

Feller - Rate

 CLASIFICADORA DE RIESGO
Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

SECURITIZADORA LA CONSTRUCCIÓN S.A. Primer Patrimonio Separado

Octubre 2000

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.

Los informes de clasificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Feller & Rate

CLASIFICADORA DE RIESGO

SECURITIZADORA LA CONSTRUCCION S.A.

SERIE A Y B
SERIE C
AAA
C

Primer Patrimonio Separado

Analista: Roxana Silva Fono: 246 5388

Clasificaciones

Serie A	Nueva Emisión
Serie B	Nueva Emisión
Serie C	Nueva Emisión

Octubre 2000

AAA

AAA

C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización series A, B y C.
Emisor: Securitizadora La Construcción S.A.
Fecha de la escritura de emisión: 12 de octubre de 2000
Monto: Serie A: UF 210.000
 Serie B: UF 590.000
 Serie C: UF 48.000
 Total: UF 848.000
Plazo: 14 años
Tasa de interés bonos: 6,8%
Colateral: 743 mutuos hipotecarios endosables con un valor par de UF 807.973
Tasa interés promedio de los activos: 9,3%
Originadores: Hipotecaria La Construcción
Mejoramientos Crediticios Externos: No hay
Administrador: Hipotecaria La Construcción
Representante tenedores: Banco de Chile

de tasa permiten la formación de un fondo de reserva, que se constituye como una garantía adicional para el pago de las series A y B.

La cartera de mutuos ha sido originada por Hipotecaria La Construcción S.A., se encuentra bien diversificada y, desde el punto de vista crediticio, el proceso está correctamente estructurado. La mayor parte de estos contratos presentan bajas relaciones deuda/garantía. Esto permite que en escenarios de crisis las pérdidas sean pequeñas.

Hipotecaria la Construcción S.A. cuenta con procesos de administración de activos hipotecarios consolidados que conjuntamente con la calidad de los sistemas de administración maestra que tendrá esta cartera conforman un factor positivo en la evaluación. La cartera de esta administradora ha mostrado un buen desempeño, observándose índices de morosidad inferiores a los del mercado.

Los gastos del patrimonio separado están debidamente acotados en el contrato de emisión y en los contratos de administración respectivos.

Tanto los flujos de ingresos del patrimonio separado provenientes de los dividendos mensuales, como los ingresos por prepagos o liquidación de garantías, serán administrados conservadoramente de acuerdo a las políticas de inversión establecidas en el contrato de emisión.

La serie C subordinada paga los intereses, y el capital en una sola cuota al vencimiento de las series preferentes. El flujo neto de caja va conformando un fondo de reserva que se acumula hasta el pago de todos los cupones de las series preferentes. Por la forma de estructurar la serie C subordinada, no resiste ningún escenario de crisis. Por ello, la clasificación asignada es C.

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a las series A y B de bonos de securitización se fundamenta en: la fortaleza de la estructura financiera y nivel de sobrecolateralización, que le permite soportar severos escenarios de incumplimiento de pago y de tasas de prepagos, así como a su adecuada estructura legal.

La cartera de activos está formada por 743 contratos de mutuos hipotecarios endosables. El flujo mensual generado por los dividendos es suficiente para cubrir oportunamente los costos generados por el patrimonio separado y las obligaciones contraídas con los títulos de deuda, incluso en escenarios de crisis correspondientes a la categoría AAA. Los flujos netos positivos generados por los diferenciales

