir en un deterioro de la calidad crediticia de estas hipotecas y/o un incremento en el ritmo de prepago.

Casi la totalidad de las hipotecas poseen seguro de vida, seguro contra incendio y daños contratados con la empresa relacionada ASSA Compañía de Seguros, S.A. (ASSA). Mientras que un 25% de las mismas no cuentan con seguro de desempleo/incapacidad.

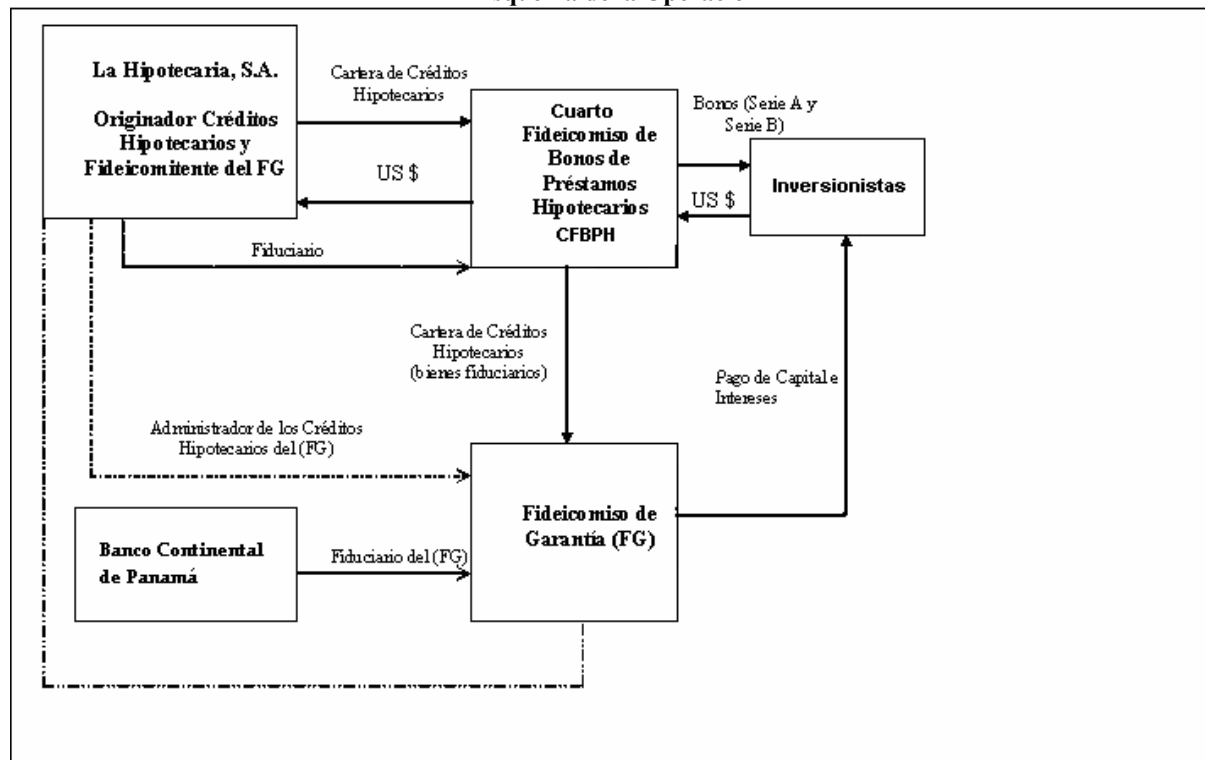
Sumario de la Transacción

El IV-FBPH emitió bonos en Panamá por un total de US\$10 millones en dos series: la serie A por US\$7.5 millones y la serie B subordinada por US\$2.5 millones. El nuevo fiduciario del fideicomiso de garantía es Banco General, S.A. (banco de capital privado panameño más grande en términos de activos, con Calificación *Issuer Default Rating* de Largo Plazo en Moneda Extranjera de 'BBB' por Fitch), dada la fusión entre este y Banco Continental de Panamá, quedando el primero como entidad operativa.

La Hipotecaria es una institución financiera no bancaria domiciliada en Panamá. Ambas entidades se especializan en la generación, administración y titularización de préstamos hipotecarios, y es propiedad en su totalidad por La Hipotecaria (Holding), Inc. y Subsidiarias. Históricamente, La Hipotecaria ha atendido a los sectores medio y medio/bajo en Panamá.

