



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Securizadora Bice S.A. Primer Patrimonio Separado

Mayo 2010

www.feller-rate.com

Los informes de calificación 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.

SECURITIZADORA BICE S.A.

Primer Patrimonio Separado

SERIES C Y D AA

SERIE E C

Contactos: Carolina Franco Fono: 56 (2) 757 0414; Marcelo Arias Fono: 56 (2) 757 0480

Clasificaciones

	Dic. 2006	Dic. 2007	Dic. 2008	Dic. 2009	Abril 2010
Bonos Series C, D	AA	AA	AA	AA	AA
Bonos Serie E	C	C	C	C	C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización
Emisor: Securitizadora BICE S.A.
Fecha escritura de emisión: 13 de Agosto de 2001
Monto emisión original: Series A y B: UF 232.000; Series C y D: UF 998.000; Serie E (subordinada): UF 90.000; Total: UF 1.320.000
Monto emisión residual: Series C y D: UF 487.052; Serie E (subordinada): UF 151.313; Total: UF 638.365
Plazo inicial: Series A y B: 5 años, Series C, D y E: 22,3 años.
Plazo residual: Series C, D y E: 14 años.
Tasa de interés bonos: Series A y B: 5,5%; Series C, D y E: 6,5%
Colateral inicial: 1.320 mutuos hipotecarios endosables; 116 contratos de leasing habitacional directos y 106 contratos de leasing habitacional con AFV, con un valor par total de UF 1.126.222
Colateral actual: 850 mutuos hipotecarios endosables; 79 contratos de leasing directos y 71 contratos de leasing con AFV, con un valor par de UF 463.331
Tasa de interés promedio de los activos al origen: 9,6% para MHE; 10,9% para CLH directos y 10,8% para CLH con AFV
Originador y Administrador primario: Scotiabank Chile (Ex-Banco del Desarrollo) y Banderarrollo Leasing Inmobiliario
Administrador maestro: Securitizadora Bice/ACFIN

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a los bonos preferentes responde a la estructura financiera y operativa de la transacción, así como al nivel de colateralización actual en relación al desempeño esperado de los activos de respaldo. Responde, además, a la gestión de los agentes vinculados a la administración de los activos y del patrimonio separado.

La relación actual entre activos – cartera de mutuos y leasing más caja disponible – y saldo insoluto de deuda preferente es de 106%, nivel que está por sobre la relación inicial (92%). De esta manera, la estructura se ha ido fortaleciendo, presentando importantes resguardos ante pérdidas de spread y/o capital ante incumplimientos y prepagos.

La morosidad de la cartera de mutuos se observa acotada y en rangos similares a los registrados en otras carteras securitizadas de Scotiabank Chile. Si bien el tramo de mora más larga muestra un cierto deterioro a partir de 2008, se mantiene en niveles estables hasta la fecha. Estos contratos son el principal componente del activo del patrimonio separado y presentan una relación deuda a garantía actual en torno al 50%, acotando de manera importante las pérdidas en caso de incumplimiento.

Los contratos de leasing muestran mayores niveles de morosidad, con una significativa incidencia de los tramos

de mora larga, acorde con lo observado en otras carteras securitizadas de Banderarrollo.

Los parámetros de recuperación de garantías asociadas a mutuos – en términos de plazos y pérdida de valor de vivienda – se observan por sobre lo estimado inicialmente. Con todo, la recuperación neta de gastos ha sido en promedio un 80% del saldo insoluto al inicio de la mora. En tanto, para la cartera de leasing la gestión de recuperación ha sido favorable en relación a los supuestos originales.

Los niveles de prepago actuales de la cartera de mutuos se condicen con lo observado en otras carteras securitizadas del mismo originador, si bien en términos acumulados, esta cartera se ubica en el rango superior. Por su parte, los niveles de prepago acumulado en las operaciones de leasing son menores.

Feller Rate estará atento a los potenciales efectos del terremoto sobre la morosidad, incumplimiento, prepagos y recuperaciones de la cartera. Cabe destacar que el 100% de los activos cuentan con seguro de sismo y tienen una baja presencia en la zona más afectada.

Los flujos provenientes de remates y prepagos voluntarios se han utilizado principalmente para amortización extraordinaria de deuda preferente. Los costos del patrimonio separado se han mantenido acotados a lo estipulado en la escritura de emisión.

Dado como fue estructurada, la serie E no resiste mayor estrés, lo que es consecuente con una clasificación en nivel de riesgo C.

