

# Feller - Rate

 CLASIFICADORA DE RIESGO  
Strategic Affiliate of Standard & Poor's

## INFORME DE CLASIFICACIÓN

# SANTANDER S.A. SOCIEDAD SECURITIZADORA

## Primer Patrimonio Separado

Agosto 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

## SANTANDER S.A. SOCIEDAD SECURITIZADORA

Series Senior

AA

Serie Subordinada

BB

### Primer Patrimonio Separado

Analista: Roxana Silva Fono: 246 5388

Clasificaciones	Agosto 1999	Agosto 2000
Bonos BSTDS-A1	AA	AA
Bonos BSTDS-A2	AA	AA
Bonos BSTDS-B1	BB	BB

#### ESTRUCTURA

**Títulos:** Bonos de securitización series A, B y C.  
**Código nemotécnico:** Series Senior: BSTDSA1, BSTDSA2  
 Serie subordinada: BSTDSB1  
**Emisor:** Santander S.A. Sociedad Securitizadora  
**Fecha emisión:** 20 de julio de 1999  
**Monto Original:** Serie A: UF 418.000. Serie B: UF 22.000.  
 Total: UF 440.000  
**Monto Residual:** Serie A: UF 412.912 Serie B: UF 23.150 Total: UF 436.062  
**Plazo Original:** 20 años  
**Plazo Residual:** 19,25 años  
**Tasa de interés bonos:** Serie A: 6,9%. Serie B: 6,9%  
**Colateral Original:** 640 mutuos hipotecarios endosables con un valor par de UF 367.887  
**Colateral Actual:** 638 mutuos hipotecarios endosables con un valor par de UF 361.289  
**Tasa interés promedio de los activos:** 10,95%  
**Originadores:** Banco del Desarrollo, Credycasa, Procrédito, Proyecto, Hepner y Muñoz, Mutuo centro, Ecomac, CB Mutuos Hipotecarios, Las Américas y Contémpora.  
**Mejoramientos Crediticios Externos:** No hay  
**Administradores:** Banco Santander, Banco del Desarrollo  
**Representante tenedores:** Banco Exterior Chile

normales para carteras de estas características y las proyecciones de flujo de caja corresponden a los supuestos de Feller Rate para una categoría AA.

El flujo generado por el pago de dividendos de la cartera alcanza para cubrir oportunamente las obligaciones contraídas con los títulos de deuda y los costos generados por el patrimonio separado, incluso en escenarios de crisis correspondientes a la categoría AA. Además, esta diferencia permite que exista un fondo de reserva, que se constituye como una garantía adicional.

La cartera de mutuos fue originada por el Banco del Desarrollo y administradoras de mutuos hipotecarios. El Banco del Desarrollo continuó con la administración de los mutuos. En cambio, la porción de la cartera originada por las mutuarías es administrada por el Banco Santander.

Desde la emisión hasta el 30 de junio de 2000, se habían realizado 2 prepagos totales y 6 prepagos parciales. A esa fecha, aún no se habían incorporado nuevos mutuos en reemplazo de los prepagados. Los fondos se han mantenido en la cuenta de valores negociables del patrimonio separado.

Tanto los flujos de ingresos del patrimonio separado provenientes de los dividendos mensuales, como los ingresos por prepagos, han sido administrados de acuerdo con las políticas de inversión establecidas en el contrato de emisión.

La clasificación asignada a la serie subordinada es de BB. Esta serie no paga intereses, y se amortiza en una sola cuota al vencimiento de las series senior. El flujo neto de caja va conformando un fondo de reserva que se acumula hasta el pago de todos los cupones de las series senior. En un escenario de condiciones normales, asociadas a la categoría BB, el cupón de la serie subordinada sería pagado en su totalidad.