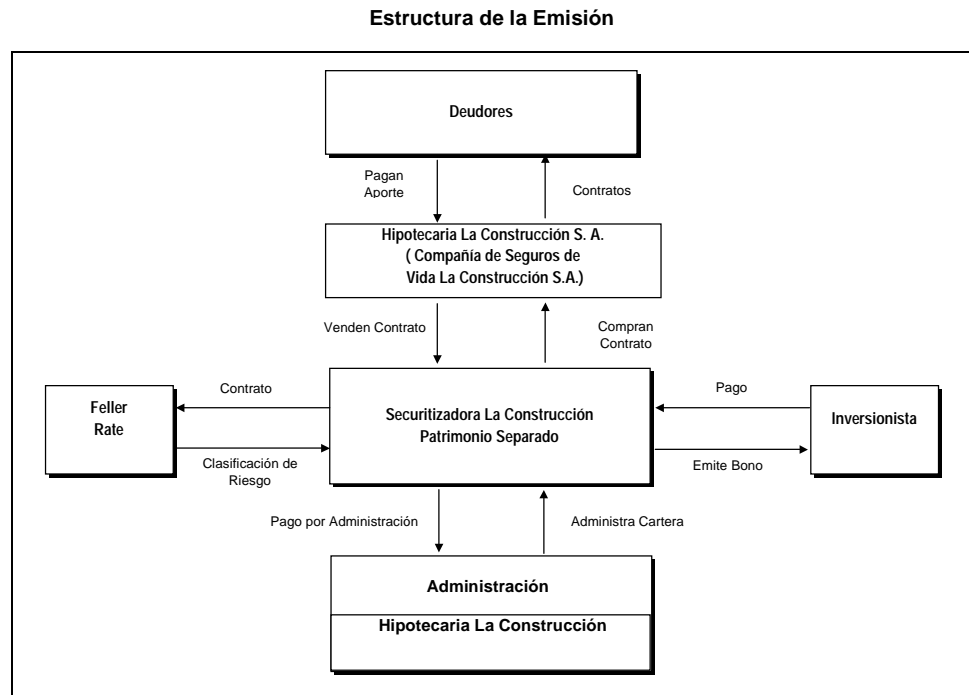
Primer Patrimonio Separado

ESTRUCTURA DE LA EMISION

Características Generales de la Emisión

Los títulos de deuda están formados por dos series preferentes y una serie subordinada, que son respaldadas por una cartera de 743 mutuos hipotecarios endosables.

En el siguiente cuadro se presenta un diagrama simplificado de la estructura de esta emisión:



Los mutuos hipotecarios endosables son créditos hipotecarios para fines habitacionales. En este caso, la cartera que se securitizará, corresponde a una cartera originada por Hipotecaria La Construcción S.A. y endosada a la Compañía de Seguros de Vida La Construcción S.A. Esta institución, endosará ahora estos contratos a nombre de la securitizadora. Luego, la securitizadora emitirá bonos respaldados por un patrimonio separado formado por estos mutuos. Hipotecaria La Construcción S.A. mantendrá la administración de los créditos.

Descripción del Emisor

Securizadora La Construcción S.A. es una sociedad anónima constituida por escritura pública el 4 de agosto de 1995 e inscrita en el Registro de Valores de la Superintendencia con fecha 12 de noviembre de 1996, bajo el número 0594. Esta sociedad tiene por objeto exclusivo celebrar y ejecutar contratos que conforme a la legislación y normativa aplicable, puedan realizar las sociedades securitizadoras. El emisor no tiene deudas preferentes o privilegiadas de ninguna especie y no tiene emisiones anteriores de títulos de deuda.

La propiedad de la securitizadora La Construcción pertenece a Seguravita S.A. (99%) y a la Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A. (1%). Ambas empresas pertenecen a la Red Social de la Cámara Chilena de la Construcción.

Primer Patrimonio Separado

CALIDAD CREDITICIA DEL COLATERAL Y GARANTÍAS

Proceso de Originación

Feller Rate realizó una evaluación del proceso de originación de Hipotecaria La Construcción, que incluyó una revisión de los antecedentes generales de la empresa, sus políticas y procedimientos crediticios.

Hipotecaria La Construcción

Hipotecaria La Construcción S.A. es integrante de la Red Social de la Cámara Chilena de la Construcción. Se constituyó legalmente en el año 1988 con el propósito de abastecer de mutuos hipotecarios a la Compañía de Seguros de Vida La Construcción S.A., iniciando el otorgamiento de mutuos en 1990.

En la actualidad, alrededor del 50% de sus colocaciones se venden a otras compañías de seguros, entre las que se cuentan: La Interamericana, Chilena Consolidada, Ohio National, Santander y Principal. Como filial y coligada tiene: CONCASA S.A., destinada al otorgamiento de mutuos hipotecarios con subsidio habitacional y Administradora de Fondos para la Vivienda Cámara Chilena de la Construcción S.A.

Dentro del mercado de los mutuos hipotecarios, la empresa tuvo en 1999 una participación del 38% del total de mutuos otorgados por las administradoras de mutuos hipotecarios endosables, constituyendo éstos el 31% del monto total negociado dentro del sistema. Adicionalmente, en el mercado de los créditos hipotecarios, que incluye créditos con letras y mutuos hipotecarios endosables de bancos, ha colocado el 7,6% del total de créditos, lo que representa el 5,6% del monto total colocado por el mercado. Dentro de estos porcentajes no se considera la participación del Banco del Estado, Banco del Desarrollo y BBV Banco Bhif, dado que operan en un importante porcentaje con créditos inferiores a UF 500, asociados a subsidio habitacional.