Principales Indicadores Cartera Consolidada

	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Feb.10
<u>Morosidad dinámica*</u>				
1 cuota morosa	11,1%	8,7%	9,5%	10,4%
2 cuotas morosas	4,2%	4,3%	5,3%	4,4%
3 cuotas morosas	1,9%	2,0%	3,1%	4,4%
4 o más cuotas morosas	7,1%	8,9%	8,4%	8,4%
Total morosos	24,3%	23,9%	26,3%	27,6%
<u>Incumplimiento potencial**</u>				
Mora mayor a 180 días	3,5%	4,4%	3,8%	4,1%
Incumplimientos reales	2,1%	2,5%	2,7%	2,9%
Total incumplimiento potencial	5,6%	6,9%	6,5%	7,0%
Prepagos totales acumulados***	32,0%	34,4%	36,2%	36,3%

* Porcentaje respecto al n° de operaciones vigentes

** Porcentaje respecto al n° de operaciones iniciales de la cartera

*** Porcentaje respecto al valor par inicial de la cartera

Primer Patrimonio Separado

DESEMPEÑO DEL COLATERAL

Características del colateral

A continuación se presenta un resumen con las principales características de los activos que conforman la cartera de respaldo. En número de activos, la cartera de leasing representa un 15% del total, mientras que en monto, un 21%.

Resumen de la Cartera

(A enero de 2010)

	MHE	CLH directos	CLH con AFV
Número de operaciones vigentes	850	79	71
Valor par (UF)	364.204	49.285	49.842
Tasa de interés anual (%)	9,6	10,9	10,8
Garantía promedio (UF)	1.035	981	717
Plazo residual (meses)	116	126	117
Plazo de vigencia promedio (meses)	116	108	112
Deuda / Garantía - Ahorro Actual / Precio Pactado (CLH AFV) (%)	50,3	68,3	28,7

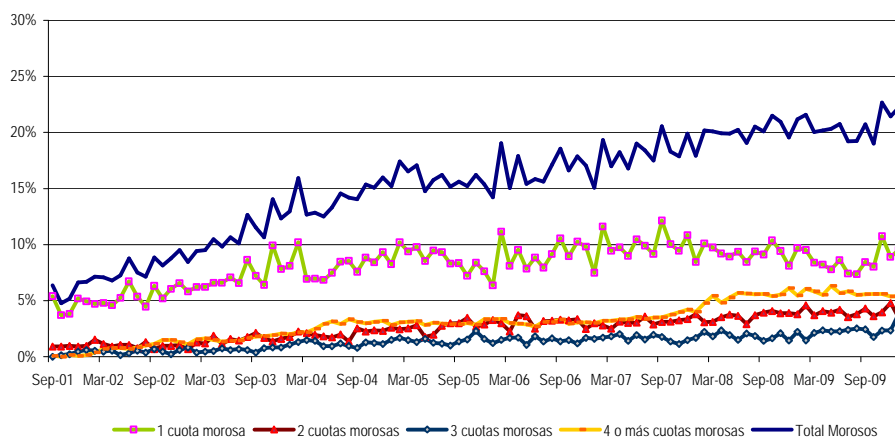
Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto / Precio Pactado (CLH AFV)

Morosidad de la cartera

En los gráficos siguientes se presenta la evolución de la morosidad de la cartera de mutuos y de leasing en número de operaciones, para el periodo comprendido entre septiembre de 2001 y enero de 2010.

Evolución Morosidad de la Cartera-Mutuos Hipotecarios Endosables

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones)



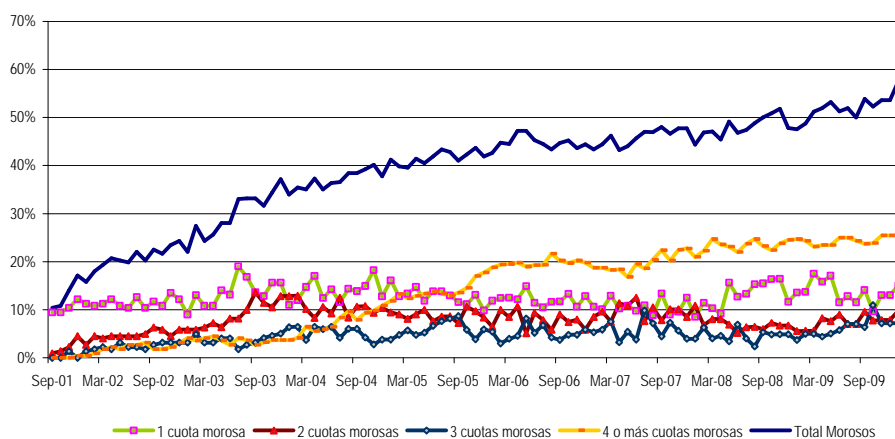
El desempeño de la cartera de mutuos se observa similar a lo registrado por otros activos securitizados de Scotiabank Chile. Durante los dos últimos años, el tramo de mora de 4 o más aportes se mantiene estable en niveles en torno al 5% de la cartera vigente.