#### FUNDAMENTACION

La clasificación AA asignada a las series senior se fundamenta en los diferenciales de flujo que genera la cartera de mutuos en relación a los bonos. Estos diferenciales surgen como resultado del spread entre la tasa promedio implícita de los mutuos de 11% y la de los bonos de 6,9%. La magnitud del spread hace que el diferencial de flujo no se refleje en el valor par de activos y pasivos a la fecha de emisión, sino en sus valores económicos. Pese a que a los niveles de morosidad han aumentado durante el último año, aún se encuentran dentro de los límites

## Patrimonio Separado

### DESEMPEÑO DEL COLATERAL

#### *Morosidad de la cartera de mutuos*

La morosidad ha crecido durante el primer año de desempeño de este patrimonio. Sin embargo, la estructura aún es capaz de soportar escenarios de crisis moderados. Esto, dado que los niveles de morosidad alcanzados a junio de 2000, están dentro de los límites aceptables para la categoría AA de riesgo.

En los siguientes cuadros se presenta la cantidad de dividendos morosos en los últimos 5 meses, separados por administradora:

Número de dividendos morosos					
<b>Banco Santander</b>	Febrero-00	Marzo-00	Abril-00	Mayo-00	Junio-00
< = 30 días	45	42	77	43	33
60 días	8	9	12	10	15
90 días	8	6	8	7	10
120 días	4	5	5	4	8
150+ días	3	4	7	7	10
<b>Total</b>	<b>68</b>	<b>66</b>	<b>109</b>	<b>71</b>	<b>76</b>
<b>Banco del Desarrollo</b>	Febrero-00	Marzo-00	Abril-00	Mayo-00	Junio-00
<=30 días	28	29	65	25	21
60 días	2	1	3	2	5
90 días	0	0	1	1	1
120 días	0	0	0	0	1
150+ días	0	0	0	0	1
<b>Total</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>69</b>	<b>28</b>	<b>29</b>
<b>Total dividendos Morosos</b>	<b>98</b>	<b>96</b>	<b>178</b>	<b>99</b>	<b>105</b>

La morosidad de abril tiene fecha de corte anterior al resto de los meses, por esto se observa mayor morosidad este mes. La razón de esto es que la securitizadora no cuenta con esos datos porque en esa fecha tuvieron problemas en su sistema.

Aunque los niveles de morosidad se mantienen bajos en comparación a carteras similares, sin duda la cartera ha sufrido un deterioro en el último año. Cabe considerar que a junio de 1999 todos estos mutuos, se encontraban con todos sus dividendos al día. Este efecto está dentro de lo que se puede esperar para una cartera normal de mutuos hipotecarios endosables comprada con cero morosidad.

Claramente se pueden observar mayores índices de morosidad en la porción administrada por el Banco Santander. Estos mutuos hipotecarios fueron originados por 8 administradoras de mutuos hipotecarios y su administración traspasada al Banco Santander.

En el siguiente cuadro se presenta el número de individuos morosos con 1, 2, 3 y 4 dividendos, separados por administradoras, al 30 de junio de 2000.

## Patrimonio Separado

Número de Individuos Morosos						
Al 30 de junio de 2000						
	Banco del Desarrollo		Banco Santander		Total	
	Nº deudore	Porcentaje	Nº deudores	Porcentaje	Nº deudores	Porcentaje
1 dividendo	16	5%	18	5,6%	34	5,3%
2 dividendos morosos	4	1,3%	4	1,3%	8	1,3%
3 dividendos morosos	0	0%	3	0,9%	3	0,9%
4 dividendos morosos	0	0%	3	0,9%	3	0,9%
5 o más dividendos morosos	1	0,3%	5	1,6%	6	0,9%

Al 30 junio de 2000, la cartera presentaba 6 mutuos con 5 o más dividendos morosos, los que representan un 0,9% de la cartera total.

El caso con más de 5 dividendos morosos perteneciente a la cartera del Banco del Desarrollo, se encontraba en cobranza judicial, pero el cliente canceló, con posterioridad a la fecha de corte, el total de la mora, por lo que se retiró el juicio.

De los 12 casos con más de tres dividendos morosos administrados por el Banco Santander, sólo cuatro se encuentran en proceso de cobranza judicial, y el resto ha llegado a acuerdos de pago.