En 1999, se otorgaron mutuos por un monto equivalente a UF 1.932.118, correspondientes a 1.518 créditos. Estas cantidades representan un aumento de un 45% respecto del año anterior. A junio de 2000, el stock acumulado de operaciones generados por esta empresa es de 9.988 contratos por un monto de UF 14.052.070.

La empresa presenta la siguiente estructura de administración:

Estructura Administrativa

Cargo	Nombre
Gerente General	Cristóbal Cruz Barros
Gte. Adm. y Finanzas	Alvaro Molina Campaña
Fiscal	Andrés Alliende González
Contador General	Hernán Zúñiga Obregón
Jefe Comercial	Alejandro Amenábar Montes

La sociedad posee un directorio que designa al gerente general, del cual dependen las áreas comercial, finanzas y fiscalía.

En la empresa trabaja un total de 56 personas. En el área comercial trabajan 10 ejecutivos comerciales, de los cuales 6 tienen base en Santiago; en Antofagasta, Viña del Mar, Concepción y Temuco se distribuyen los cuatro restantes. Las operaciones originadas en regiones representan alrededor de un 15% de la cartera.

De la gerencia de administración y finanzas dependen las áreas de sistemas, contabilidad, cobranza, administración de cartera y pagos y endosos.

Primer Patrimonio Separado

La fiscalía de la empresa cumple un rol más amplio que el legal, ya que de ella dependen el área de análisis de riesgo y tasaciones.

Existe un tasador interno que realiza aproximadamente el 35% de las operaciones, especialmente en el caso de los conjuntos habitacionales. El resto de las tasaciones es realizada por tasadores externos.

Las condiciones tarifarias de los mutuos están especificadas en tablas diseñadas por las áreas de finanzas y comercial, y aprobadas por el directorio, donde se especifican las diferentes tasas de interés a aplicar, según el monto y el plazo del crédito, de manera de ofrecer un producto competitivo dentro del mercado.

Hipotecaria La Construcción S.A. al formar parte de la estructura de la Cámara Chilena de la Construcción, ha establecido un buen nivel de contactos con empresas constructoras e inmobiliarias que desarrollan proyectos a lo largo del país.

Antecedentes del área del crédito

Los ejecutivos comerciales deben proveer toda la información necesaria al área de análisis de riesgo, con el fin de realizar la evaluación del potencial cliente. Todas las operaciones se centralizan en la oficina matriz en Santiago. La central no demora más de cuatro o cinco días hábiles en dar una respuesta al cliente, la que en caso de ser afirmativa, es válida mientras no se cambien las condiciones expuestas en la solicitud inicial.

En los últimos años la empresa procesó en promedio alrededor de 100 operaciones por mes. El porcentaje de rechazo de las solicitudes presentadas es un 25% del monto total solicitado. Los motivos de rechazo son los siguientes:

1. No cumplen con la política de crédito.
2. Presentar antecedentes negativos en los informes comerciales, para los que no ha dado una explicación razonable y satisfactoria.
3. Cuando el titular no acredita en buena forma ingresos suficientes y estables para cumplir con las exigencias de porcentaje de renta destinado al pago de dividendo (25%) y/o está endeudado por sobre lo aceptado.

Una vez aprobado un crédito y solicitados los antecedentes del comprador y del vendedor, la entidad no se compromete con plazos de demora de la operación total, porque ello dependerá de diversos factores ajenos a la empresa. Sin embargo, existen estándares estrictos de demora de las actividades propias de la institución tales como, redacción y escrituración de los contratos, pago a vendedores, etc., manteniéndose un riguroso seguimiento de las diferentes etapas, asegurando así la entrega de un servicio ágil, respecto a otras empresas que operan en el mercado.

Políticas y Procedimientos Crediticios

Las características y condiciones que deben cumplir los clientes para operar con la empresa están claramente establecidas en un manual.

Los mutuos sólo se otorgan a personas naturales, para la adquisición de vivienda, nueva o usada, en zonas urbanas o declaradas como de expansión urbana. No se especifican límites respecto del número de viviendas que posea el deudor, pudiendo ser ésta la vivienda familiar o para inversión.

El monto mínimo que financia la entidad es UF 750, lo que implica que el valor de vivienda mínimo real del orden de UF 950. Existe una alta concentración en el tra-

Primer Patrimonio Separado

mo de créditos entre UF 1.000 y UF 2000, lo que evidencia que el segmento de mercado al que atiende la empresa es B y C1.

