

Comunicado de Prensa

ANTE ALZA EN LAS TASAS DE PREPAGOS EN EL MERCADO HIPOTECARIO, FELLER RATE REVISÓ CLASIFICACIONES DE PATRIMONIOS SEPARADOS RESPALDADOS POR MUTUOS HIPOTECARIOS Y CONTRATOS DE LEASING HABITACIONAL

Contactos

Marcelo Arias / marcelo.arias@feller-rate.cl / Fono: (562) 757-0480
 Roxana Silva / roxana.silva@feller-rate.cl / Fono: (562) 757-0440
 Carolina Franco / carolina.franco@feller-rate.cl / Fono: (562) 757-0414
 Macarena González / macarena.gonzalez@feller-rate.cl / Fono: (562) 757-0432

Santiago, Chile - Noviembre 15, 2004. Ante el fuerte incremento de las tasas de prepagos voluntarios registrada en el mercado hipotecario en los últimos meses, Feller Rate revisó en forma especial las clasificaciones asignadas a los bonos emitidos por los patrimonios separados conformados por mutuos hipotecarios y contratos de leasing habitacional.

El análisis abarcó 37 patrimonios separados, que corresponden a la totalidad de las operaciones de securitización de activos hipotecarios que se han registrado a la fecha en el mercado local. Como consecuencia de esta revisión, Feller Rate bajó hoy las clasificaciones de los bonos de tres patrimonios separados; colocó en CreditWatch Negativo las clasificaciones de otros tres patrimonios; y ratificó las clasificaciones de los restantes 31 patrimonios. Anteriormente, había bajado la clasificación de las series largas de bonos del Segundo Patrimonio Separado de Securitizadora La Construcción. De esta forma, e incluyendo este último patrimonio, las decisiones de cambios de clasificación o de CreditWatch se resumen en el siguiente cuadro:

SECURITIZACIÓN DE ACTIVOS HIPOTECARIOS: RESUMEN DE CAMBIOS RECIENTES EN LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO

Patrimonio Separado	Series de bonos	Clasificación original	Clasificación actual	CreditWatch	Acción de clasificación
ABN AMRO 1	A, B	AAA	AAA	Negativo	Se mantiene
	C, D	AA	AA	Negativo	Se mantiene
	E	C	C		Se mantiene
BANCHILE 1	1A1, 1A2	AAA	AAA	Negativo	Se mantiene
	1B1, 1B2	AA	AA	Negativo	Se mantiene
	1C	C	C		Se mantiene
BCI 4	4A1, 4A2	AA	BB		Baja
	4B1, 4B2	C	C		Se mantiene
SANTANDER SANTIAGO 3	A, B	AA	A		Baja
	C	C	C		Se mantiene
SANTANDER SANTIAGO 11	A	AAA	BBB	Negativo	Baja
	B	AA	BBB	Negativo	Baja
	C	BB	C		Baja
LA CONSTRUCCIÓN 2 (*)	2A2	AA	AAA		Se mantiene
	2B1, 2B2	AA	BB	Negativo	Se mantiene
	2C	C	C		Se mantiene

(*) El 6 de octubre de 2004, Feller Rate bajó la clasificación de la series 2B1 y 2B2 desde AA a BB; y subió la clasificación de la serie 2A2 desde AA a AAA.

Dada sus fortalezas estructurales, la naturaleza de sus activos y las proyecciones de tasas de prepago, Feller Rate no prevé futuros cambios de clasificación derivados del alza en los prepagos en

otros patrimonios separados respaldados por activos hipotecarios. Asimismo, tampoco prevé cambios de clasificación en ninguno de los patrimonios separados respaldados por activos no hipotecarios.

A partir del segundo semestre de 2003, los niveles de prepago de las carteras de mutuos hipotecarios en poder de los distintos inversionistas, incluyendo las que respaldan varios patrimonios separados, crecieron en forma importante. No obstante, hacia fines de 2003 las distintas estructuras estaban en condiciones de soportar las tendencias proyectadas, no previéndose futuras bajas de clasificaciones. Sin embargo, durante 2004 el segmento de carteras originadas por instituciones bancarias ha mostrado un brusco cambio de tendencia. En efecto, mientras al cierre de 2003 los patrimonios con mayores tasas de prepago acumulado llegaban a niveles entre el 20% y 30%, durante los primeros nueve meses de 2004 el prepago en algunas de estas carteras prácticamente se ha duplicado, alcanzando niveles del 40% e incluso, en un caso, del 57%.

En los segmentos asociados a créditos hipotecarios de menor monto o bien contratos de leasing habitacional, ya sea por el perfil de los deudores o los montos involucrados en las operaciones, esta tendencia no se ha dejado sentir de manera significativa.

Coyuntura actual

El mercado hipotecario chileno ha tenido recientemente un cambio significativo, que se ha traducido en un incremento sustancial en los niveles de prepagos voluntarios. En efecto, de una larga tradición de elevadas tasas de interés real y altos costos legales de prepagar, el mercado chileno pasó a una política de tasas mucho más alineadas con los mercados externos y a cambios legales que redujeron sustancialmente los costos del prepago. En particular, destaca la eliminación del impuesto de timbres y estampillas para el refinanciamiento de créditos hipotecarios y, en menor medida, la disminución de costos notariales y de registro en el conservador de bienes raíces.

Así, para muchos deudores hipotecarios la opción de obtener financiamientos más baratos y prepagar sus créditos hipotecarios resultó especialmente atractiva. Esto se ha visto intensificado por la expectativa generalizada de una evolución al alza en las tasas de interés, si bien para estabilizarse en niveles significativamente más bajos que los de años anteriores.

El fenómeno del prepago ha afectado a todo el mercado hipotecario, incluyendo al mundo de la securitización. Así, se observan fuertes tasas de prepagos en carteras hipotecarias en agentes, tales como compañías de seguros, bancos y patrimonios separados.