A febrero de 2010 había 46 activos en cobranza judicial, con un promedio de 15 cuotas impagas.

Primer Patrimonio Separado

Evolución Morosidad de la Cartera-Contratos de Leasing Habitacional

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones)



El número de operaciones morosas en la cartera de leasing representaba a enero de 2010 el 57,5% de la cartera vigente, con una importante ponderación de la mora de largo plazo. El tramo de 4 o más aportes, si bien se observa estable durante los dos últimos años, es elevado, llegando al 25,5%.

Este comportamiento de pago es similar al observado en otras carteras securitizadas de Banderarrollo Leasing Inmobiliario. En todo caso, cabe destacar, que la cartera de leasing está compuesta por 150 contratos, que representan sólo un 15% de los activos de respaldo de esta emisión.

En el siguiente cuadro se presenta un resumen de la evolución de la morosidad de la cartera separada por tipo de activo. En él también se observa que la mora, en prácticamente todos los rangos, es superior en la cartera de leasing.

Resumen Morosidad de la Cartera

(En número de operaciones)

Mutuos Hipotecarios Endosables

	Dic. 06		Dic. 07		Dic. 08		Dic. 09		Ene. 10	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Al día	837	83,0	761	80,1	723	80,4	670	78,5	661	77,8
1 cuota morosa	99	9,8	103	10,8	73	8,1	76	8,9	81	9,5
2 cuotas morosas	25	2,5	32	3,4	35	3,9	41	4,8	29	3,4
3 cuotas morosas	17	1,7	14	1,5	13	1,4	20	2,3	33	3,9
4 o más cuotas morosas	31	3,1	40	4,2	55	6,1	46	5,4	46	5,4
Total morosos	172	17,0	189	19,9	176	19,6	183	21,5	189	22,2
Total cartera	1.009		950		899		853		850	

(*) Se consideran al día las cuotas pagadas dentro del mes de vencimiento

Primer Patrimonio Separado

Contratos de Leasing Habitacional

	Dic. 06		Dic. 07		Dic. 08		Dic. 09		Ene. 10	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Al día	104	55,6	92	52,3	85	52,1	71	46,4	65	42,5
1 cuota morosa	24	12,8	22	12,5	19	11,7	20	13,1	23	15,0
2 cuotas morosas	11	5,9	15	8,5	11	6,7	12	7,8	15	9,8
3 cuotas morosas	11	5,9	7	4,0	8	4,9	11	7,2	11	7,2
4 o más cuotas morosas	37	19,8	40	22,7	40	24,5	39	25,5	39	25,5
Total morosos	83	44,4	84	47,7	78	47,9	82	53,6	88	57,5
Total cartera	187		176		163		153		153	

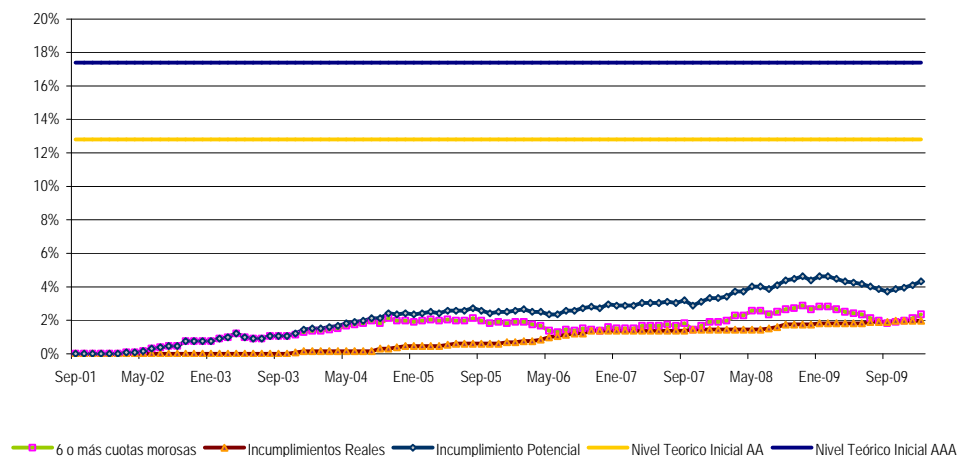
(*) Se consideran al día las cuotas pagadas dentro del mes de vencimiento