El mercado objetivo al que se dirige está constituido por trabajadores dependientes e independientes, con una fuente de ingresos estable, un año y medio o más de antigüedad, sin informes comerciales negativos.

Además, se establece en el manual de crédito que los clientes deben demostrar que posee los fondos necesarios para realizar el pago del pie de la vivienda, sin hacer uso de otras líneas de crédito. De requerir financiamiento adicional, la carga financiera total no puede ser superior al 39% de la renta líquida que pueda demostrar el deudor. Estas consideraciones, no se habían observado en el resto de las Administradoras estudiadas. Feller Rate considera que estos factores son positivos en el proceso de originación.

Las excepciones a la pauta de crédito están definidas claramente en el manual. Las exigencias a los codeudores o cónyuges están determinadas en la política de crédito. Para cumplir los requerimientos de renta y porcentaje de deuda, el deudor puede considerar al o la cónyuge como codeudor. De requerir un codeudor diferente al cónyuge, el dividendo no podrá superar el 30% de la renta líquida del deudor y el 25% de la suma de ambas rentas.

La pauta para la evaluación de créditos considera las variables estándares para la evaluación de créditos para personas. El tratamiento de los ingresos y de la carga financiera es más riguroso que el de otras empresas del sector.

La edad máxima del deudor que requiera seguro de desgravamen, no debe ser mayor a 74 años al momento de pagar la última cuota del crédito.

Todos los mutuos se entregan con seguro de desgravamen por un 100% para el deudor principal y por el monto proporcional de aporte de renta, para el codeudor o aval. Se incluye, en forma obligatoria un seguro de incendio para la propiedad, excluido el valor del terreno y en el caso de las viviendas de menor valor a UF 1.500, se obliga también a tomar seguro de terremotos. Todos los seguros se cobran dentro de las cuotas del crédito. El deudor tiene la alternativa de contratar seguros adicionales, tales como incendio con contenido y/o oncológicos y que sean incluidos dentro del monto del dividendo mensual a pagar.

La empresa ofrece plazos fijos de 15, 18 o 20 años. Actualmente la empresa está otorgando un mutuo con plazo flexible entre 15 y 30 años (para clientes que tengan entre 44,6 y 49,6 años el plazo máximo es de 25 años). En esta modalidad, al momento de pagar cada dividendo, el deudor puede optar entre pagar el monto mínimo, equivalente a la cuota del crédito a 30 o 25 años plazo, o un monto máximo, equivalente a la cuota si el crédito fuera a 15, 18 o 20 años, dependiendo del plazo mínimo elegido por el deudor al momento de realizar el contrato.

En resumen, Feller Rate considera que Hipotecaria La Construcción muestra experiencia y competencia en su proceso de crédito. Sus manuales definen claramente sus políticas, y presentan consideraciones que no existen en el resto de la industria.

Primer Patrimonio Separado

Revisión de Carpetas

La aplicación de las políticas y procedimientos de crédito de Hipotecaria La Construcción S.A., fueron verificados por Feller Rate mediante la revisión de carpetas, de alrededor del 10% de la cartera. De esta revisión se obtuvieron las siguientes conclusiones generales:

- Las carpetas revisadas presentaban un adecuado orden e información suficiente para poder obtener un perfil del deudor (sustentación de rentas, estabilidad laboral y honorabilidad crediticia). La solicitud de crédito estaba en todos los casos revisados.
- Las minutas de crédito tenían las firmas correspondientes, contenían los datos sobre la relación deuda garantía, antecedentes de renta y patrimonio del deudor y codeudor en los casos que correspondía.
- Las tasaciones estaban completas, con antecedentes de la vivienda a financiar, del entorno directo y del sector en que están ubicadas.

En resumen, se pudo constatar que la empresa ha operado en forma sistemática desde el año 1990 según lo establecido en su manual de crédito. Se pudo constatar el orden y la rigurosidad con que fueron evaluados los deudores. Esto lleva a la conclusión, que la claridad de las normas establecidas y la correcta evaluación de los deudores, permite mantener un adecuado control del riesgo crediticio.

Características del Colateral

La cartera de mutuos que forma el colateral está conformada por 743 mutuos hipotecarios endosables con un saldo insoluto, al 31 de mayo de 2000, de UF 807.973, y a la fecha de emisión de UF 788.227, una tasa de interés implícita promedio del 9,3%, un plazo de dividendos por pagar promedio ponderado por saldo insoluto de 136 meses.