Agosto 2008

Esquema de la Operación



• **Prioridad de Pagos**

Los flujos de las hipotecas, los cuales incluyen intereses y principal recolectados, que reciba el Fideicomiso serán distribuidos a los tenedores de los bonos de acuerdo a la siguiente prioridad de pagos (debitadas a la Cuenta de Intereses):

- i) Comisión devengada e indemnización del Fiduciario (Banco General).
- ii) Intereses devengados por las facilidades crediticias contratadas por el Fideicomiso de Garantía.
- iii) Intereses Ordinarios de Bonos Serie A.
- iv) Intereses Ordinarios de Bonos Serie B (excluyendo los Intereses Extraordinarios).
- v) Gastos Extraordinarios.
- vi) Cualquier pérdida en la venta de los créditos fiscales por debajo de 97.5%.
- vii) Comisiones devengadas de: Agente de Pago (Banco General), y Administración, Cobranza y Fiduciario-emisor (La Hipotecaria).

viii) Provisión para pérdida de intereses y capital.

xi) Intereses Extraordinarios de Bonos Serie B.

Las amortizaciones de capital para ambas series no se incluyen en la anterior cascada de pagos dada la discrecionalidad del Fideicomiso para el pago de capital mismo. Si bien el pago de capital de los Bonos Serie A goza de prelación sobre el pago de capital de los Bonos Serie B, el capital de la Serie B no podrá ser distribuido si existen fondos insuficientes para pagar los Intereses Extraordinarios Serie B al Día de Cálculo Serie B inmediatamente anterior al Día de Pago Serie B y si, luego de cualquier pago de capital a los Tenedores de los Bonos Serie B, el Saldo Insoluto de los Bonos Serie B representaran menos de un 25% del saldo insoluto de la totalidad de los bonos emitidos y en circulación.

La Hipotecaria ha establecido las siguientes cuentas contables administrativas:

- i) *Cuenta Administrativa de Primas de Seguro:* En esta se acreditará todos los pagos recibidos de los deudores en concepto de primas de seguros.

ii) *Cuenta Administrativa de Gastos de Manejo*: En esta se acreditarán todos los pagos recibidos de los deudores en concepto de gastos administrativos de manejo y contabilidad.

iii) *Cuenta Administrativa de Prepagos*: En esta se acreditarán todas las sumas recibidas de los deudores que representen pagos anticipados de abonos a capital.

Asimismo, La Hipotecaria ha establecido las siguientes cuentas contables operativas:

i) *Cuenta de Capital Serie A*: En esta se acreditará el 75% de los Fondos de Capital¹. Del saldo que posea esta cuenta se podrá distribuir para pagar capital de los Bonos Serie A, quedando dicho monto a distribuir a discreción de La Hipotecaria.

ii) *Cuenta de Capital Serie B*: En esta se acreditará el 25% de los Fondos de Capital. Del saldo que posea esta cuenta se podrá distribuir para pagar capital de los Bonos Serie B, quedando dicho monto a distribuir a discreción de La Hipotecaria. Sin embargo, este saldo no se podrá distribuir si existen fondos insuficientes para pagar Intereses Extraordinarios Serie B al Día de Cálculo Serie B inmediatamente anterior al Día de Pago Serie B y si, luego de cualquier pago de capital a los Tenedores de los Bonos Serie B, el saldo insoluto de los Bonos Serie B representaran menos del 25% del saldo insoluto de la totalidad de los Bonos emitidos y en circulación.

iii) *Cuenta de Intereses*: En esta se acreditarán todos aquellos intereses devengados y no cobrados de los créditos hipotecarios hasta por 120 días; el 97.5% de los créditos fiscales devengados; el monto recibido por encima de dicho 97.5%; intereses de otros activos del Fideicomiso de Garantía; intereses y gastos extraordinarios recuperados producto de la venta de un bien hipotecado; derechos anticréticos generados; ganancia y superávit relacionado con la venta de un bien hipotecado.

¹ Fondos de Capital se define como: 1) Amortizaciones programadas y no programadas que se reciban de los deudores hipotecarios; 2) Capital producto de la venta de vivienda en proceso judicial, extrajudicial u otro arreglo o el saldo de cualquier crédito hipotecario vendido; y 3) Reserva para recuperación de pérdidas de capital e intereses no cobrados.

