



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Securizadora Interamericana

Segundo Patrimonio Separado

Octubre 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 INTERAMERICANA

Segundo Patrimonio Separado

SERIE A	AA
SERIE B	C

Contactos: Marcelo Arias. Fono (562) 757 0400

Clasificaciones

	Diciembre 2007	Diciembre 2008	Diciembre 2009	Septiembre 2010
Bonos serie A (senior)	AA	AA	AA	AA
Bonos serie B (subordinada)	C	C	C	C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización series A y B
Emisor: Securitizadora Interamericana
Fecha escritura general y especial: 5 de agosto de 2004
Fecha escritura modificatoria: 9 de septiembre de 2004
Monto emisión inicial: Total: UF 1.411.000
 Serie A: UF 1.250.000; Serie B: UF 161.000
Monto emisión residual: Total: UF 757.630
 Serie A: UF 532.551; Serie B: UF 225.079
Plazo residual emisión: Serie A: 207 cuotas mensuales; Serie B: 1 cuota después del vencimiento de la serie senior.
Colateral inicial: 464 mutuos hipotecarios (MH) y 577 contratos de leasing habitacional (CLH), con un valor par de UF 1.103.810 al 30 de abril de 2004
Colateral actual: 189 MH y 472 CLH, con un valor par de UF 492.041
Tasas de interés anual bonos: Serie A: 4,5%; Serie B: 6,0%
Tasa de interés anual activos: MH: 8,2%; CLH: 10,1%
Originadores y administradores primarios: Banco BBVA, Chile; BBVA Sociedad de Leasing Inmobiliario
Administrador maestro: Sec. Interamericana/ACFIN
Representante tenedores: Banco del Estado de Chile.
Mejoramientos crediticios externos: No hay

que se ha acentuado en los últimos dos años. En tanto, el prepago acumulado del portafolio de leasing alcanza a un 15,4%, nivel bastante menor en comparación a los mutuos, con un comportamiento más uniforme. Los prepagos de esta cartera se han mantenido bajo lo registrado en otros portafolios del mismo originador y no distan drásticamente de la media de las carteras securitizadas de leasing.

En otro orden, a agosto de 2010 se habían terminado 29 operaciones por incumplimientos de la cartera de leasing, con 20 de ellas ya rematadas. Los montos asociados al proceso de recuperación han sido favorables, pero con plazos muy elevados. La cartera de mutuos aún no registra contratos fallidos aún cuando, conforme a la información preliminar proporcionada por el emisor, hay un número importante de operaciones con altos niveles morosidad.

Si bien la estructura presenta resguardos coherentes con la clasificación asignada, el quiebre al alza de la morosidad de ambas carteras durante el último tiempo debe ser monitoreada. Asimismo, es necesario mejorar el *timing* de los rescates de bonos preferentes, conforme a la acumulación de los recursos correspondientes y las condiciones contractuales.

Por otra parte, Feller Rate estará atento a los potenciales efectos del terremoto de febrero sobre los distintos parámetros de la cartera. Los activos cuentan con seguro de sismo y, hasta la fecha, la morosidad y recaudaciones del portafolio no se han afectado drásticamente.

Finalmente, cabe destacar el reciente cambio de propiedad de la securitizadora, actualmente al alero de SERVIHABIT S.A. Feller Rate estará atento a las nuevas directrices estratégicas que enmarquen la operatoria del patrimonio separado y al desempeño general de la nueva administración.

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a los títulos de deuda senior se fundamenta en la estructura financiera y nivel de colateralización actual, que permiten soportar severos escenarios de estrés de riesgo de crédito y prepagos, en relación al comportamiento de la cartera de respaldo.

El portafolio de activos está compuesto, en términos de valor par, en un 59% por operaciones de leasing habitacional y en un 41% por mutuos hipotecarios. Su valor par, sumado a la caja disponible, llega a un 105% del saldo insoluto de la serie A, mejorando respecto de la situación inicial.

En cuanto al comportamiento de los activos, la mora de ambas carteras se ha distanciado de la de otros portafolios securitizados comparables, en especial, por la evolución al alza del tramo de 4 o más aportes, cuyo nivel se ha incrementado significativamente durante los últimos dos años.