A la fecha de emisión, el valor par de esta cartera es ligeramente inferior al valor par de la emisión de bonos. Sin embargo, la diferencia en las tasas de interés entre mutuos y bonos generan un flujo mensual de caja positivo durante la vigencia de los bonos.

Los mutuos que forman parte de la cartera son de un monto promedio ponderado por saldo de UF 1.666. Para efectos de garantía, se consideró el menor valor entre la tasación y el monto efectivo de la operación de compraventa, obteniéndose un valor promedio ponderado por saldo insoluto de UF 2511.

La relación deuda garantía al momento de la originación fue de 68,3% y esta relación al 31 de mayo de 2000 fue de 54,1%. La relación dividendo renta promedio ponderado de la cartera al momento de originación es de 19,2% y la relación carga financiera/renta promedio ponderado de 21,1%. Ambas relaciones son menores a las observadas en emisiones anteriores, de otros emisores.

Por otra parte, un 3,2% de los mutuos tienen subsidio habitacional y corresponden a un 2,4% del saldo insoluto. Estos mutuos gozan de ciertas garantías crediticias que otorga el Estado. El Sistema General Unificado de Subsidio Habitacional contempla, para aquellos préstamos menores o iguales a 670, una garantía de hasta el 75% de la pérdida del crédito, con un límite máximo de UF 200. En los créditos

Primer Patrimonio Separado

mayores a UF 670, aumenta dicho porcentaje en un 0,04% por cada UF de diferencia entre el monto del préstamo y 670.

Resumen de la cartera de mutuos

(al 31 de mayo de 2000)

	Total
Número de mutuos	743
Valor Garantía Promedio (*)	UF 2.511
Monto crédito original (*)	UF 1.666
Saldo Insoluto Promedio a la fecha corte (+)	UF 1.314
Saldo Insoluto Total a la fecha corte (+)	UF 807.973
Crédito Original / garantía (*o	68,3%
Saldo Insoluto original (*)	54,1%
Tasa de interés (*)	9,3%
Plazo Residual meses (*)	136
Concentración Región Metropolitana	86,9%
Dividendo/Renta Promedio	19,2%
Carga Financiera/Renta Promedio	21,7%
Porcentaje de la cartera con morosidad actual	2,5%
Porcentaje de contratos con subsidio	2,4%

(+) Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto

ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

Administración de los Activos

La cartera de activos que forman el colateral debe ser administrada apropiadamente para que los flujos por ella generados lleguen al patrimonio separado, en los montos y condiciones estipulados al momento de la emisión.

La legislación chilena autoriza a la securitizadora a contratar los servicios de administración a terceros, o a efectuar la administración ella misma.

En este caso, los activos seguirán siendo administrados por Hipotecaria La Construcción S.A., con quien la securitizadora estableció un contrato de administración. Este contrato establece:

- Las funciones que debe desempeñar como administrador de la cartera; el costo por administración y custodia y los costos máximos en que pueden incurrir por la administración de cada mutuo.
- El administrador se compromete a adelantar a la securitizadora hasta tres dividendos sucesivos en caso de mora del deudor.
- Se detalla la política y procedimientos de cobranzas.
- Establece la duración del contrato hasta el vencimiento de los mutuos hipotecarios endosables que se encargan a administrar, sin perjuicio de que cualquiera de las partes quiera poner fin a este contrato, siempre y cuando avise con 3 meses de anticipación.

Primer Patrimonio Separado

- También se establece que este contrato puede terminar en caso de incumplimiento grave de las obligaciones del administrador. El incumplimiento grave lo calificará un árbitro arbitrador. El árbitro arbitrador podrá ser convocado por cualquiera de los agentes que intervienen directamente en esta emisión (Banco Pagador, Representante de Tenedores, Securitizadora). Feller Rate considera que esta facultad reduce el problema que se podría generar por un conflicto de intereses dado que el administrador y la securitizadora pertenecen al mismo grupo económico.

Hipotecaria La Construcción S.A. mantiene centralizada la administración de los mutuos, desde la aprobación del crédito hasta la cobranza prejudicial. La entidad administra directamente toda su cartera, tanto la que mantiene dentro de la empresa, como la que se vende a compañías de seguros o empresas securitizadoras.

Como medida de seguridad, la empresa realiza a diario respaldo de los antecedentes computacionales. Estas copias son guardadas en las bóvedas del BBV Banco Bhif.

El área de administración de cartera emite mensualmente avisos de vencimiento para todos aquellos deudores que mantienen el pago de sus dividendos al día.