Feller Rate compara el incumplimiento exigido inicialmente a la cartera con un estimador de incumplimiento potencial. Este indicador es definido como la suma en cada momento de los incumplimientos reales acumulados y los contratos en cartera con mora igual o mayor a 180 días sobre el número de operaciones al inicio del patrimonio separado.

En el gráfico siguiente, se presenta el indicador para la cartera de mutuos, que alcanzaba al 4,3% a enero de 2010, compuesto por un 1,9% de incumplimiento real y un 2,4% de mora de 180 días o más.

Incumplimiento Potencial de la Cartera-Mutuos Hipotecarios Endosables

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones original)

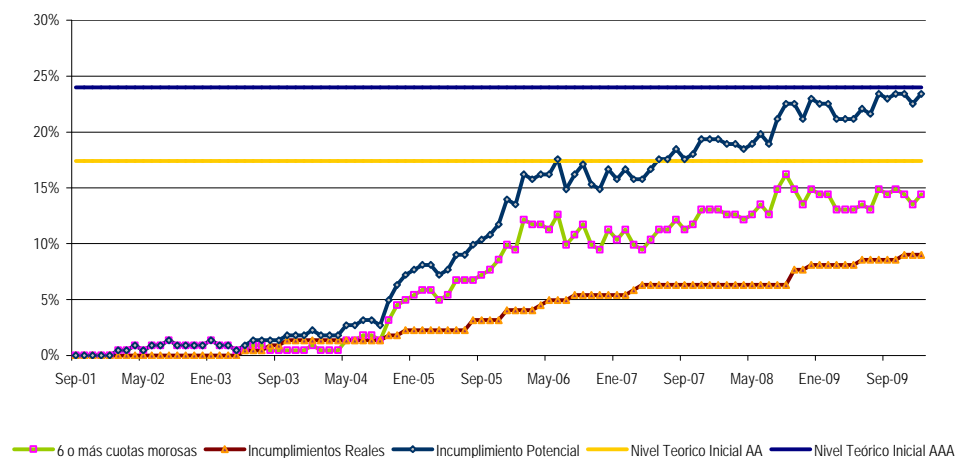


El nivel de incumplimiento potencial de mutuos está en línea con lo estimado para un escenario similar al actual y está por debajo del incumplimiento exigido para un escenario de crisis severa.

Primer Patrimonio Separado

Incumplimiento Potencial de la Cartera-Contratos de Leasing Habitacional

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones original)



El indicador de incumplimiento potencial para las operaciones de leasing es elevado, si bien se mantiene en niveles relativamente estables desde mediados de 2008. A enero de 2010 el indicador llegaba a 23,4% del número inicial de deudores. Los contratos terminados y la morosidad de 6 o más aportes, a igual fecha, estaban en niveles de 9% y 14,4%, respectivamente.

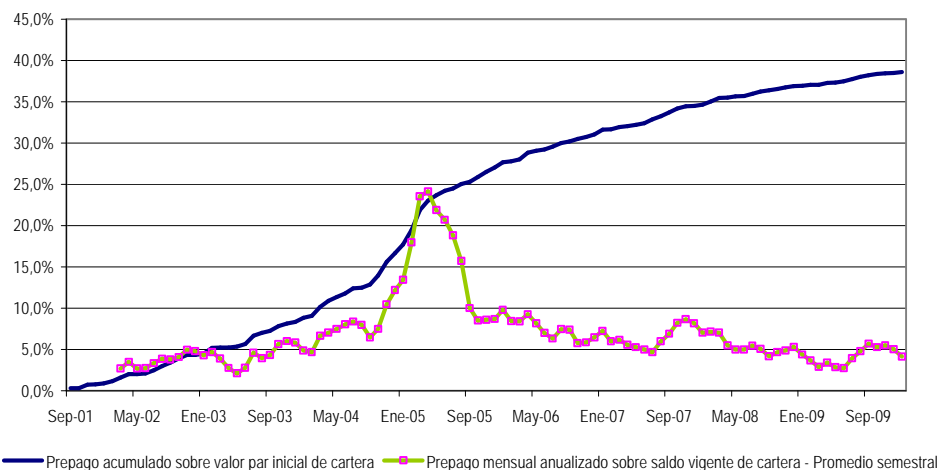
De acuerdo a lo informado por el emisor, las estimaciones de flujos recuperados en los contratos de leasing con 6 o más aportes en mora están en torno al 50%. Dado esto, el indicador de incumplimiento potencial puede ser mayor a la pérdida efectiva de la cartera.