Las cuentas bancarias donde se deposita el producto generado por los créditos hipotecarios se mantienen en Banco General, S.A. (banco de capital privado panameño más grande en términos de activos, con Calificación *Issuer Default Rating* de Largo Plazo en Moneda Extranjera de 'BBB' por Fitch).

Hasta la fecha, el Fideicomiso no ha hecho uso de facilidades crediticias, provistas por Banco General. Estas facilidades pretenden pagar los intereses de los bonos en caso haya algún retraso administrativo para que el gobierno panameño entregue el crédito fiscal al Fideicomiso.

• Mercado Hipotecario Preferencial en Panamá

Similar a varios países latinoamericanos, el mercado de hipotecas residenciales en Panamá se encuentra en una etapa de desarrollo caracterizado por una elevada competencia y dominada tanto por reconocidas instituciones financieras (tanto bancarias como no-bancarias) locales e internacionales. Los bancos internacionales tales como BBVA, The Bank of Nova Scotia y HSBC participan en el segmento más alto del mercado mientras que instituciones financieras locales se enfocan en el sector medio y/o medio/bajo.

Las principales instituciones financieras que colocan hipotecas en el mismo segmento de mercado que La Hipotecaria, viviendas de clase media/media-baja (amparadas bajo la Ley de Interés Preferencial), son Banco General, Caja de Ahorros (banco estatal, con calificación de largo plazo de 'AA(pan)' por Fitch) y Banco Panameño de la Vivienda. A partir de marzo 2008, el máximo superior se incrementó a US\$82,500 desde US\$62,500, mientras el límite inferior permaneció en US\$15,000. Esta modificación no afecta en lo absoluto al Fideicomiso dado el monto de préstamos colaterales que lo constituyen.

• Originación y Administración

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.

La Hipotecaria es completamente poseída por La Hipotecaria (*Holding*), Inc. y Subsidiarias (La Hipotecaria Holding), compañía constituida bajo las leyes de las Islas Vírgenes Británicas y que además posee la totalidad de las acciones de capital de otras compañías entre las que destaca La Hipotecaria, S.A. de C.V., primera entidad no-bancaria en El Salvador especializada en la generación, administración y titularización de créditos hipotecarios-residencial colocados domésticamente. La Hipotecaria Holding actúa como fideicomitente y fideicomisario del III-FBPH. La Hipotecaria, S.A. actúa como fiduciario del III-FBPH.

Banco General figura como fiduciario del fideicomiso de garantía². Mientras que Wall Street Securities, S.A., actúa en la transacción como Agente de Pago. Por su parte, Latin Clear es el Custodio de la emisión.

A su vez, La Hipotecaria Holding es subsidiaria de Grupo ASSA, S.A. (Grupo ASSA), holding domiciliado en Panamá, en un 87% e Inversiones Americasa, S.A., compañía domiciliada en Panamá, con un 13%. Grupo ASSA es propietario de una de las aseguradoras más importante de la región, ASSA Compañía de Seguros, S.A. (ASSA). En conjunto, La Hipotecaria y La Hipotecaria-Panamá poseen 172 empleados en sus nueve oficinas tanto en El Salvador (2) como en Panamá (7) y presenta una cartera en libros con un saldo insoluto de US\$225.3 millones y una cartera total administrada (tanto en libros como en fideicomisos) de aproximadamente 13,621 hipotecas con un saldo insoluto de US\$334 millones. A junio 2008, La Hipotecaria administra un total de 10,322 préstamos con un saldo total de alrededor de US\$259.1 millones.

• **Mecanismos de Cobro**

Los esfuerzos de cobro de los créditos del Fideicomiso son manejados por La Hipotecaria.

² En septiembre 2007 se completó la fusión entre Banco Continental (quien previamente fungía como fiduciario del fideicomiso de garantía) y Banco General, quedando este último como entidad operativa sobreviviente y convirtiéndose en el segundo banco más grande de Panamá en términos de activos.

En Panamá, los pagos mensuales son recolectados mediante tres métodos: descuento directo, débito contra la cuenta bancaria del deudor y pagos voluntarios.

Descuento Directo

Bajo este método, La Hipotecaria envía mensajeros en o alrededor del primer y/o en o alrededor del quinceavo día de cada mes para retirar los pagos que han sido deducidos por parte del empleador del deudor. En algunos casos, los pagos son enviados electrónicamente o depositados directamente en las cuentas bancarias de La Hipotecaria. En varios casos, más de un deudor estará trabajando con un solo empleador siendo que, en tales casos, el empleador proveerá el pago y un reporte de las deducciones de planilla adicionalmente al cheque.