La política de cobranza fijada por la securitizadora y establecida en los contratos de administración, es bastante estricta y sigue muy de cerca a los individuos morosos. Esta política establece que a los 75 días de rezago se dará inicio a la cobranza judicial, salvo instrucción distinta de la securitizadora. Existen casos con más de 75 días de rezago, que no están en cobranza judicial, puesto que se espera llegar a acuerdos de pago con los deudores.

### *Prepago de mutuos e Incorporaciones*

Desde la emisión hasta el 30 de junio de 2000, se han realizado 2 prepagos totales y 6 prepagos parciales. Para el análisis de los flujos, los prepagos totales fueron eliminados de la cartera.

Según la cláusula octava del contrato de emisión, de llevarse a efecto el pago anticipado total o parcial, de uno o más mutuos que forman el activo del patrimonio separado, el emisor puede optar por sustituir los mutuos o rescatar anticipadamente por sorteo los títulos de deuda.

En este caso, aún no se habían incorporado nuevos créditos en reemplazo de los prepagados totales y parciales. Los fondos se han mantenido en la cuenta de valores negociables del patrimonio separado.

Feller Rate, de acuerdo a la cláusula octava, letra O-1, letra a, del contrato de emisión respectivo, debe pronunciarse en el momento que se realicen las nuevas incorporaciones, respecto de que éstas no desmejoren la clasificación de riesgo de la emisión.

---

## Patrimonio Separado

---

### *Inversiones*

Los flujos de ingresos procedentes del pago de dividendos ingresan al patrimonio separado en forma mensual, al tiempo que los pagos de cupones de bonos son trimestrales. Este hecho, así como la formación de reservas producto del spread de tasas, genera una acumulación de fondos que han sido invertidos en pactos otorgados por Santander Agente de Valores.

Los pactos son instrumentos de inversión con tasa fija, basados en un contrato de compra y venta de instrumentos financieros, en este caso depósitos bancarios, a plazo entre el inversionista (Santander Sociedad Securitizadora) y el agente de valores (Santander Agente de Valores)

Los instrumentos en que se pueden invertir los fondos de la cuenta valores negociables están restringidos por la cláusula novena, letra a, del contrato de emisión.

### *Características del Colateral*

Al 30 de junio de 2000, la cartera de mutuos que forma el colateral está conformada por 638 mutuos hipotecarios endosables con un saldo insoluto de UF 361.298, una tasa de interés implícita del 11% y un plazo de dividendos por pagar promedio ponderado por saldo insoluto de 220 meses.

El valor par de la 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 de caja mensual positivo durante la vigencia de los bonos.

El crédito original promedio ponderado por saldo insoluto es de UF 641 y el saldo insoluto promedio a la fecha de corte es de UF 623. 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 932.

Todas las propiedades corresponden a viviendas destinadas a su ocupación como residencia principal por parte de sus propietarios deudores.

Por otra parte, un 36,4% de los mutuos tienen subsidio habitacional y corresponden a un 35,1% 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 mayores a UF 670, aumenta dicho porcentaje en un 0,04% por cada UF de diferencia entre el monto del préstamo y UF 670.

En el siguiente cuadro se presentan las principales características de la cartera:

## Patrimonio Separado

### Resumen de la cartera de mutuos

( al 30 de junio de 2000 )

	Banco del Desarrollo	Banco Santander	Total
Número de contratos	319	319	638
Valor garantía promedio (*)	UF 921	UF 943	UF 932
Saldo insoluto actual promedio (*)	UF 582	UF 653	UF 623
Valor par activos fecha de corte	UF 176.240	UF 185.049	UF 361.289
Relación crédito inicial / garantía promedio (*)	67,3 %	71,7%	69,5%
Relación deuda actual / garantía promedio (*)	65,8%	69,4%	67,6%
Tasa de interés promedios (*)	11,3%	10,6%	11%
Plazo residual promedio (+)	222	218	220
Porcentaje de contratos con subsidio	49,2%	23,5%	36,4%

(\*) Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto y valor de la vivienda respectivamente.