Prepago de operaciones, remates e incorporaciones

El gráfico siguiente muestra la evolución de los prepagos en la cartera de mutuos, como porcentaje del valor par inicial de la cartera y como prepago anual sobre saldo vigente de cartera en promedio móvil semestral.

Primer Patrimonio Separado

Prepago Acumulado – Cartera Mutuos Hipotecarios Endosables

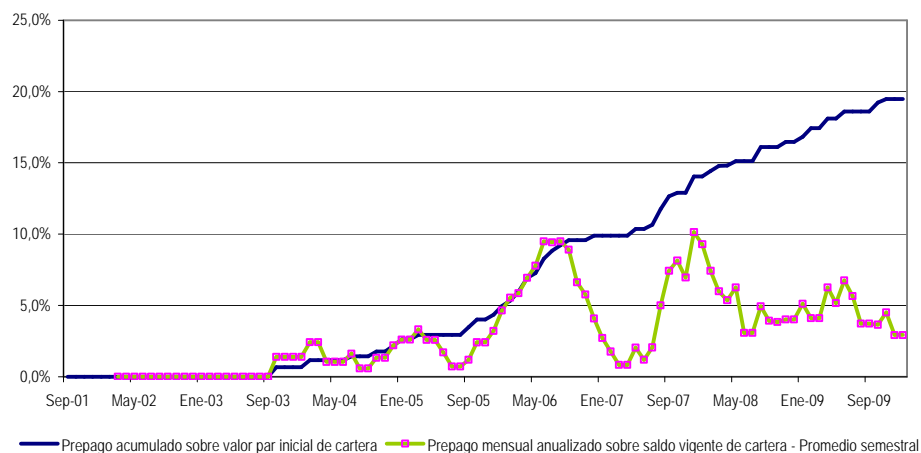


Desde la fecha de inicio del patrimonio a enero de 2010, se realizaron 500 prepagos totales y 131 prepagos parciales en la cartera de mutuos, por un total de UF 358.455 y UF 13.896, respectivamente, que redundan en un prepago acumulado total de 38,6% del valor par inicial de la cartera.

La curva de prepago evidencia un quiebre al alza desde fines de 2004 hasta mediados de 2005. Durante ese periodo, la tasa de prepago anual medida sobre saldo de cartera vigente llegaba a niveles del 24%. Posteriormente, la tasa de crecimiento se desacelera, llegando a un 5% anual promedio durante los tres últimos años.

Si bien la evolución del prepago de la cartera de mutuos es similar a la observada en otras carteras securitizadas del mismo originador, en este patrimonio separado los niveles son algo superiores.

Prepago Acumulado – Contratos de Leasing Habitacional



En tanto, en la cartera de leasing se han realizado 47 prepagos totales por UF 33.296 y un prepago parcial por UF 52, que representa, a enero de 2010, un 19,5% del valor par inicial del portafolio.

Primer Patrimonio Separado

La evolución del prepago de la cartera, así como los niveles observados, se condicionan con el comportamiento de otros portafolios securitizados del mismo originador.

El nivel de prepago anual sobre saldo vigente de cartera ha sido, en promedio, de 4,5% durante el último año, por debajo del máximo observado a fines de 2007 en que el indicador llegaba a niveles del 10% anual. Cabe destacar que la evolución de la curva tiende a verse exacerbada por el bajo número de operaciones que componen la cartera.

A enero de 2010 se habían registrado 26 remates en la cartera de mutuos, esto es, un 1,9% del número inicial de activos. La pérdida de valor de las viviendas asociadas a los activos fallidos - 38% - y su plazo de recuperación - 27 meses - han sido superiores a lo estimado para un escenario similar al actual. Con todo, la recuperación neta de gastos ha sido en promedio un 80% del saldo insoluto al inicio de la mora.