Cargo contra cuenta bancaria

Bajo este método, un deudor autoriza a La Hipotecaria, usando un formato estandarizado, a cargar la cuenta bancaria del deudor automáticamente por un monto específico y una frecuencia determinada, transfiriendo dicho cobro a una cuenta a nombre de La Hipotecaria.

Pagos voluntarios

Para el caso de deudores desempleados y/o no asalariados, el deudor realiza los pagos en ventanilla de La Hipotecaria. Los deudores también pueden depositar mensualmente los pagos en las cuentas que posee la compañía en varios bancos a lo largo de Panamá.

Proceso de Cobro

- **5 días** - Primera llamada telefónica para determinar la razón del no pago. Se solicita promesa de pago.
- **15 días** - Segunda llamada telefónica para seguimiento sobre la razón del no pago. Se solicita segunda promesa de pago.
- **30 días** - Tercera llamada telefónica y nota escrita enviada a la vivienda del deudor solicitando su presencia en las oficinas de La Hipotecaria dentro de 24 horas para formalizar arreglo de pago o cancelar totalmente la morosidad.
- **45 días** - Un gestor de cobros realiza una visita a la residencia del deudor para discutir la razón de la morosidad.
- **60 días** - Una carta escrita por abogado es enviada a la vivienda del deudor estableciendo que el caso procederá a cobro legal a menos que el pago sea recibido.
- **75 días** - Visita personal del Oficial de Cobros a la vivienda del deudor con el fin de negociar un plan de pagos satisfactorio o motivar al deudor a dar la vivienda en pago sin llegar a una adjudicación judicial.
- **90 días** - El préstamo es enviado al abogado de La Hipotecaria, y el proceso de ejecución de garantía inicia.

Actual⁴) como resultado de las amortizaciones realizadas hasta la fecha. La totalidad de las hipotecas existentes se encuentran otorgadas bajo Ley de Intereses Preferenciales.

Si bien los préstamos hipotecarios vigentes están concentrados geográficamente, pues prácticamente la totalidad de los mismos se ubican en Ciudad de Panamá; a junio 2008, las hipotecas existentes no presentan concentraciones significativas en algún proyecto en particular siendo que la mayor concentración llega a un 6.2%. Casi la totalidad de las hipotecas poseen seguro de vida, seguro contra incendio y daños contratados con la empresa relacionada ASSA Compañía de Seguros, S.A. (ASSA). Por su lado, aproximadamente un 75% de las hipotecas cuentan con seguro de desempleo/incapacidad provistos por ASSA, siendo que el resto no posee seguro de este tipo.

A junio 2008, las hipotecas del Fideicomiso representan el principal activo del mismo (92%), mientras que un 4.9% de los activos totales lo constituyen efectivo e inversiones financieras en el Estado Panameño, estas últimas con el fin de garantizar el adecuado cumplimiento de las obligaciones fiduciarias del Fideicomiso.

• **Evolución de las Características del Colateral**

Actualmente, la emisión tiene como respaldo una cartera conformada por 310 créditos (saldo de US\$6.5 millones³), 87 menos que el grupo original de hipotecas debido principalmente a prepago. Esta cartera presenta una tasa de interés promedio de un 3.4%, la cual ha disminuido con relación a la original (14.98%) como resultado de la misma tendencia mostrada por la Tasa de Referencia del mercado panameño.

La relación saldo sobre avalúo promedio (LTV) de la cartera alcanzaba un 93% al inicio de la transacción, siendo que se ha reducido hasta un 80.1% (LTV

³ A junio 2008, la hipoteca con mayor saldo alcanza US\$52,751, mientras que el saldo menor llega a un monto de US\$4,054.

⁴ El cálculo de LTV Actual considera el valor original de la propiedad.