La consecuente alza en los niveles de prepagos voluntarios ha afectado los fundamentos de las clasificaciones asignadas a varios patrimonios separados conformados por este tipo de activos. Esto puesto que, dado el contexto histórico de bajas tasas de prepago, durante los primeros años de vigencia de las estructuras, el sobrecolateral corresponde básicamente al exceso de spread generado por el diferencial de tasas entre activos y pasivos.

El impacto ha sido de distintas magnitudes en los portafolios, en función del perfil de deudores y tasas de originación. Las carteras más expuestas corresponden a segmentos de deudores con mayor perfil de ingresos (y/o capacidad de pago) o mejor acceso a refinanciamiento, como es el caso de los clientes bancarios. Este segmento de mercado se ha visto particularmente afecto a una agresiva estrategia comercial por parte de las entidades bancarias durante el último año y medio.

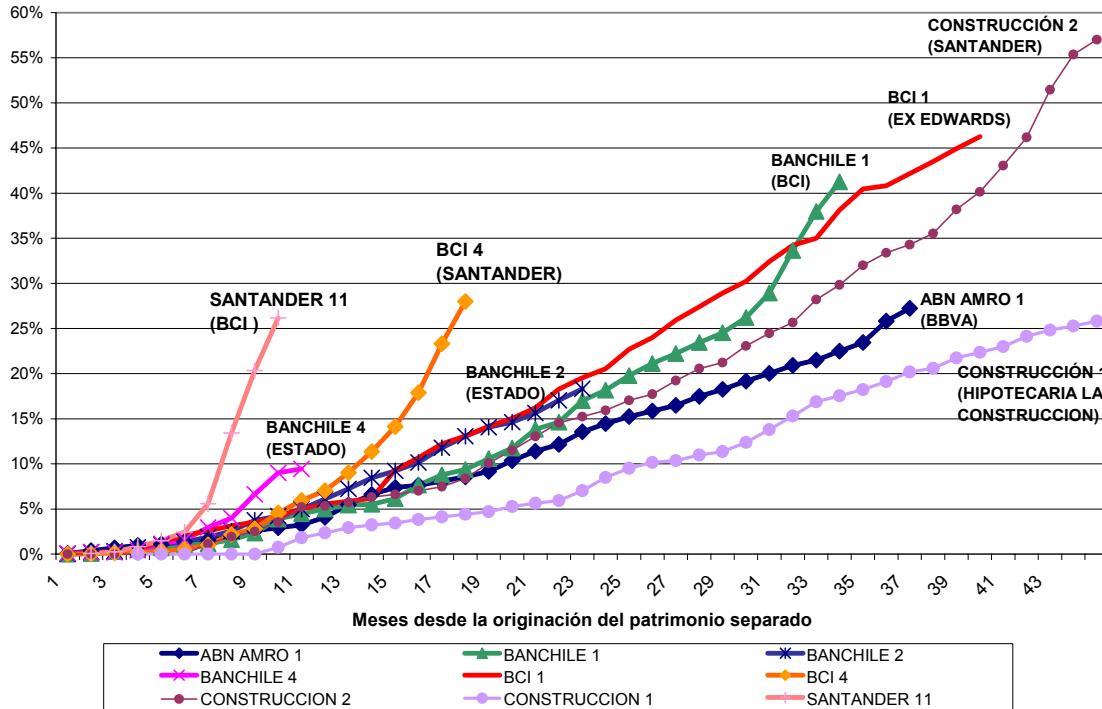
En el caso de las carteras de leasing, ya sea por el perfil de los arrendatarios y/o los menores montos involucrados en las operaciones, que dificultan el refinanciamiento, la baja en las tasas de interés de mercado no ha impactado significativamente. En este segmento las principales causas del prepago corresponden, entre otras, a la aplicación de los seguros de desgravamen, herencias, indemnizaciones por despidos o traslados de ciudad.

En los gráficos siguientes se presentan los niveles de prepagos alcanzados al tercer trimestre de 2004, para las distintas carteras de mutuos hipotecarios y contratos de leasing habitacional que conforman patrimonios separados evaluados por Feller Rate. Para el caso de los portafolios asociados a los patrimonios separados de las securitizadoras Santander Santiago, Security, Transa y el Primer Patrimonio Separado de La Construcción, los datos tienen corte a junio de 2004. La

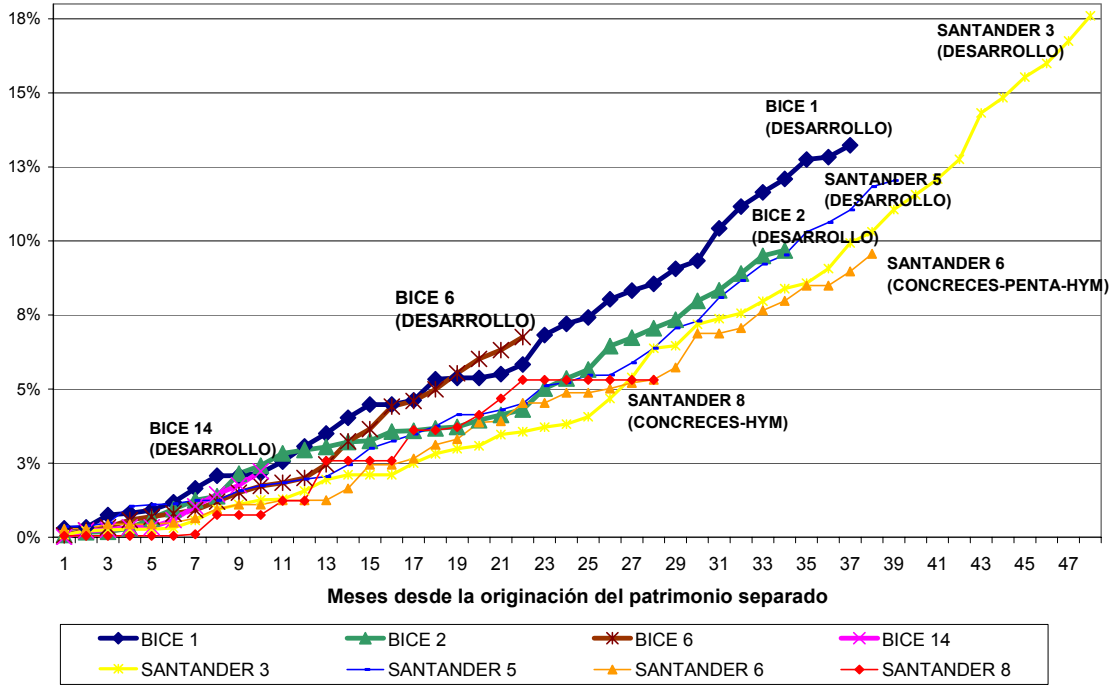
información se presenta conforme a segmentaciones realizadas sobre la base del perfil de los créditos y los distintos niveles de prepago que han registrado las carteras.