Por su parte, se han terminado 20 contratos en la cartera de leasing, que representan un 9% del número inicial de deudores. Los parámetros de gestión de las recuperaciones han sido favorables, con pérdidas de valor de vivienda en torno al 20% y plazos de recuperación de 15 meses. Ello obedece a que Bandesarrollo Leasing Inmobiliario recompra las viviendas asociadas a los contratos terminados.

De acuerdo al contrato de emisión, los fondos provenientes de prepagos voluntarios y liquidaciones pueden destinarse a la sustitución de activos o al rescate anticipado de deuda preferente. Para efectos de esto último, los fondos disponibles deben superar las UF 5.000. En el caso de este patrimonio separado los fondos se han destinado a la incorporación de nuevos créditos y al prepago de deuda preferente. El monto por estos conceptos alcanza a UF 39.337 y UF 396.108, respectivamente.

Inversiones

Durante la vigencia del patrimonio separado los recursos han sido invertidos en fondos mutuos con BICE Administradora de Fondos. La política de inversión seguida por la securitizadora se ha ceñido a lo establecido en el contrato de emisión.

ADMINISTRACION Y CONTROL

Administración primaria

Los originadores iniciales de este patrimonio -Bandesarrollo Leasing Inmobiliario y Banco del Desarrollo (BdD)- pasaron a ser controlados directa e indirectamente por Scotiabank Chile (ex Scotiabank Sud Americano) en noviembre de 2007, luego de que esta institución adquiriera el 99,49% de la propiedad de Banco del Desarrollo a través de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA). Conforme a los plazos normativos establecidos por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, la fusión de ambas entidades se materializó en noviembre de 2009, luego de un proceso de integración de dos años.

Así, en la actualidad la administración de las operaciones de leasing sigue a cargo de Bandesarrollo Leasing Inmobiliario pero como una filial del nuevo banco fusionado. Por su parte, la gestión de la cartera de mutuos hipotecarios recae directamente en Scotiabank Chile, como sucesor de Banco del Desarrollo. La securitizadora mantiene contratos de administración con ambas entidades, donde se de-

Primer Patrimonio Separado

finen las funciones que deben desempeñar, el costo por administración y custodia, los costos máximos en que pueden incurrir por la administración de cada activo y la forma y oportunidad en que se hacen los traspasos de remesas.

Desde el momento de la compra, Scotiabank trabajó intensivamente en adaptar los procesos operacionales de BdD a sus estándares, que se caracterizan por un manejo conservador del riesgo y una adecuada segregación de funciones con el fin de minimizar la eventual presencia de conflictos de interés.

De esta forma, en 2008 el negocio de préstamos de Banco del Desarrollo se alineó a los estándares de su nuevo controlador. El cambio derivó en un mayor uso de tecnología, centralización de las operaciones y existencia de controles en todas las etapas del proceso, lo que a juicio de Feller Rate ha venido a mejorar el manejo de los riesgos crediticios en la organización.

En tanto, conforme a la estrategia definida por Scotiabank para sus filiales, Bandedesarrollo Leasing Inmobiliario -que históricamente fue gestionado de forma independiente a su matriz- ha venido integrándose a los segmentos de negocios del banco. Ello, con el objeto de que todo su soporte administrativo quede radicado en la entidad bancaria.

Administración directa Bandedesarrollo Leasing Inmobiliario

Según las nuevas directrices, Bandedesarrollo Leasing Inmobiliario ha enfrentado significativas modificaciones en su estructura organizacional, pasando de un esquema de administración independiente a adosarse a la plataforma integral de sistemas de servicio para filiales de Scotiabank. El objetivo es que la sociedad opere con los mismos estándares aplicados al banco matriz y aproveche intensamente su estructura. Como parte de este proceso, se renovó la plana ejecutiva de la sociedad, la que quedó a cargo del Gerente de Vivienda del segmento de Banca Familia de Scotiabank.

El nuevo modelo se aprecia como positivo, toda vez que Bandedesarrollo accede a un estándar de gestión bancario, el cual debería redundar en una mayor formalización de las operaciones y en mejoras en el seguimiento de la cartera. A su vez, ello debería contribuir a la disminución de los distintos riesgos operativos. No obstante, es claro que estos cambios generan fricciones coyunturales y los resultados de la nueva gestión no son inmediatos.