Se realizan revisiones mensuales del estado de morosidad de la cartera. Existen listados que arrojan información actualizada del estado de la cartera. El envío de avisos de vencimiento a aquellos deudores con cuotas pendientes se suspende en forma automática. Con mora menor a treinta días, sólo se envía una carta al deudor y se envían los antecedentes a Dicom. Pasados los 30 días de mora, se inicia cobranza prejudicial encargada a dos oficinas externas. Además en este momento se comienzan las gestiones para comenzar los descuentos por planilla en los casos en que es posible. Cuando la mora es superior a los 90 días comienza a intervenir la oficina de abogados externos, especialmente contratada para estos servicios, con el fin de comenzar la cobranza judicial.

El análisis de riesgo, la verificación de la información y el control que efectúan en cada uno de los procesos, ha permitido a la entidad mantener un buen nivel de calidad de la cartera. El segmento de mercado en que desarrollan sus negocios permite operar con clientes con fuentes de pago estables y para los cuales la vivienda propia representa seguridad y status.

El actual sistema computacional con que opera, permite desagregar información y entregar informes periódicos. Estos informes pueden contener distintos tipos de estadísticas, según plazos, comportamiento histórico, niveles de morosidad, etc. Además, el sistema realiza una serie de cuadraturas y conciliaciones de la información que entra al sistema, asegurando así que sea precisa y confiable.

A la fecha, la empresa ha realizado solo 11 remates de propiedades. El porcentaje de recuperación para el inversionista ha sido de aproximadamente de 100,44%. Dada la diferencia favorable que se produce entre el valor de adjudicación en el remate judicial y el valor de venta comercial. Igualmente la promoción de la venta voluntaria en los casos de morosidad avanzada ha permitido recuperar el 100% de la deuda en estos casos.

La morosidad histórica de la administradora siempre ha estado por debajo de la observada en el mercado. En el siguiente cuadro se observa la morosidad de la car-

Primer Patrimonio Separado

tera total administrada por Hipotecaria La Construcción en los meses de junio, julio y agosto:

Morosidad Cartera Hipotecaria La Construcción			
Dividendos Morosos	Junio 2000	Julio 2000	Agosto 2000
1 dividendo	2,09%	2,17%	1,97%
2 dividendos	0,79%	0,71%	0,59%
3 o más dividendos	1,36%	1,51%	1,47%

PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

Estimación de la Pérdida Potencial

La metodología considera un ajuste a la cartera de mutuos, de modo de reflejar sus pérdidas potenciales ante una eventual crisis económica. La magnitud de la crisis es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo. Así, los supuestos correspondientes a un escenario AAA son más exigentes que para uno AA. A su vez, los asociados a un escenario AA son más exigentes que para un escenario A.

Feller Rate, con el fin de evaluar la calidad de esta cartera hipotecaria, la comparó con una cartera de referencia o "benchmark pool". Las características de los mutuos pertenecientes a una cartera de referencia se determinaron sobre la base de un análisis de mercado hipotecario del país y de la experiencia internacional en mercados hipotecarios de características similares a la chilena. Estas características se describen en el siguiente cuadro:

La probabilidad de incumplimiento y la pérdida del valor de mercado de las viviendas, pertenecientes a un mutuo hipotecario de una cartera de referencia, que Feller Rate supone para escenarios de crisis son las siguientes:

Categoría	Probabilidad de incumplimiento base	Pérdida de Valor de la Vivienda
AAA	15%	45%
AA	11%	38%
A	8%	34%
BBB	6%	30%
BB	3%	25%

Adicionalmente, se efectúan diversos ajustes que afectan tanto a la proporción de mutuos que fallan como a la variación en el precio de las viviendas y, por consiguiente, a la recuperación de garantías en caso de incumplimiento. Estos ajustes se realizan en forma individual a cada mutuo y buscan precisar los supuestos base anteriormente indicados, sobre la base de fortalezas y debilidades específicas de cada mutuo y su respectiva garantía. Los ajustes normalmente aplicados son:

- Castigo por tamaño pequeño de cartera. Si es inferior a 300, el porcentaje de cartera fallida se incrementa por el factor $\sqrt{300/n}$.
- Castigo por destino. Si la propiedad es para inversión o vacaciones, el porcentaje de cartera fallida sube en 50% y 100%, respectivamente..