### 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, la porción de los activos originada por el Banco del Desarrollo siguió siendo administrada por esa entidad. En cambio, los créditos originados por las administradoras de mutuos hipotecarios son administrados por el área hipotecaria del Banco Santander.

La Securitizadora Santander estableció contratos de administración con el Banco del Desarrollo y el Banco Santander. Estos contratos establecen, entre otras: las funciones que deben desempeñar como administradores de la cartera; el costo por administración y custodia y los costos máximos en que pueden incurrir por la administración de cada mutuo.

La vigencia de este contrato es hasta el vencimiento de los mutuos hipotecarios endosables que se encarga administrar, sin perjuicio de que cualquiera de las partes quiera poner fin a este contrato, siempre y cuando avise con 90 días de anticipación.

Además, este contrato contiene en sus anexos el procedimiento de cobranza que será aplicado a los mutuos que conforman el patrimonio separado. Este procedimiento es riguroso.

#### *Banco Santander-Chile*

Se debe tener la seguridad que todas las partes involucradas en la emisión van a cumplir sus obligaciones contractuales a cabalidad. En este caso se analizó al Banco Santander-Chile, quien interviene como administrador y custodio de la mitad de la cartera de activos. La solvencia del banco está clasificada en AA+ por Feller Rate.

---

## Patrimonio Separado

---

Esta clasificación se fundamenta en su fuerte posicionamiento en todos los segmentos del negocio bancario y el buen manejo y control del riesgo de sus activos. Refleja, además, el respaldo que le da su casa matriz, el mayor grupo financiero de España, clasificado en *A+/Negativas/A-1* por Standard & Poor's.

Los riesgos asociados a la administración de la cartera se encuentran considerablemente acotados, considerando la experiencia del Banco Santander en el manejo de su cartera hipotecaria, así como también la infraestructura y sistemas con que cuenta.

### *Banco del Desarrollo*

El Banco del Desarrollo se dirige preferentemente al mercado de la pequeña, mediana y micro empresa y al de las personas de los estratos socio económicos C2 y C3, concentrándose en nichos específicos, especialmente el ahorro y financiamiento de viviendas de su mercado objetivo. Feller Rate tiene clasificada la solvencia de este banco en categoría A.

Durante el último año, la institución ha sufrido diversas modificaciones en su estructura. Estos cambios tienden a reducir las áreas con dependencia directa del gerente general. Para ello, se constituyeron dos gerencias generales adjuntas, una comercial y una de operaciones. De la Gerencia General Adjunta Comercial depende la recién creada Gerencia de Vivienda, que agrupa a todos los productos relacionados con el ahorro y financiamiento de la vivienda.

La experiencia del Banco del Desarrollo en el otorgamiento y administración de créditos hipotecarios reduce considerablemente los riesgos de esta porción asociados a esta labor.

### *Administración Maestra*

El servicio de Administración Maestra (Master Servicing) consiste en la administración, control, monitoreo y reportes sobre el desempeño del patrimonio separado. Este monitoreo o administración maestra puede ser contratado con terceros o realizado por la propia securitizadora.

En este caso es Santander Sociedad Securitizadora, quien realiza la administración maestra del patrimonio separado, apoyado en los servicios de back-office que le presta el Banco Santander.

Entre las labores de la administración maestra, se encuentra la conciliación de las recaudaciones versus la información recibida al respecto. Para esto, el contador de la securitizadora mantiene un control de lo informado por los administradores y lo efectivamente recibido en la cuenta corriente de la securitizadora.

Las recaudaciones por dividendos son traspasadas a la cuenta de la securitizadora en forma diaria conforme a lo establecido en el contrato de administración, con un desfase de dos días desde el pago del deudor.

La información de recaudación también es enviada a la securitizadora en forma diaria tanto de la cartera administrada por el Banco del Desarrollo como de la cartera administrada por el Banco Santander.

Esta información es recibida por el departamento de operaciones financieras del Banco Santander quien antes de ingresarla al sistema verifica la integridad y consis-

## Patrimonio Separado

tencia de la información. En caso de encontrar inconsistencias la información es devuelta al administrador.