Características - Cartera Titularizada (Junio 2008)

Monto Original de Préstamos (US\$)	10,094,688
Número Actual de Préstamos	310
Saldo Total (US\$)	6,481,389
Saldo Promedio del Préstamo (US\$)	20,908
Número de Préstamos Prepagados	87
Valor Original Promedio del Inmueble (US\$)	32,082
Tasa de Interés Actual PP (%)	3.37
Subsidio Actual PP (%)	2.75
Plazo Original PP (Meses)	350
Plazo Restante PP (Meses)	271
Maduración PP (Meses)	79
LTV Original PP (%)	93.01
LTV Actual PP (%)	80.06
DTI Original PP (%)	22.86
DTI Actual PP (%)	22.42
DTI No-Hipotecario Actual PP (%)	4.71

Forma de Pago (%)

Descuento Directo	78.08
Pago Voluntario	20.12
Cargo Contra Cuenta Bancaria	1.80

Concentración por Departamento (%)

Panamá	99.09
Colón	0.91

Morosidad (%)

Vigente	94.47
1 - 30 Días	3.70
31 - 60 Días	1.83
61 - 90 Días	0
> 90 Días	0.00

Año de Expiración de Subsidio Gubernamental (%) *

2010	3.15
2011	47.00
2012	49.63
2017	0.22

LTV - Saldo de Préstamo a Valor Original de Inmueble.

DTI - Cuota Mensual Total a Ingreso Total Original.

PP - Promedio Ponderado.

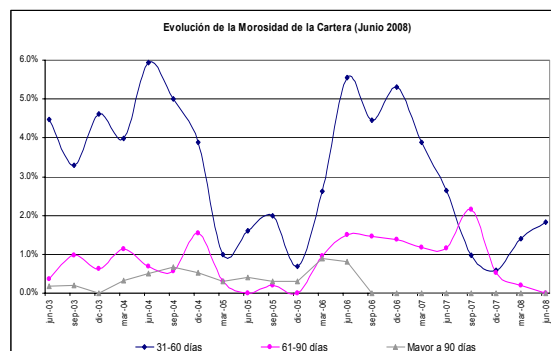
* Saldo por Vencer por Año como Porcentaje del Saldo Total a Junio 2008.

Fuente: La Hipotecaria

• **Análisis Crediticio**

Mora

Como resultado de los efectivos mecanismos de cobro utilizados, la morosidad de la cartera a más de 90 días es casi nula.



Durante el año 2011, alrededor de un 47% del saldo de los créditos hipotecarios vigentes a junio 2008 dejaron de percibir el subsidio gubernamental, resultando en un incremento en la tasa de interés pagada por el deudor. Lo anterior podría ocasionar deterioro en la calidad crediticia de las hipotecas del fideicomiso.

Fitch estará observando el comportamiento de estos créditos al enfrentar el nuevo esquema de tasa de interés

Recuperaciones

A junio 2008, el Fideicomiso ha tenido tres casos en los cuales se ha adquirido el inmueble vía cobro judicial para luego ser recolocado a un nuevo deudor.

Históricamente, el plazo promedio entre la fecha de adjudicación o dación en pago y la fecha de recolocación de cartera de La Hipotecaria ha sido de aproximadamente 12 meses.

Prepagos

En los años de operación del Fideicomiso, el mismo ha presentado 84 casos de prepagos completos de hipotecas.

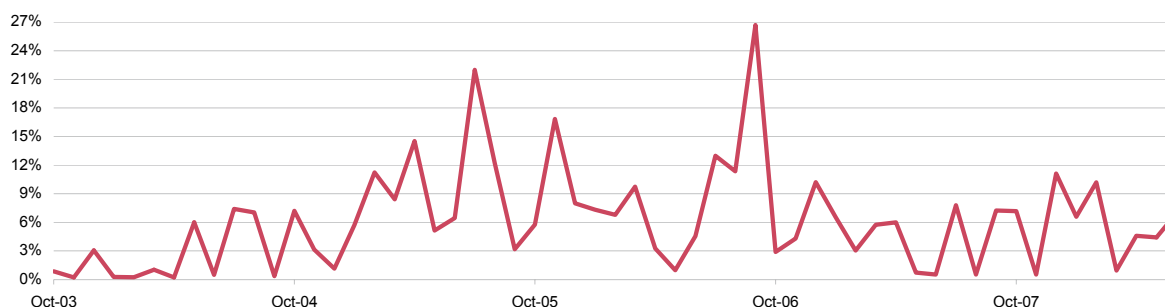
Sin embargo, el ritmo de prepagos podría incrementarse al expirar el subsidio otorgado por el gobierno; prepagos que podrían ser financiados por La Hipotecaria o por otra institución financiera (que ofrezca tasas de interés de mercado competitivas).

Si bien La Hipotecaria ha comenzado a experimentar la finalización del subsidio en algunos de sus deudores desde el año pasado, no ha habido prepagos sustanciales ocasionados por la mayor tasa que estos

tienen que honrar. Fitch estará monitoreando el desempeño de estos créditos y su potencial

propensión a prepagos.