En los gráficos, el eje x corresponde a meses respecto de la fecha de inicio de cada patrimonio separado, mientras el eje y corresponde al porcentaje de prepago acumulado. De esta manera, las curvas corresponden a la suma de los saldos insolutos prepagados acumulados a cada mes como porcentaje del valor par inicial de las carteras al inicio de cada patrimonio separado.

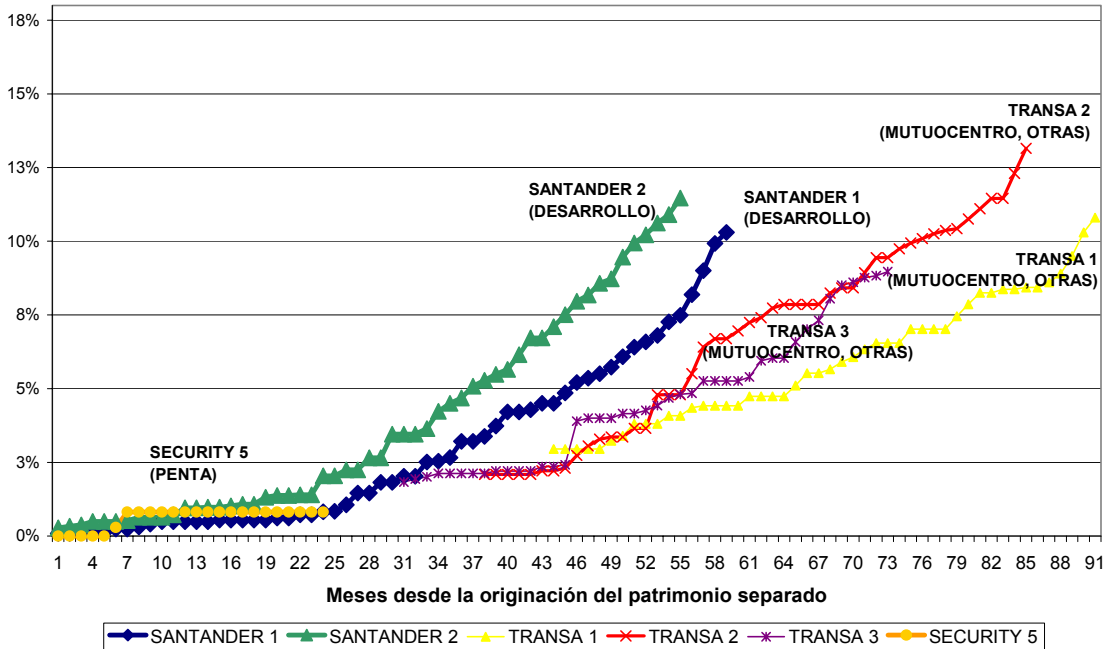
Carteras hipotecarias con alto nivel de prepago



Carteras hipotecarias con nivel de prepago medio



Carteras hipotecarias con bajo nivel de prepago



En el caso de las carteras hipotecarias se aprecian tres tipos de portafolios claramente definidos:

- En primer lugar se encuentran las carteras que han presentado un alto nivel de prepago y que están compuestas principalmente por créditos originados por las entidades bancarias más grandes. Estas carteras tienen niveles de crédito original y garantía promedio por sobre UF1.500 y UF2.000 y, en general, cuentan con una porción no menor de activos originados entre los años 1997 y 2000.
- En segunda instancia, en un nivel medio de prepago, se encuentran carteras originadas por Hipotecaria Concreces y la gran mayoría de las originadas por Banco del Desarrollo. Los niveles de crédito y garantía promedio de estas carteras se ubican en torno a UF900 y UF1.250, respectivamente.
- Finalmente, en un nivel bajo de prepago, se encuentran portafolios originados por varias administradoras como Mutuocentro, Credycasa, CB, Hogar y Mutuo y Penta Hipotecario, que participan en los primeros tres patrimonios separados conformados por Transa Securitizadora y en el Quinto Patrimonio Separado de Securitizadora Security. Esto, además de dos portafolios originados por Banco del Desarrollo que respaldan los dos primeros patrimonios separados registrados por Santander Santiago Sociedad Securitizadora. Aquí, en general, se trata de portafolios con un crédito original promedio bajo UF 700 y plazos de vigencia superiores a los 60 meses.