La gerencia de la securitizadora revisa el comportamiento del patrimonio separado a través de un reporte diario del sistema, que incluye información de morosidad, recaudación y prepagos. Además de este reporte no existe ningún otro documento de control realizado por la securitizadora.

La securitizadora, además de los informes diarios, debería manejar informes que le permitan ver el desempeño histórico de sus patrimonios separados, con el fin de realizar una mejor gestión en la administración de ellos. Estos informes están contemplados en el nuevo sistema que la securitizadora está implementando.

Los casos graves de morosidad se ven quincenalmente en reuniones entre el gerente general de la securitizadora y los responsables de cada administradora. Banco Santander y Banco del Desarrollo envían periódicamente informes a la securitizadora sobre el estado de los contratos que se encuentran en cobranza judicial.

### *Sistemas*

La securitizadora actualmente está usando un sistema que fue desarrollado por el departamento de sistemas del banco, usando como base el sistema existente y agregando requerimientos específicos de la securitizadora. Este sistema, cumple las funciones básicas de administrar estos patrimonios separados. Además, mantiene permanentemente actualizada la valorización de los activos y permite tener información diaria respecto a las recaudaciones.

La primera vez que se ingresaron los datos a este sistema, fueron chequeados uno a uno con las escrituras, esta labor la realizó una empresa externa, con el fin de asegurar que los datos básicos de cada activo que ingresaban al sistema fueran confiables.

Sin embargo, este sistema no tiene la capacidad de verificar mensualmente la correcta aplicación de pagos, subsidios, seguros, intereses por mora, entre otras. Además es poco flexible a los requerimientos de nuevos reportes.

Por otra parte, existe un sistema diseñado especialmente para la securitizadora, que cuenta con una serie de funciones que concilian la información de los distintos administradores, verifica la correcta aplicación de los pagos, tiene una serie de reportes de desempeño actual e histórico de los patrimonios separados. Este sistema fue creado en un joint venture con ACFIN, cuyo objetivo es elevar los estándares de administración de cartera que existen actualmente en Chile

Este sistema se encuentra hace 6 semanas en etapa de marcha blanca en paralelo con el sistema anterior. La securitizadora estima que en 6 semanas más este sistema estará funcionando a plena capacidad. Feller Rate cree que debe ser así, para realizar una adecuada administración de los patrimonios separados.

### PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

#### *Estimación de la Pérdida Potencial*

El ajuste de la cartera y estimación de pérdidas que contempla la metodología de Feller Rate es aplicado de la misma forma para nuevas emisiones como para revisiones de clasificación. Evidentemente las características de la cartera cambian con

## Patrimonio Separado

el paso del tiempo, pero éstas son incorporadas directamente en el ajuste individual de cada mutuo.

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:

Características de la cartera de referencia MHE	
<i>Tipo de Activos</i>	Mutuos hipotecarios endosables (MHE)
<i>Tamaño de cartera</i>	300 mutuos como mínimo
<i>Características de activos</i>	Establecidas en DFL 251, Art. 21 bis y Circ. SVS 1.339
<i>Garantía</i>	Primera hipoteca de la vivienda
<i>Destino de vivienda</i>	Habitacional, primera vivienda
<i>Valor de la vivienda</i>	Entre UF 1.200 y UF 5.000
<i>Relación deuda/garantía</i>	80%
<i>Capacidad de pago</i>	Razonables relaciones dividendo/renta y carga financiera renta
<i>Antigüedad del crédito</i>	Menos de 6 años de antigüedad
<i>Plazo residual</i>	Más de 8 años
<i>Historia morosidad</i>	Buen historial de pagos
<i>Situación de morosidad</i>	Sin mora
<i>Dispersión geográfica</i>	Viviendas en áreas urbanas, sin concentración geográfica
<i>Calidad proceso de originación</i>	Proceso de originación formal y riguroso
<i>Calidad administración y control</i>	Buen proceso de administración y control, sistemas formales y eficientes
<i>Seguros</i>	Seguro obligatorio de desgravamen e incendio
<i>Garantías externas</i>	Sin garantías externas, sin subsidio habitacional

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:

## Patrimonio Separado

Categoría	Probabilidad de incumplimiento base	Perdida 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. Este ajuste no aplicó en esta cartera, dada la selección de mutuos hecha por la administradora.
- 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. Si el deudor presenta índices superiores a estos, la probabilidad de incumplimiento aumenta en un 100%.
- Historia del mutuo. Si, desde su otorgamiento, el mutuo lleva sin problemas más de 8 años o 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, que en este caso dado los requerimientos de selección de la securitizadora no aplicaban.