Por su parte, los prepagos del portafolio de mutuos hipotecarios han sido elevados, particularmente durante 2005, acumulando a la fecha un 60,2% del valor par original. No obstante, posterior a 2005 registran una clara desaceleración,

Principales Indicadores

	Dic.2007	Dic.2008	Dic.2009	Ago.2010
<u>Morosidad dinámica*</u>				
1 cuota morosa	10,8%	12,0%	11,8%	10,2%
2 cuotas morosas	6,2%	5,8%	5,5%	5,1%
3 cuotas morosas	3,0%	3,8%	3,8%	4,1%
4 o más cuotas morosas	9,2%	13,9%	15,0%	17,5%
Total morosos	29,2%	35,4%	36,2%	36,9%
<u>Incumplimiento potencial**</u>				
Mora mayor a 180 días	4,7%	6,3%	8,1%	8,8%
Incumplimientos reales	2,1%	2,6%	3,0%	3,0%
Total incumplimiento potencial	6,8%	8,9%	11,0%	11,8%
Prepagos totales acumulados***	27,1%	29,6%	32,1%	33,5%

* 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

Segundo Patrimonio Separado

HECHOS RELEVANTES

- En junio de 2010, el grupo Interamericana comprometió la venta de la totalidad de las acciones de la securitizadora, realizándose el cierre de la transacción el día 28 del pasado mes de septiembre. El nuevo controlador es la sociedad Servihabit S.A. -con más del 99% de la propiedad-, sociedad ligada a Leasing Habitacional Chile, Administradora de Mutuos Hipotecarios del Centro y Transa Securitizadora, por medio de propietarios comunes. Feller Rate estará atento a las nuevas directrices estratégicas que enmarquen la operatoria del patrimonio separado y al desempeño general de la nueva administración.
- La estructura de la transacción establece el rescate de la serie de bonos preferente cuando i.- el fondo de prepagos y recuperaciones de activos fallidos, incluidos los diferenciales entre la cuota efectiva y el dividendo de mayor plazo de los créditos bajo la modalidad de “hipotecones”, supere UF 5.000 ii.- los ingresos operacionales excedan UF 10.000. En tanto, desde agosto de 2009 no se han llevado a cabo prepagos de deuda preferente, en circunstancias que las cuentas de disponible y valores negociables de la FECU del patrimonio separado al 30 de junio de 2010 alcanzaban a UF 67.966. Feller Rate estará atento a la gestión del emisor sobre dichos recursos, conforme a las condiciones contractuales.
- La estadística de morosidad de la cartera de mutuos del patrimonio separado se observa distante respecto de otras carteras de similar perfil, sobretudo en cuanto a los activos con mayor cantidad de cuotas impagas y, a la fecha, no ha sido posible obtener información detallada de cobranza judicial para dimensionar adecuadamente el estado de los contratos y su gestión. Con base en ello, Feller Rate ha sido conservador en los escenarios de incumplimientos estimados para dichas operaciones.

CARACTERÍSTICAS DEL COLATERAL

La cartera está compuesta por mutuos hipotecarios y contratos de leasing habitacional, con participaciones, en términos de valor par, de un 41% y 59%, respectivamente.

La cartera de mutuos hipotecarios esta compuesta mayoritariamente por contratos bajo la modalidad de “hipotecones” (alrededor del 75%). Su principal característica es su plazo autoajutable; esto es, se fija una tabla de desarrollo base para un crédito a 25 años, pero se establecen dividendos optativos mayores a la cuota original que van modificando el plazo residual de los créditos. Para todos los contratos existen tres, o eventualmente dos, valores optativos de dividendos y cada mes el cliente tiene la alternativa de elegir una de las cuotas a pagar.

El portafolio de leasing habitacional se distribuye, en términos de valor par, en un 87% de leasing directos y un 13% bajo la modalidad de ahorro metódico en AFV. En otro orden, alrededor del 70% de esta cartera corresponde a operaciones con subsidio, mayoritariamente otorgados bajo la antigua modalidad, con entrega trimestral sujeta al comportamiento de pago de los contratos. En tanto, cerca del 65% del portafolio de leasing cumple los requisitos para acceder a la garantía estatal sobre las pérdidas en caso de contratos fallidos.