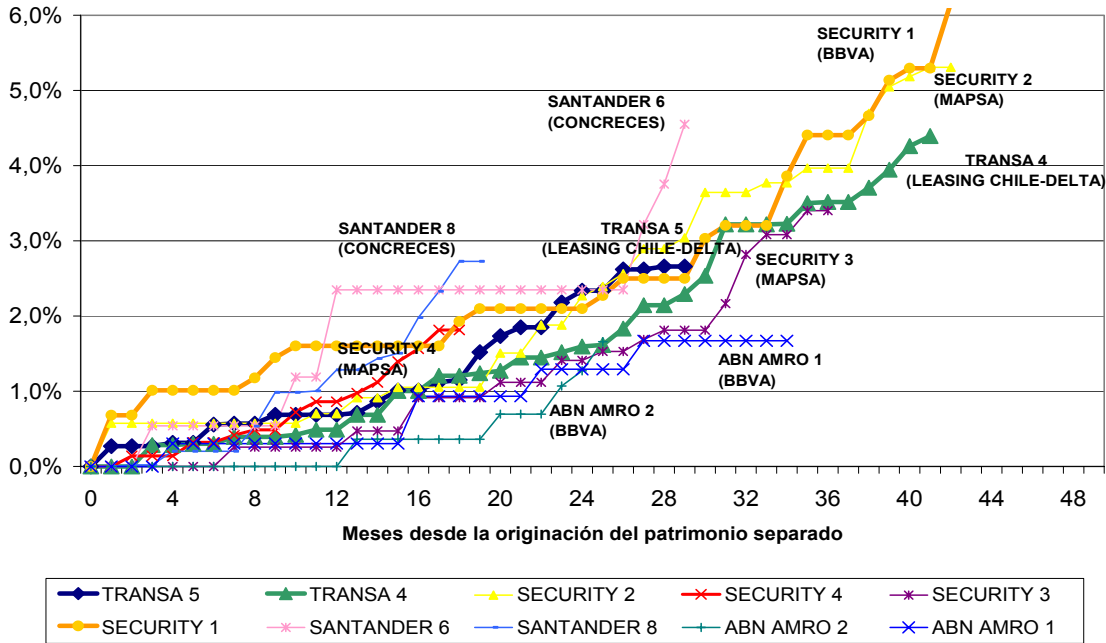
La estructura de tasas de emisión de estos activos tiende a incrementarse a medida que bajan los indicadores de crédito y garantía promedio. También se aprecian desviaciones en función de los años de originación de los créditos, destacándose un alza en las tasas de los activos generados entre los años 1997 y 1998, y una posterior caída generalizada conforme al ajuste de las tasas de interés de referencia a nivel del mercado financiero.

En el primero de los grupos mencionados, donde se aprecian los mayores niveles de prepago, también es donde se aprecian los mayores quiebres al alza de la variable durante los últimos meses. Esto es particularmente notorio en las carteras originadas por los bancos Santander Santiago y Bci.

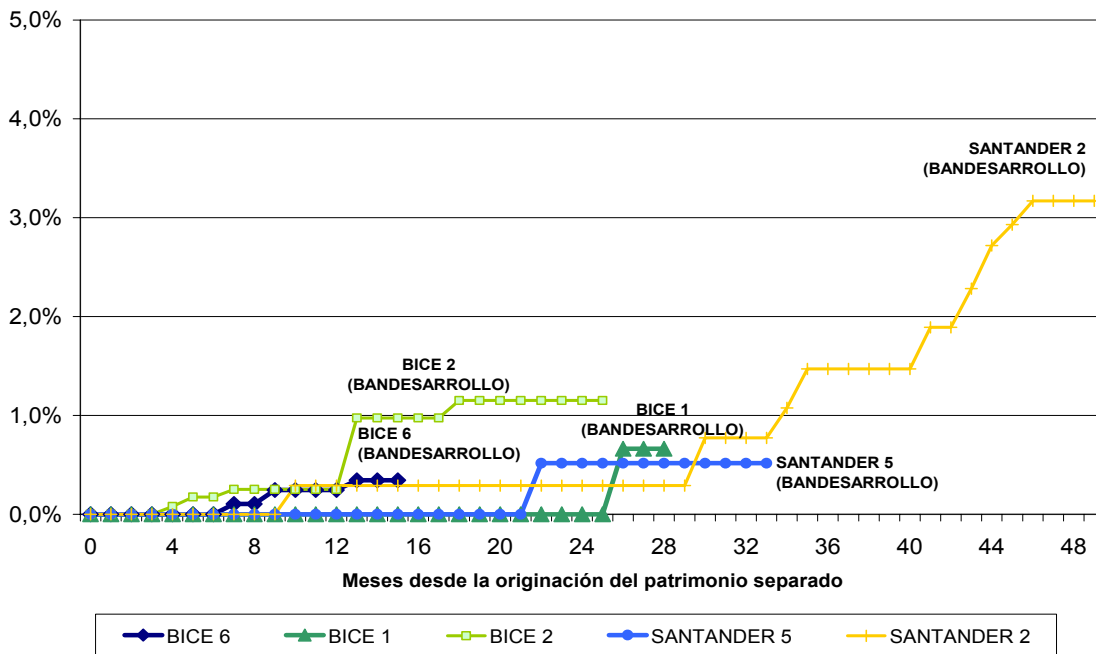
Las diversas carteras de leasing habitacional muestran un comportamiento bastante similar entre sí, con niveles de prepago acumulado que alcanzan en promedio al 2,5% a los 2 años desde la originación y que se proyectan en torno al 5% al cabo de 4 años. Destacan algo por sobre la media los portafolios originados por Concreces Leasing, en tanto, tendencia contraria manifiestan sistemáticamente los portafolios de Banderarrollo Leasing. Si bien hay algunas excepciones, en general las curvas de prepago no presentan quiebres al alza significativos durante los últimos meses.

En este segmento el perfil promedio del monto de las operaciones y garantías se ubica en UF 760 y UF 820, respectivamente. Los niveles de dichos indicadores para Inmobiliaria Mapsa, Banderarrollo y Concreces se observan muy similares, mientras BBVA Leasing presenta cifras superiores en alrededor de UF 100 y Delta y Leasing Chile se inclinan a segmentos más bajos, con garantías promedio en torno de las UF 700. El ajuste de las tasas de mercado también ha impactado las tasas de emisión, aunque en bastante menor medida comparado con el segmento de mutuos hipotecarios.

Carteras leasing habitacional con nivel de prepago medio



Carteras leasing habitacional con bajo nivel de prepago



Metodología de seguimiento de clasificaciones

Feller Rate monitorea la evolución de los distintos patrimonios separados, de modo de detectar eventuales cambios en sus fundamentos crediticios, que pudieran ameritar una variación en las correspondientes clasificaciones.