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

## Patrimonio Separado

	Ajustes a la Cartera de Mutuos									
	AAA		AA		A		BBB		BB	
	Jun 00	Jun 99	Jun 00	Jun 99	Jun 00	Jun 99	Jun 00	Jun 99	Jun 00	Jun 99
Probabilidad de incumplimiento (*)	20,7%	17,2%	15,2%	12,6%	11,1%	9,2%	8,3%	6,9%	4,1%	3,4%
Pérdida de valor de la vivienda (*)	49,8%	49,8%	42,8%	42,8%	38,8%	38,8%	34,8%	34,8%	29,8%	29,8%
Severidad de la Pérdida (*)	45,4%	47,3%	37,0%	38,9%	32,5%	34,4%	28,3%	30,2%	23,4%	25,2%
Cobertura de Pérdida (*) (**)	10,0%	8,5%	6,2%	5,3%	3,9%	3,3%	2,6%	2,2%	1,1%	1,0%

(\*) Ponderados por saldo insoluto

(\*\*) Valor Estimado

Se puede observar un aumento en la probabilidad de incumplimiento, que se debe principalmente a los ajustes por historia de morosidad y situación de morosidad que el año anterior no existieron puesto que la cartera tenía el 100% de sus dividendos al día. La pérdida de valor de la vivienda se mantuvo igual y la severidad de la pérdida disminuyó un poco puesto que las relaciones deuda garantía durante este año bajaron.

#### 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 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 saldo inicial en la cuenta al 30 de junio de 2000, un valor estimado considerando el valor real según la Fecu, al 31 de marzo de 2000 y proyectando los flujos de los 3 meses siguientes.
- A partir del 30 de junio de 2000 se proyectaron los flujos esperados de dividendos;
- 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;

## Patrimonio Separado

- 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, en caso de 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 de bonos fue por un monto total de UF 440.000 dividido en dos series senior A1 y A2 y una subordinada B1. Considerando que a la fecha de referencia ya se había realizado el pago del tercer cupón las características del bono son las que se describen a continuación:

Características de los bonos			
(al 20 de julio de 1999)			
Serie	Senior (A1 y A2)	Subordinada (B1)	Total
Proporción	95%	5%	100,0%
Monto Original	UF.418.000	UF 22.000	UF 440.000
Plazo Original(años)	20	20	
Proporción Monto Residual	94,7%	5,3%	100%
Monto Residual	UF 412.912	UF 23.150	UF 436.062
Plazo Residual	19,25	19,25	
Tasa emisión (anual)	6,9%	6,9%	6,9%
Intereses	Trimestrales	al vencimiento	
Periodo de gracia intereses	0	20	
Amortizaciones	Trimestrales	A vencimiento	
Periodo de gracia amortizaciones (años)	0.25	20	

El pago del primer cupón se realizó el 20 de octubre de 1999. Los intereses se devengaron a partir del 20 de julio de 1999. Los pagos de amortizaciones e intereses son trimestrales excepto el primer cupón que sólo pagó intereses. La serie subordinada se pagará al vencimiento de los títulos de deuda.

### 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 estimó el saldo en la cuenta de reserva al 30 de junio de 2000.
- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficits del período;

## Patrimonio Separado

- Se proyectó el comportamiento del excedente acumulado o fondo de reserva sobre la base de: la reserva del período anterior; considerando la rentabilidad de esa reserva de un 4% para los años posteriores; los excedentes del período y los retiros permitidos, en conformidad con los resguardos establecidos en el contrato de emisión.