Las principales características del portafolio se detallan en el cuadro siguiente:

Segundo Patrimonio Separado

Resumen de la Cartera Vigente

(A agosto de 2010)

	MH	CLH directos	CLH con AFV
Número de contratos vigentes	189	420	53
Porcentaje (%)	28,5%	63,4%	8,0%
Valor par activos fecha de corte (UF) (***)	200.210	253.182	38.649
Porcentaje (%)	40,7%	51,5%	7,9%
Valor garantía promedio (UF) (*) (**)	2.134	889	850
Monto crédito original (UF)*	1.662	804	789
Saldo insoluto actual promedio (UF) (*)	1.177	664	613
Tasa promedio anual (*)	8,2%	10,1%	9,9%
Plazo de vigencia promedio (meses) (*)	112	82	96
Deuda actual / Garantía (%) (*)	57,8%	74,5%	72,0%

(*) Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto. En el caso de leasing con AFV, el saldo insoluto corresponde al precio pactado del leasing menos el ahorro acumulado en AFV

(**) Menor valor entre tasación y monto efectivo de la operación de compraventa.

(***) Para el caso de leasing con AFV, el valor par corresponde a la suma de precios pactados de los contratos

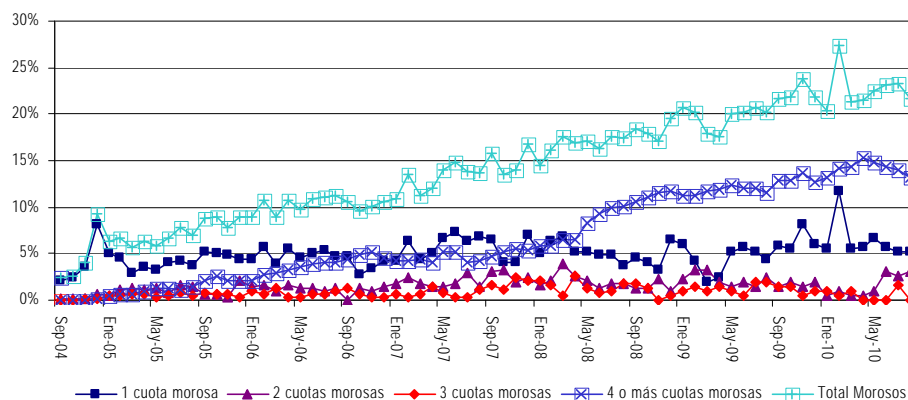
DESEMPEÑO DEL COLATERAL

Morosidad de la cartera

En los gráficos siguientes se presenta la evolución de la morosidad separada por tipo de activo, para el periodo comprendido entre septiembre de 2004 y agosto de 2010.

Evolución Morosidad de la Cartera de Mutuos Hipotecarios

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones)



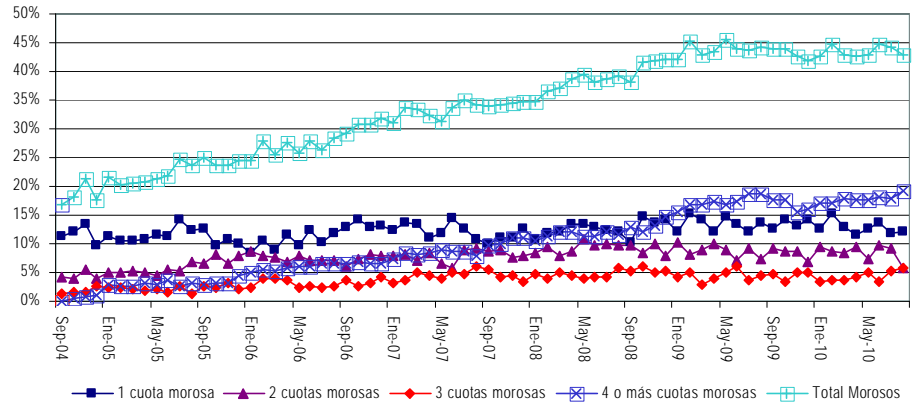
Se consideran al día las cuotas pagadas dentro del mes de vencimiento

Durante la vigencia del patrimonio separado, la evolución de la morosidad de la cartera de mutuos registra una tendencia sostenida al alza, llegando a agosto de 2010 a 21,7%. Este aumento se ve explicado principalmente por el alza del tramo de mora de 4 o más cuotas. Al observar la morosidad de la cartera de mutuos en relación con portafolios de perfil similar, se compara desfavorablemente, en especial para el tramo de 4 o más dividendos, cuyos niveles deben ser monitoreados.