Este proceso requiere analizar la diversa información cuantitativa y cualitativa que periódicamente envían los emisores, como también aquella que Feller Rate obtiene de otras fuentes.

Como parte del proceso de monitoreo, al menos una vez por año, Feller Rate revisa en profundidad cada patrimonio separado. Este proceso incluye, entre otros aspectos, tanto una proyección de los flujos de caja de acuerdo con los escenarios de estrés definidos para la clasificación asignada, como la medición de distintas variables estadísticas. Esta revisión detallada se realiza también cada vez que hay un hecho relevante que lo amerite, conforme con lo que Feller Rate detecte en su proceso de monitoreo o lo que el propio emisor informe.

Asimismo, y conforme con la periodicidad de la información, Feller Rate hace un seguimiento trimestral de los patrimonios separados en el que se analizan las principales variables estadísticas.

Producto de las fricciones operativas en la generación de información respecto de las carteras, las revisiones se realizan sobre la base de información desfasada entre dos y tres meses, de manera de contar con datos depurados y certeros, que reflejen el real estado de los créditos.

De acuerdo con la metodología de clasificación, para el seguimiento de estas transacciones se analizan los niveles de incumplimiento de las carteras; el monto de recuperación, tiempo y costos asociados a los incumplimientos; la evolución del prepago y su distribución en el tiempo; los gastos y la rentabilidad de los excedentes de caja del patrimonio separado, así como el manejo de los fondos acumulados por prepagos y recuperaciones de activos.

Las principales variables que afectan el flujo de caja proyectado y calce de los cupones de bonos comprometidos son los prepagos e incumplimientos por parte de los deudores. Con todo, el resultado de clasificación corresponde a un análisis consolidado de las distintas variables, pudiendo existir desviaciones en ciertos parámetros que no necesariamente impliquen un cambio de clasificación.

Crterios de Feller Rate para la clasificación de las emisiones vigentes

Podría plantearse que los individuos que prepagan son aquellos de mejor calidad crediticia, lo que se traduciría en un deterioro del riesgo crédito de las carteras vigentes. No obstante, salvo pocas excepciones, no se aprecian desmejoras significativas de los niveles de morosidad de los portafolios más afectados por el prepago.

Más aún, las transacciones respaldadas por mutuos hipotecarios de carteras bancarias se han beneficiado de un mejor comportamiento crediticio que el estimado en los procesos iniciales de clasificación. Si a esto se suma el hecho que las crisis crediticias definidas inicialmente no han ocurrido, es claro que las estructuras han generado excedentes por este concepto que permiten soportar mayores niveles de prepago. Esto, sobre la base de estructuraciones que contemplan bonos subordinados sin opciones de rescate.

Por otra parte, es clave considerar en los niveles de incumplimiento proyectados la importante reducción del volumen de operaciones de los portafolios y el hecho que los créditos vigentes cuentan en su mayoría con un historial de pagos de tres a cuatro años, lo que otorga mayor certeza respecto de su comportamiento futuro.

En forma consecuente con el nuevo escenario de mercado, Feller Rate ha cambiado sus supuestos de prepago al analizar carteras hipotecarias. Así, en general, la clasificación supone que los niveles de prepago mostrados durante el año 2004 se mantendrán por un periodo de entre seis a doce meses, para luego tomar un comportamiento intermedio entre el histórico y el del último año.

Lo anterior se fundamenta principalmente tanto sobre la base de expectativas de incremento en las tasas de interés como de la visión de que ya habrá pasado "el mejor momento" para refinanciar. Si bien las tasas aún son bajas, el Banco Central ya ha dado señales al alza, incrementando la tasa de interés de política monetaria en el mes de septiembre y, recientemente, en su última reunión mensual.

Con todo, el efecto de la exención del impuesto de timbres y estampillas y la reducción de los costos de refinanciamiento será permanente para las operaciones que conforman los patrimonios separados; esto es, créditos hipotecarios con destino de vivienda. El término de la exención programado para fines de 2004 rige sólo para mutuos de fines generales.

En cuanto a la modelación de los flujos de caja de los patrimonios separados, debe señalarse que la totalidad de las emisiones contempla que, ante prepagos voluntarios y/o recuperaciones de activos fallidos, las securitizadoras deben optar por sustituir activos o rescatar bonos senior. Sin embargo, dadas las condiciones de mercado y suponiendo un criterio conservador, salvo por operaciones concretas que se encuentran en proceso, la proyección de flujos supone el prepago de los títulos de deuda.

Decisiones de clasificación

Sobre la base de lo expuesto, la revisión de las clasificaciones asignadas se ha traducido en las siguientes decisiones de clasificación por parte de Feller Rate:

Patrimonio Separado	Series de bonos	Clasificación anterior	Clasificación actual	CreditWatch	Acción de clasificación
ABN AMRO 1	A, B	AAA	AAA	Negativo	Se mantiene
	C, D	AA	AA	Negativo	Se mantiene
	E	C	C		Se mantiene
ABN AMRO 2	A, B	AA	AA		Se mantiene
	C	C	C		Se mantiene
BANCHILE 1	1A1, 1A2	AAA	AAA	Negativo	Se mantiene
	1B1, 1B2	AA	AA	Negativo	Se mantiene
	1C	C	C		Se mantiene
BANCHILE 2	2A1, 2A2	AAA	AAA		Se mantiene
	2B1, 2B2	AA	AA		Se mantiene
	2C	C	C		Se mantiene
BANCHILE 4	4A1, 4A2	AAA	AAA		Se mantiene
	4B1, 4B2	AA	AA		Se mantiene
	4C	C	C		Se mantiene
BCI 1	1A1, 1A2, 1B1, 1B2	AAA	AAA		Se mantiene
	1C2	C	C		Se mantiene
BCI 4	4A1, 4A2	AA	BB		Baja
	4B1, 4B2	C	C		Se mantiene
BOSTON 1	A, B	AA	AA		Se mantiene
	C	C	C		Se mantiene
BOSTON 2	D	AA	AA		Se mantiene
	E	C	C		Se mantiene
SANTANDER SANTIAGO 1	A, B	AA	AA		Se mantiene
	C	BB	BB		Se mantiene
SANTANDER SANTIAGO 2	A, B, C, D	AA	AA		Se mantiene
	E	C	C		Se mantiene
SANTANDER SANTIAGO 3	A, B	AA	A		Baja
	C	C	C		Se mantiene
SANTANDER SANTIAGO 5	A, B	AA	AA		Se mantiene
	C	C	C		Se mantiene
SANTANDER SANTIAGO 6	A, B	AA	AA		Se mantiene
	C	C	C		Se mantiene
SANTANDER SANTIAGO 8	A, B	AA	AA		Se mantiene
	C	C	C		Se mantiene
SANTANDER SANTIAGO 11	A	AAA	BBB	Negativo	Baja
	B	AA	BBB	Negativo	Baja
	C	BB	C		Baja
BICE 1	A, B	AAA	AAA		Se mantiene
	C, D	AA	AA		Se mantiene
	E	C	C		Se mantiene

Patrimonio Separado	Serie de bonos	Clasificación anterior	Clasificación actual	CreditWatch	Acción de clasificación
BICE 2	A, B C, D E	AAA AA C	AAA AA C		Se mantiene Se mantiene Se mantiene
BICE 6	A, B, C, D E, F	AA C	AA C		Se mantiene Se mantiene
BICE 12	A, B, C D, E	AA C	AA C		Se mantiene Se mantiene
BICE 14	F, G, H, I J, K	AA C	AA C		Se mantiene Se mantiene
BICE 16	L, M, N, O P Q	AA A C	AA A C		Se mantiene Se mantiene Se mantiene
INTERAMERICANA 2	A B	AA C	AA C		Se mantiene Se mantiene
CONSTRUCCIÓN 1	B C	AAA C	AAA C		Se mantiene Se mantiene
CONSTRUCCIÓN 2	2A2 2B1, 2B2 2C	AAA BB C	AAA BB C	Negativo	Se mantiene Se mantiene Se mantiene
SECURITY 1	A B	AA C	AA C		Se mantiene Se mantiene
SECURITY 2	A B	AA C	AA C		Se mantiene Se mantiene
SECURITY 3	A B	AA C	AA C		Se mantiene Se mantiene
SECURITY 4	A B C	AA BBB C	AA BBB C		Se mantiene Se mantiene Se mantiene
SECURITY 5	A B C	AA BBB C	AA BBB C		Se mantiene Se mantiene Se mantiene
SECURITY 6	A1, AA1 B1 C1	AA BBB C	AA BBB C		Se mantiene Se mantiene Se mantiene
TRANSA 1	A, B	A	A		Se mantiene
TRANSA 2	A, B	A	A		Se mantiene
TRANSA 3	B	A	A		Se mantiene
TRANSA 4	A B	AA C	AA C		Se mantiene Se mantiene
TRANSA 5	A B	AA C	AA C		Se mantiene Se mantiene
TRANSA 6	A B	AAA C	AAA C		Se mantiene Se mantiene

Resumen de los fundamentos específicos de los cambios de clasificación

- *Primer Patrimonio Separado ABN AMRO Securitizadora (mutuos de Banco BBVA y contratos de leasing de BBVA Leasing): se mantiene la clasificación, pero se coloca en CreditWatch Negativo*

En este patrimonio separado, el nivel de prepago de la cartera de mutuos, principal componente del activo, es algo elevado, si bien acorde a lo observado en carteras de perfil similar. En el caso de la

cartera de leasing el indicador es considerablemente menor, explicado por el perfil de los deudores, y está de acuerdo a los niveles presupuestados en el origen.

Feller Rate observa cierto retraso en la gestión de cobranza judicial y recuperación de garantías. En el portafolio de mutuos los niveles de mora se sitúan algo por sobre los de carteras de perfil similar. En la cartera de leasing, en tanto, se aprecian altos niveles de morosidad, incluso respecto de otras carteras del mismo originador. Por otra parte, existe una buena cantidad de contratos de leasing terminados que se encuentran en stock en el patrimonio separado.

De acuerdo con lo informado por el emisor, están desarrollando planes de acción en conjunto con BBVA Chile, en su calidad de administrador y originador de la cartera de activos, con el objetivo de mejorar los niveles de los diversos indicadores que muestra el patrimonio separado. A la fecha se han implementado acciones relacionadas con mejoras en los procesos de cobranza pre-judicial y judicial, se ha definido un nuevo procedimiento para la venta de los bienes recuperados y se está ejecutando un plan específico para reducir la mora de los contratos de leasing habitacional. Asimismo, en conjunto con BBVA Chile, la securitizadora está definiendo un plan de acción para mitigar los efectos de los prepagos, cuya propuesta definitiva se informó que se hará llegar en los próximos veinte días.

De no concretarse las medidas propuestas por el emisor, en términos acordes con las clasificaciones vigentes, el nivel de riesgo AAA de los bonos cortos podría bajar en una categoría; en tanto la clasificación AA de los bonos largos podría reducirse hasta en dos categorías. Sobre la base de lo anterior, Feller Rate ha decidido asignar CreditWatch Negativo a la clasificación de los bonos senior emitidos por el patrimonio separado.

- *Primer Patrimonio Separado Banchile Securitizadora (mutuos hipotecarios de Banco Bci): se mantiene la clasificación, pero se coloca en CreditWatch Negativo*

El prepagado acumulado de la cartera llega a algo por sobre el 40% de su valor par al inicio del patrimonio separado, con un quiebre al alza importante en los últimos cuatro meses. La morosidad se mantiene en niveles normales, muy acotados, de acuerdo a lo observado en la industria para este segmento. Por lejos, el principal componente de la mora corresponde a las operaciones con una cuota impaga. A la fecha de corte no se han registrado remates y sólo ocho operaciones tienen morosidad mayor a 6 cuotas. La cartera tiene un plazo de vigencia promedio de 53 meses y, por tanto, no se esperan cambios significativos desde la perspectiva del riesgo crédito.