Primer Patrimonio Separado

- Castigo por tipo de deudor según valor de la propiedad. Si dicho valor es inferior a las UF 1.200 o superior a las UF 5.000, el porcentaje de cartera fallida sube en un 10% y en un 20% si el valor de la vivienda es menor a UF 600 o mayor a UF 10.000.
- Castigo por capacidad de pago: los principales indicadores usados son dividendo/renta y carga financiera/renta. Estos, deben ser menores a 25% y 50%, respectivamente, a la fecha de compra.
- Historia del mutuo. Si, desde su otorgamiento, el mutuo lleva sin problemas más de 8 años u 11 años, el porcentaje de cartera fallida baja en un 20% y un 40%, respectivamente.
- Premio por madurez. Si el plazo de vencimiento del mutuo es menor a 8 años, el porcentaje de cartera fallida cae en 10%.
- También existen ajustes por historia de morosidad y situación de morosidad,
- Premio por una administración y control de la cartera de activos sobre el promedio de la industria.

La aplicación combinada de estos supuestos dio como resultado los siguientes ajustes agregados a la cartera, según la severidad del escenario:

	Ajustes a la Cartera de Mutuos				
	AAA	AA	A	BBB	BB
Probabilidad de incumplimiento (*)	14,1%	10,3%	7,5%	5,6%	2,8%
Pérdida de valor de la vivienda (*)	45,8%	38,8%	34,8%	30,8%	25,8%
Severidad de la Pérdida (*)	45,5%	35,9%	30,7%	25,7%	19,9%
Cobertura de Pérdida (*) (**)	6,7%	4,0%	2,5%	1,6%	0,7%

(*) Ponderados por saldo insoluto

(**) Valor estimado para contratos que caen en incumplimiento en el primer mes de la emisión

Para cada categoría de riesgo, el monto de recuperación de garantías producto de los incumplimientos depende de la relación deuda garantía al momento del incumplimiento, el precio y momento de la liquidación de la vivienda y los costos asociados a este proceso de liquidación.

Para todas las categorías de riesgo se estima que la recuperación de garantías se producirá 18 meses después de ocurrido el incumplimiento. Feller Rate supone un costo de liquidación de las viviendas en escenarios de crisis igual al 13% del monto de la deuda al momento del incumplimiento. Este costo incluye los gastos legales y administrativos de la liquidación, pero no incluye los intereses devengados no percibidos.

Flujos de caja

La metodología de Feller Rate requiere para bonos de securitización que los flujos proyectados de ingresos de los activos, netos de pérdidas y gastos, sean capaces de

Primer Patrimonio Separado

soportar en cada periodo, los egresos generados por el pago bonos. Esto debe cumplirse no sólo para los flujos estimados en condiciones normales, sino también para los esperados en condiciones de crisis, incluyendo situaciones de prepagos voluntarios.

Cartera de mutuos

Para el análisis de la cartera de mutuos y sus respectivos flujos, se siguieron las siguientes etapas:

- Se consideró como fecha de referencia para el análisis de la calidad de la cartera el 31 de mayo de 2000. Los dividendos se proyectaron a partir del mes de noviembre de 2000;
- Se calculó la cantidad de mutuos fallidos sobre la base de los ajustes individuales y los supuestos. Luego, se aplicaron al flujo de caja estimado, a partir del mes trece, desde la fecha de referencia, en forma lineal y durante 36 meses;
- Se estimaron las recuperaciones producto de la liquidación de las garantías asociadas a los mutuos fallidos a partir del mes 18 de producido el incumplimiento;
- Se estimaron los eventuales pagos de Tesorería por concepto de garantía crediticia por los créditos con Subsidio Habitacional, los que fueron desfasados 3 meses después de la recuperación de garantías, para cubrir eventuales retrasos;
- Se realizaron sorteos de bonos según la prorrata establecida en el contrato con las recuperaciones producidas por liquidación de garantías;
- Se obtuvo una proyección depurada de ingresos antes de gastos;
- Se estimaron los diversos componentes de gastos para cada período: clasificación de riesgo, auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, custodia de títulos, seguros por títulos custodiados, administración de mutuos, gastos de emisión y otros;
- Se obtuvo un flujo de ingresos de la cartera de mutuos, neto de gastos.

Los flujos de ingresos ajustados a estos supuestos son los que Feller Rate consideró para las proyecciones de flujo de caja.

Bonos

La emisión del bono es por un monto total de UF 848.000 dividido en dos series preferentes A y B y una subordinada C. Las características de ambas series se muestran en el siguiente cuadro.