Tasa Constante de Prepago (%)



Fuente: La Hipotecaria

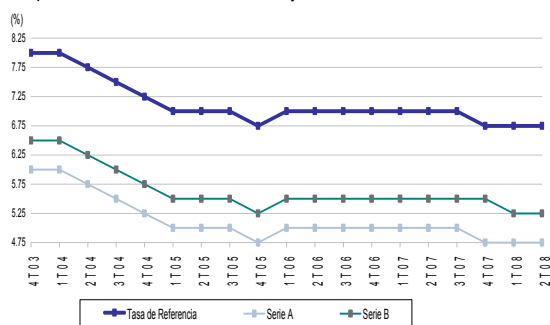
Tasas de Interés

Los bonos del Fideicomiso están ligados a la Tasa de Referencia (la cual ha permanecido relativamente estable en los últimos tres años), mientras que las hipotecas han sido otorgadas a tasa ajustable (en cualquier momento) a discreción de La Hipotecaria, aunque no está referenciadas a alguna tasa índice específica, con un techo equivalente a la Tasa de Referencia vigente. La capacidad de variación de las tasas activas de las hipotecas está influenciada por las tasas de la competencia y el costo de fondeo (en este caso, los bonos). A junio 2008, las hipotecas muestran una tasa promedio ponderada (incluyendo subsidio) de un 6.12%, mientras que la de la emisión es de un 4.88%. El riesgo de tasa de interés es prácticamente nulo en tanto la tasa activa de las hipotecas sea igual a la Tasa de Referencia.

Es importante destacar el comportamiento decreciente que dicha tasa ha tenido en los años de vigencia de esta emisión, ubicando a las tasas de las hipotecas y de ambas series de bonos en niveles históricos mínimos.

Esta transacción no depende del *excess spread* ya que el mismo se considera bajo (el margen entre la tasa activa de las hipotecas del Fideicomiso y los bonos es un 1.48%) para cubrir pérdidas potenciales o prepagos.

Comportamiento Trimestral de Tasa de Referencia y Tasa de Bonos



Fuente: Superintendencia de Bancos de Panamá

• Riesgo Soberano

En enero 2008, Fitch Ratings mantuvo la calificación IDR (*Issuer Default Rating*) de largo plazo a Panamá de BB+, y revisó la Perspectiva a Positiva desde Estable. Entre las fortalezas de dicha calificación destacan el elevado crecimiento económico, un sistema financiero estable, moderadas necesidades para el servicio de la deuda, el largo historial de dolarización así como los considerables activos financiero e inmobiliarios pertenecientes al gobierno. Entre las debilidades identificadas por Fitch Ratings destacan el alto, aunque declinante, endeudamiento público y externo así como un potencial sobrecalentamiento de la economía. Es importante

mencionar que el techo-país⁵ ('BBB+') de Panamá se encuentra muy por encima de la calificación soberana, permitiendo a cualquier emisor o emisión obtener una calificación tan alta como 'BBB+'. Este techo-país está fundamentado en la ya referida histórica dolarización y en las prácticamente nulas opciones que tiene el gobierno para imponer controles de cambio y/o eliminar la dolarización, por lo que los riesgos cambiarios y de transferencia son prácticamente inexistentes.

⁵ *El techo-país no es una calificación sino un límite sobre todas las calificaciones en moneda extranjera de entidades y emisiones que se originan dentro de un país. Se define como el elemento analítico que captura el riesgo de transferencia y convertibilidad de un país.*

Características de la Emisión

Saldo (US\$)		6.98 millones
Series (US\$)	A:	5.23 millones
	B:	1.75 millones
Tasa de Interés (%)	A:	4.75%; TR - 2%
	B:	5.25%; TR - 1.5%
Fecha Vencimiento		Vencimiento del último préstamo hipotecario ó 2 de octubre del 2032
Frecuencia - Pago de A:		Trimestral
Capital	B:	Anual y subordinado a los pagos de capital de A
Frecuencia - Pago de A:		Trimestral
Intereses	B:	Anual y subordinado a los pagos de capital de A

TR - Tasa de Referencia: Tasa de Interés Activa Promedio de los 5 bancos privados que tengan la mayor cartera de hipotecas residenciales y la Caja de Ahorros, publicada por la Superintendencia de Bancos de Panamá.

Fuente: La Hipotecaria

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 del emisor.