De esta forma, Feller Rate seguirá de cerca su impacto en el desempeño de las carteras administradas por Bandedesarrollo Leasing. Lo anterior, sobretodo tomando en cuenta el comportamiento que han venido presentando los portafolios de operaciones securitizadas de la entidad.

Éstos sufrieron un alza relevante y generalizada de los niveles de morosidad e incumplimientos entre mediados de 2005 y 2006 y, nuevamente, desde mediados de 2008 a la fecha, presentan un deterioro tan o más significativo. Así, los niveles de las variables mencionadas en las carteras securitizadas por la compañía se sitúan en el rango superior de los portafolios securitizados de leasing habitacional evaluados por Feller Rate y, a la fecha, sus tendencias no se aprecian controladas.

Primer Patrimonio Separado

Administración directa Scotiabank Chile

Como se señaló, en 2008 Scotiabank revisó las políticas de créditos, de convenios y de cobranza y renegociación de Banco del Desarrollo y homologó sus estándares. Ello derivó en un mejor seguimiento de la cartera y en una cobranza más temprana. Al mismo tiempo, se produjo la migración del sistema de créditos hipotecarios de BdD a la plataforma tecnológica Scotia Pro, que se caracteriza por altos estándares operativos.

En la actualidad, el monitoreo de los préstamos hipotecarios es estrecho. Para ello, la división de riesgos revisa continuamente indicadores de morosidad, cartera vencida y de recuperaciones de colocaciones castigadas y efectúa análisis de camadas y de eficiencia de cobranza, entre otros.

Las gestiones de cobranza comienzan el día cinco de atraso en el pago. La primera etapa del proceso comprende aquellos casos con uno y hasta tres dividendos morosos y está a cargo de una empresa especializada en esta materia filial de Scotiabank. Dicha sociedad efectúa el contacto con el cliente y se apoya de herramientas como sistemas de cobranza masiva y de discador telefónico. Ello, representa una ventaja respecto del procedimiento original de Banco del Desarrollo, en el que el ejecutivo comercial participaba activamente de la regulación de los créditos con hasta tres dividendos en mora.

Posteriormente, si la situación no es corregida, se inicia la segunda etapa, que abarca los casos que exhiben entre 90 y 180 días de morosidad. En esta oportunidad, el monitoreo es responsabilidad del área de normalización del banco y los contactos telefónicos se acompañan de visitas en terreno, lo que representa una gestión más activa y agresiva de las acciones de normalización.

La cobranza judicial comienza a más tardar a los 180 días de atraso y es gestionada al interior de la institución bancaria. Asimismo, las renegociaciones están a cargo de la gerencia de recuperación. Las funciones son apoyadas por un software especializado en la gestión de cobranzas judiciales. Cabe mencionar que en el caso de los contratos securitizados pertenecientes a Securitizadora Bice, la cobranza judicial se inicia a más tardar a los 150 días de mora.

Administración maestra de los activos

La labor de administración maestra de este patrimonio separado es realizada por la securitizadora, bajo una estructura de outsourcing de sistemas y procedimientos contratada con ACFIN, una entidad independiente especializada en la administración de carteras de activos financieros.

Feller Rate evalúa a ACFIN en su calidad de administrador de activos, calificando a la institución en un nivel *Más que satisfactorio*. Ello obedece a la buena estructuración de sus procedimientos y controles, el alto grado de automatización de sus procesos y el buen apoyo tecnológico.

ACFIN participa prestando este mismo tipo de servicio en alrededor del 40% de las operaciones de securitización de financiamiento de viviendas vigentes en el mercado laboral.

En cuanto a las labores de la securitizadora, en lo referente a la supervisión del desempeño del administrador primario, cabe mencionar que la entidad ha tenido ingerencia en los cambios implementados por Bandesarrollo Leasing Inmobiliario

Primer Patrimonio Separado

a nivel de cobranza en el último tiempo. Esto, entre otros, solicitando el registro en DICOM de los deudores con 2 aportes morosos, así como también del monitoreo periódico del ingreso a cobranza judicial de los deudores con 120 días de mora y el seguimiento semanal de los convenios de pago.

PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

La metodología de Feller Rate considera un ajuste a la cartera de activos, 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.