De acuerdo a lo informado por el emisor, se encuentra en proceso de perfeccionamiento una operación de sustitución por alrededor de 130 créditos, con un saldo insoluto total de UF 133.821, tasa de emisión promedio de 7,8% y plazo remanente de 196 meses. Estos activos serán adquiridos al Banco de Crédito e Inversiones en el equivalente al saldo insoluto del portafolio. Adicionalmente, se encuentran en evaluación 34 nuevas operaciones, por alrededor de UF 40.000, que serían adquiridas en similares condiciones.

De no concretarse la operación de sustitución en iguales o mejores términos que los expuestos, la clasificación vigente de los bonos podría verse reducida en una o dos categorías completas, dependiendo de los plazos comprometidos en los instrumentos. Sobre la base de los compromisos asumidos por el emisor, Feller Rate ha decidido asignar CreditWatch Negativo a la clasificación de los títulos de deuda senior emitidos por el patrimonio separado.

- *Cuarto Patrimonio Separado Bci Securitizadora (mutuos hipotecarios de Banco Santander Santiago): la clasificación de los bonos senior se reduce desde categoría AA a BB*

El prepagado acumulado de la cartera llega al 28% al cabo de 18 meses desde el inicio del patrimonio separado, con el 75% de los prepagos realizados en los últimos seis meses. Este nivel de prepagos excepcionalmente alto y concentrado en cuanto a timing, se ha traducido en una rebaja de la clasificación de los títulos de deuda preferente desde categoría AA a BB.

El emisor ratificó la imposibilidad de adquirir activos en condiciones favorables para el patrimonio separado, dado el actual contexto de mercado. De esta manera, de acuerdo al contrato de emisión,

la securitizadora ha procedido al rescate de bonos senior, lo que mitiga sólo parcialmente el deterioro en el nivel de sobrecolateral.

La morosidad de la cartera se ha mantenido en niveles bajos, con un comportamiento acorde a lo observado en carteras de perfil similar. No se registran liquidaciones de garantías y los contratos con seis o más dividendos impagos alcanzan sólo al 0,2% del número inicial de contratos. La cartera tiene un plazo de vigencia promedio de 5 años y, por tanto, no se esperan cambios significativos desde la perspectiva del riesgo de crédito.

- *Tercer Patrimonio Separado Santander Santiago Sociedad Securitizadora (mutuos hipotecarios de Banco del Desarrollo): la clasificación de los bonos preferentes se reduce desde categoría AA a A*

Los activos de este patrimonio separado fueron seleccionados con fuertes filtros de compra por parte de la securitizadora, lo que se ha traducido en un favorable perfil de riesgo crédito, no así desde el punto de vista de los prepagos voluntarios.

El comportamiento de pago mostrado por la cartera es acorde con el de un portafolio cerrado que está alcanzando niveles de régimen. La evolución y nivel de la morosidad son algo inferiores a lo observado en otros portafolios de igual originador que conforman otros patrimonios separados.

A junio de 2004, la mora total del portafolio alcanzaba a 17% y las operaciones con cuatro o más cuotas impagas llegaban al 2%, sin cambios de tendencia relevantes. Los contratos caídos y de 6 o más dividendos impagos llegaron a 6 y 18 operaciones, representando sólo el 0,5% y 1,4% del número inicial de contratos, respectivamente.

El nivel de los prepagos voluntarios es alto, llegando al 18% a junio de 2004. Más aún, la pendiente de la curva de prepagos se observa más pronunciada que la del resto de carteras del mismo originador en otros patrimonios separados, lo que se traduce en niveles de estrés algo superiores. Esto explica la rebaja de la clasificación de los títulos de deuda preferente desde la categoría AA a A. No obstante, cabe mencionar que la sociedad securitizadora, en conjunto con el originador y administrador de activos, han tomado medidas relevantes para resguardar el calce futuro de pasivos. Esto es:

1.- Modificación al contrato de administración primaria: rebaja del costo de administración de UF 0,2 mensual por mutuo hipotecario administrado a UF 0,15 mensual, cambio que rige a contar del 29 de octubre de 2004. Adicionalmente, a la modificación del contrato de administración concurre Banco Santander Santiago, con el compromiso de asumir la administración, en caso que Banco del Desarrollo la deje y no existan alternativas similares a las tarifas acordadas, compromiso que estará vigente hasta el 1º de mayo de 2010. En todo caso, el nivel de los honorarios propuestos no difiere significativamente de lo observado en otras transacciones similares.

2.- Convenio entre la securitizadora y Bandedesarrollo Leasing: bajo el cual este último se compromete a comprar en el segundo remate las viviendas asociadas a créditos fallidos. Esto, a un precio tal que asegure la recuperación por parte del patrimonio separado del saldo insoluto de la deuda hasta la fecha de pago, más todos los gastos de la gestión judicial. Bandedesarrollo Leasing ya opera esta modalidad de convenios en otras transacciones.

El convenio incluye el pago por parte de Bandedesarrollo Leasing de todos aquellos gastos que no puedan ser soportados por el patrimonio separado, tiene vigencia hasta el 1º de junio de 2010 e incluye una garantía, a través de un depósito a plazo tomado en Banco Santander Santiago, por un monto total UF 2.900.

Dada la naturaleza del convenio, y como una forma de agilizar el proceso involucrado, se solicitó la concurrencia del Representante de Tenedores de Bonos, que actualmente se encuentra revisando la información.

Por último, cabe mencionar que las protecciones crediticias del resto de los patrimonios separados en que participa como originador Banco del Desarrollo o su filial Bandedesarrollo Leasing, tanto en esta securitizadora como en otras, son actualmente superiores a las registradas en éste.