En general, para alcanzar una determinada clasificación, la estructura de activos y pasivos debe ser tal 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 positivo.

El pago de todos los cupones de la serie senior se realiza cabalmente en un escenario AA, no así la serie subordinada.

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

### *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 mutuos y de sorteo de bonos contemplados en el contrato, aseguran aceptablemente el pago de los cupones restantes en las condiciones pactadas.

En el escenario AA, las series senior soportan un aceptable prepago voluntario adicional a los producidos por incumplimiento.

Además de considerar todos los gastos indicados en el contrato de emisión que corresponde solventar al patrimonio separado, para este escenario, se consideró en el flujo un monto anual de UF 150 para imprevistos.

En el escenario BB, la serie subordinada también soporta un adecuado prepago voluntario adicional a los producidos por incumplimiento. En este caso no se consideraron costos adicionales a los contemplados en el contrato de emisión.

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

- mora friccional
- momento en que ocurre el primer incumplimiento;
- distribución y concentración de los incumplimientos;
- tiempo de recuperación de garantías;
- shock de morosidad de corto plazo

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

## ASPECTOS LEGALES

### *Normativa sobre la administración de carteras securitizadas*

El marco legal de las sociedades securitizadoras las autoriza para administrar por intermedio de terceros los bienes que conforman los patrimonios separados. La administración puede ser efectuada por un banco, sociedad financiera, administra-

---

## Patrimonio Separado

---

dora de mutuos hipotecarios endosables (artículo 21 bis DFL 251), u otras entidades que autorice la Superintendencia de Valores y Seguros (Ley 18.045, artículo 141).

El eventual incumplimiento que pudiera causar la quiebra del administrador, ha sido previsto en la reglamentación vigente al establecer que la administración de la cobranza se efectúa por cuenta de la sociedad securitizadora. (Norma de Carácter General 55, N°5 letra a).

Dentro de las obligaciones de la administradora (que deben estipularse expresamente en el respectivo contrato de administración), se incluye el procedimiento de entrega a la sociedad securitizadora de los dineros percibidos. (Norma de Carácter General 55, 55 N°6 letra a).

Son obligaciones de los agentes administradores “percibir ...dividendos y primas de seguros y realizar cobranza; pagar seguros que correspondan...” (artículo 22 N° 4)). “...entregar al acreedor, en la forma convenida en el contrato de administración los pagos ordinarios y extraordinarios de los deudores...” (artículo 22 N° 5)).

Dentro de las estipulaciones mínimas del contrato de administración se deben incluir: “...la obligación del agente de recaudar por cuenta del deudor los dividendos y primas...y enterar estas oportunamente en las compañías de seguros correspondientes...” (artículo 26)). Esto se hace extensivo a las sociedades securitizadoras.

Así, la actuación del agente por cuenta del acreedor no debe incrementar el riesgo de no pago por insolvencia del administrador. La eventual insolvencia y posterior quiebra de un administrador incluirá los bienes y acreencias del agente administrador, no debiendo incluir los fondos correspondientes a la administración de cuentas de terceros.

Para estos efectos, el pago de los dividendos correspondientes al mes en que ocurra la quiebra debería, a lo más, reclamarse ante el síndico correspondiente mediante la documentación respectiva, ante lo que el síndico deberá proceder, previo chequeo de los registros contables, a liquidar las cuentas de terceros no involucrados en la masa.

En este caso, las características de manejo de cuentas corrientes y del mandato, que se establezcan en los respectivos contratos de administración, parecen ser muy relevantes, lo que podría incidir en un menor riesgo de manejo financiero. Entre las condiciones que deben estipularse, que por lo demás están señaladas en la reglamentación de la Superintendencia se encuentran por ejemplo, los registros auxiliares que debe mantener el administrador, las fechas de pago de las cobranzas y las comisiones que deben debitarse a las remesas.

### *Contrato de Emisión*

Además de los aspectos formales, en el contrato de emisión se especifica que los ingresos netos de caja del patrimonio separado pueden ser invertidos en: 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.

## Patrimonio Separado

---

eparado

---

## Patrimonio Separado

---