Para el seguimiento de los patrimonios separados, la metodología contempla ajustes a la cartera y estimación de incumplimientos residuales, conforme a lo estimado para otorgar la clasificación inicial y los incumplimientos reales registrados a la fecha de corte. No obstante, si el desempeño histórico del portafolio no se ajusta a las proyecciones iniciales, los índices se modifican conforme el comportamiento registrado. La estimación de pérdidas depende del perfil promedio de las garantías asociadas a la cartera vigente.

Flujos de caja

Para cada revisión de los bonos de securitización, se proyectan los flujos de caja de acuerdo a los ajustes que la metodología de Feller Rate supone, considerando la información actualizada disponible y los cambios en las características de la cartera: saldos insolutos, relaciones deuda-garantía, comportamiento de morosidad y prepagos de los activos de respaldo; saldo en las cuentas de reservas; y saldo de los títulos de deuda.

La metodología 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 de los 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 activos

Para las proyecciones de los flujos de caja de los activos se siguieron las etapas que a continuación se indican:

- Se consideró como fecha corte el 31 de enero de 2010;
- Se proyectaron los flujos esperados de dividendos, arriendos, sobreplazos, tasas de rentabilidad de AFV y pagos de precio a partir de la fecha de corte;
- Se calculó la cantidad de operaciones fallidas sobre la base de 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 las operaciones fallidas a partir del mes 18 de producido el incumplimiento. Para la cartera de leasing los plazos y costos supuestos fueron acordados con la historia mostrada por el originador;

Primer Patrimonio Separado

- Se estimaron los eventuales pagos de Tesorería por concepto de garantía crediticia por las operaciones con subsidio habitacional, los que fueron desfasados 3 meses después de la recuperación de garantías, en caso de eventuales retrasos;
- Con el producto de los prepagos y recuperaciones se realizaron sorteos de bonos o reinversión en activos, según lo establecido en el contrato de emisión.
- Se obtuvo una proyección depurada de ingresos antes de gastos.
- Se estimaron los diversos componentes de gastos para cada período: auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, custodia de títulos, administración de activos, clasificación de riesgo, y otros.
- Se obtuvo un flujo de ingresos de la cartera de activos, neto de gastos.

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

Bonos

La emisión de bonos fue por un total de UF 1.320.000 dividido en cinco series, cuyas características a la fecha son las siguientes:

Características de los Bonos*

Serie	A y B	C y D	E (Subordinada)	Total
Proporción (%)	17,6	75,6	6,8	
Monto original (UF)	232.000	998.000	90.000	1.320.000
Plazo original (años)	5,0	22,25	22,50	
Periodo de gracia intereses (años)	0,00	0,00	22,25	
Periodos de gracia amortización (años)	0,00	5,00	22,25	
Proporción monto residual (%)	0	76,3	23,7	
Monto residual (UF)	0	487.052	151.313	638.365
Plazo residual (años)	-	14	14,00	
Periodos de gracia interés (actual)	-	0	13,75	
Periodos de gracia amortización (actual)	-	0	13,75	
Tasa anual (%)	5,5	6,5	6,5	

*Después del pago del cupón de noviembre de 2009

Comparación de flujos

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

- Se consideró el saldo en la cuenta de ingresos operacionales y en la cuenta de fondos acumulados de pagos extraordinarios al 31 de enero de 2010:
 - Ingresos operacionales: UF 43.249
 - Ingresos pagos extraordinarios: UF 8.092
- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficit 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 y los excedentes del período, en conformidad con los resguardos establecidos en el contrato de emisión.

Primer Patrimonio Separado

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 siempre la reserva debe ser no negativa.

Sensibilizaciones

Los flujos de caja resultantes se sensibilizaron ante distintas situaciones de prepagos voluntarios, caídas de contratos por morosidad, plazos y valores de recuperación de las viviendas, y rentabilidad de la cuenta de ahorro metódico en AFV. Los procedimientos de sustitución de activos y de sorteo de bonos contemplados en el contrato de emisión, aseguran aceptablemente el pago de los cupones restantes de las series senior en las condiciones pactadas.

A título de ejemplo, el pago de los bonos senior vigentes resiste un escenario de estrés conjunto en que:

- Se registra una crisis crediticia durante 36 meses a partir del primer mes asumiendo una caída del 14% y 35% del número de contratos vigentes de mutuos y leasing, respectivamente. Esto, considerando 18 meses para la recuperación de las garantías con una pérdida de valor promedio de las viviendas del 42%.
- Se aplica para ambas carteras una tasa de prepago anual equivalente a tres veces su promedio histórico.