Características de los bonos				
Serie	Serie A	Serie B	Serie C (Subordinada)	Total
Proporción	24,8%	69,5%	5,7%	100,0%
Monto	UF 210.000	UF 590.000	UF 48.000	UF 848.000
Nº de cupones (meses))	41	166	1	
Tasa emisión (anual)	6,8%	6,8%	6,8%	
Intereses	mensuales	mensuales	al vencimiento	
Periodo de gracia intereses	0	0	166	
Amortizaciones	mensuales	mensuales	al vencimiento	
Periodo de gracia amortizaciones (meses)	0	40	171	

Primer Patrimonio Separado

El pago del primer cupón será el 25 de marzo de 2001. Los intereses se devengarán a partir del 31 de octubre de 2000. El primer cupón incluye el pago de los intereses de los 5 primeros meses. Los pagos de amortizaciones e intereses de las series preferentes serán mensuales. La serie subordinada se pagará al vencimiento de los títulos de deuda.

Los títulos de deuda serán desmaterializados, es decir, durante su existencia no serán impresos. Su transferencia se realizará mediante la normativa interna del DCV.

Comparación de flujos

Sobre la base de las tablas de desarrollo, se proyectaron los flujos de servicio de los bonos. Para verificar si la estructura de mutuos soporta el servicio de los bonos se compararon los flujos netos de cartera fallida y gastos y los flujos de los bonos y:

- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficits del período;
- Se proyectó el comportamiento del excedente acumulado o fondo de reserva sobre la base de: la reserva del período anterior; la rentabilidad de esa reserva considerando un 4%; los excedentes del período.

En general, para alcanzar una determinada clasificación, la estructura de activos y pasivos debe implicar que siempre se pueda cumplir con los resguardos del contrato de emisión. Esto es, en el caso específico de la emisión en análisis, que el fondo de reserva formado por el spread de tasas siempre debe ser positiva.

El pago de todos los cupones de las series preferentes se realiza cabalmente en un escenario AAA, no así la serie subordinada.

El pago de la serie subordinada en el último mes se realiza en un escenario C.

Sensibilizaciones

Los flujos de caja resultantes se sensibilizaron ante distintas situaciones de prepagos voluntarios, incluso en situaciones de crisis moderada. Los procedimientos de sustitución de contratos de mutuos hipotecarios y de sorteo de bonos contemplados en el contrato, aseguran aceptablemente el pago de los cupones restantes en las condiciones pactadas. En escenarios normales como en situaciones de crisis, la estructura soporta una aceptable tasa de prepago voluntario, con respecto a lo observado históricamente.

Se consideraron todos los gastos indicados en el contrato de emisión que corresponde solventar al patrimonio separado. En los casos, que Feller Rate consideró bajos, se consideraron costos de mercado, también se consideró un monto anual para imprevistos.

Además, Feller Rate sometió los flujos a diversas pruebas de stress, sensibilizando las siguientes variables:

- momento en que ocurre el primer incumplimiento;
- distribución y concentración de los incumplimientos;
- tiempo de recuperación de garantías;

Primer Patrimonio Separado

- shock de morosidad de corto plazo.

Al realizar estos ejercicios, se obtuvieron resultados aceptables de acuerdo a la categoría de riesgo asignada.

En un escenario con prepagos y rentabilidad de los fondos conservador, es improbable el pago cabal de la serie subordinada.

ASPECTOS LEGALES

Contrato de Emisión

El contrato de emisión tiene como marco legal la Ley del Mercado de Valores N°18.045, que en su título XVIII trata sobre las Sociedades Securitizadoras. En este contrato de emisión se establecen explícitamente la mayor parte de las consideraciones tratadas en este informe, incluyendo las remuneraciones que se deberán pagar a los prestadores de servicio y un detalle de los activos que formarán el patrimonio separado.

Además de otros aspectos formales, en el contrato de emisión se especifica que los ingresos netos de caja del patrimonio separado pueden ser invertidos en Títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central; depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizados por éstas; letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras; bonos y efectos de comercio de empresas públicas y privadas, cuya emisión haya sido registrada en la superintendencia. Todos estos valores deberán estar clasificadas por dos clasificadoras independientes, a lo menos en AA y N-1, para títulos de deuda de largo y corto plazo respectivamente.

Al igual que en el contrato de administración, se establece la facultad de las partes de convocar a un árbitro arbitrador. Esto, con el fin de pedir el término de la administración de los activos por incumplimientos graves.

La causa de incumplimiento de contrato que se señala en el contrato de emisión por parte del emisor es el no pago cabal y oportuno de un cupón.