- *Décimo Primer Patrimonio Separado Santander Santiago Sociedad Securitizadora (mutuos hipotecarios Banco Bci): la clasificación de los bonos preferentes A (cortos) y B (largos) se reduce desde AAA y AA a BBB, los bonos subordinados bajan desde categoría BB a C. Las series de bonos preferentes se colocan en CreditWatch Negativo*

A 10 meses desde la emisión del patrimonio separado, el prepago acumulado de la cartera llega al 26% de su valor par inicial, con el 80% de los prepagos realizados en los últimos tres meses. Este nivel de prepagos excepcionalmente alto y concentrado en cuanto a timing se ha traducido en una significativa rebaja de la clasificación de los títulos de deuda. Ello sobre la base de una elevada proyección de prepago en los próximos meses, acorde al comportamiento actual del portafolio.

El emisor ratificó la imposibilidad de adquirir activos en condiciones favorables para el patrimonio separado, dado el actual contexto de mercado. De esta manera, de acuerdo al contrato de emisión, la securitizadora ha procedido al rescate de bonos senior, lo que mitiga sólo parcialmente el deterioro en el nivel de sobrecolateral.

A septiembre de 2004, la morosidad total y las operaciones con cuatro o más cuotas morosas de la cartera llegaban a 10,7% y 1,2% de la cartera vigente, respectivamente. A igual fecha, no se registraban liquidaciones de garantías y los contratos con seis o más dividendos impagos alcanzaban al 0,3% del número inicial de contratos. La cartera tiene un plazo de vigencia promedio de 44 meses y, por tanto, no se esperan cambios significativos desde la perspectiva del riesgo de crédito.

Las series de bonos preferentes se colocan en CreditWatch Negativo a la espera de los acuerdos que se adopten en la próxima Junta de Tenedores a realizarse el 30 de noviembre de 2004. La citación realizada por el Representante de Tenedores, a solicitud del emisor, tiene por objeto aprobar, por única vez, el sorteo de un mayor número de títulos de deuda de la serie A (corta), con ocasión del prepago de láminas a realizarse en diciembre de 2004.

Las medidas propuestas por la sociedad securitizadora tienen por objeto compensar los efectos ocasionados al calce futuro entre flujos de activos y pasivos del patrimonio separado, producto de una asignación inadecuada entre series cortas y largas, con ocasión de los rescates realizados en junio y septiembre de 2004. De producirse este ajuste en el próximo sorteo de títulos, en vista al corte de cupón de diciembre de 2004, no se afectarán negativamente los flujos de caja proyectados del patrimonio separado.

De no concretarse las medidas propuestas por la sociedad securitizadora, recomponiendo el calce de flujos del patrimonio separado, la clasificación de los títulos de deuda podría verse reducida significativamente.

- *Segundo Patrimonio Separado Securitizadora La Construcción (mutuos hipotecarios originados por Banco Santiago y administrados por Banco Santander Santiago): se mantiene la clasificación, pero se colocan en CreditWatch Negativo las series largas*

En octubre de 2004, los altos niveles de prepago llevaron a Feller Rate a rebajar de AA a BB la clasificación de los bonos senior largos del patrimonio separado. Sin embargo, en los meses siguientes a la fecha de corte (junio de 2004) de la información utilizada en la última revisión de clasificación, el nivel de prepago de la cartera siguió incrementándose de manera significativa. Así, entre julio y septiembre de 2004 se prepagó adicionalmente un 11% del valor par inicial de la cartera, alcanzando el prepago acumulado total un 57%.

Feller Rate se encuentra revisando los antecedentes preliminares entregados por el emisor para generar las proyecciones del flujo de caja del patrimonio separado. Sin embargo, dado el persistente alto nivel de prepago, desde ya se ha decidido colocar la clasificación de los bonos preferentes largos en CreditWatch Negativo.

- *Ratificación de las clasificaciones de otros patrimonios separados afectados por el prepago*

Existen otros patrimonios separados que presentan altas tasas de prepago, como son los casos del Primer Patrimonio Separado de Bci Securitizadora, conformado por mutuos hipotecarios del Ex

Banco de A. Edwards, y el Primer Patrimonio Separado de Securitizadora La Construcción, conformado por mutuos hipotecarios de Hipotecaria La Construcción.

No obstante, estos patrimonios cuentan a la fecha con un saldo de activos en valor par superior al saldo insoluto de los bonos preferentes, de manera que futuros prepagos de mutuos no debieran afectar la capacidad de pago de los bonos vigentes.

Por otra parte, el plazo promedio de vigencia y la relación deuda a garantía promedio de estas carteras es de 80 y 122 meses y 45% y 42%, respectivamente. Esto disminuye de manera importante las probabilidades de incumplimiento y de pérdidas asociadas a contratos fallidos. En este mismo sentido, a junio de 2004 los contratos con 6 o más dividendos llegaban sólo al 0,7% y 0,4% de las carteras vigentes, respectivamente.

En el caso de los portafolios de Banco Estado que conforman el Segundo y Cuarto Patrimonio Separado de Banchile Securitizadora, los niveles de prepago no han sido menores y las estructuras se basan aún fuertemente en el exceso de spread entre activos y pasivos. Con todo, las protecciones crediticias actuales son suficientes para ratificar las clasificaciones de las series preferentes. Por lo demás, desde el punto de vista de riesgo crédito el comportamiento de las carteras ha sido más que satisfactorio. Ambas carteras tienen un plazo de vigencia promedio en torno a 60 meses y la mora de 6 o más dividendos no supera el 0,5% del número inicial de contratos.

- *Ratificación de las clasificaciones del resto de los patrimonios separados*

En los patrimonios separados restantes conformados por mutuos hipotecarios y contratos de leasing habitacional, no se prevén problemas mayores asociados al prepago. Por ello, Feller Rate ratificó la clasificación de los bonos comprometidos.