Segundo Patrimonio Separado

Evolución Morosidad de la Cartera de Leasing Habitacional

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones)



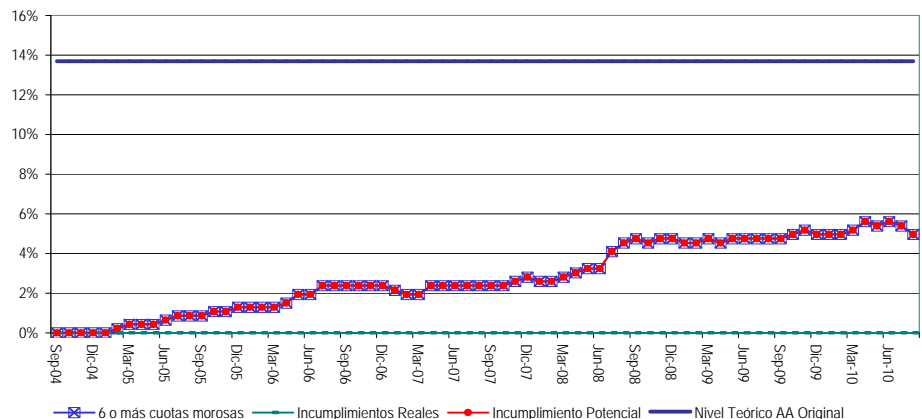
Se consideran al día las cuotas pagadas dentro del mes de vencimiento

La cartera de leasing, principal componente del portafolio, presenta niveles de morosidad más elevados que la cartera de mutuos y crecientes hasta el primer trimestre de 2009, logrando cierta estabilidad a posterior. Las tendencias obedecen principalmente al abultamiento del tramo de 4 o más aportes morosos, con el resto de los tramos –más cortos- mostrando un comportamiento más uniforme a lo largo de la vigencia del patrimonio separado. En la actualidad, el tramo de 4 o más aportes impagos llega al 19%, lo que también se observa bastante superior a otras carteras securitizadas de similar perfil y antigüedad.

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 inicial de operaciones en el patrimonio separado. En los gráficos siguientes, se presenta el nivel de incumplimiento potencial para ambos tipos de activos.

Incumplimiento Potencial de la Cartera - Mutuos Hipotecarios

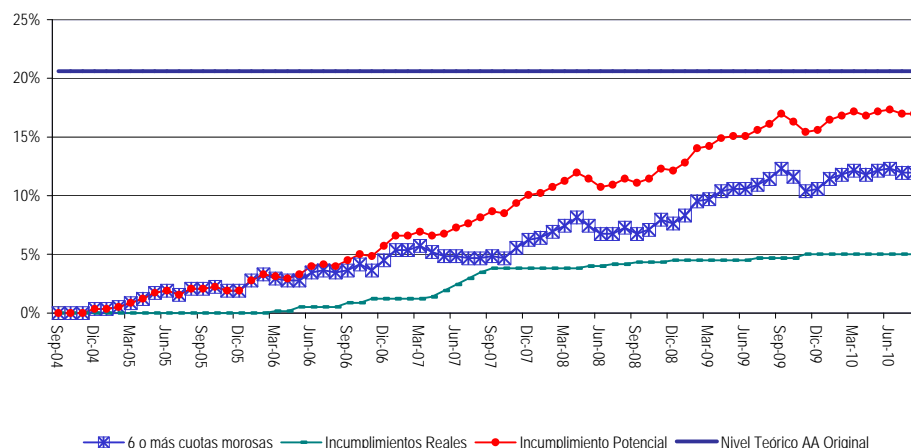
(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones original)



Segundo Patrimonio Separado

Incumplimiento Potencial de la Cartera – Leasing Habitacional

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



Siguiendo la retroalimentación de la morosidad, el incumplimiento potencial de ambas carteras también se aprecia algo por sobre lo registrado por otros portafolios securitizados comparables e incluso sobre las estimaciones de Feller Rate al inicio del patrimonio separado para un escenario similar al actual. Esto, aún cuando los niveles del indicador han tendido a aplanarse durante el último tiempo.

En la actualidad el nivel de incumplimiento potencial de la cartera de mutuos alcanza a un 5%, compuesto en su totalidad por operaciones con 6 o más dividendos impagos. Este nivel toma aún más peso al constatar que, conforme a la información preliminar proporcionada por el emisor, prácticamente la totalidad de estas operaciones corresponden a morosidades de larga data (más de un año).

Por su parte, el incumplimiento potencial de la cartera de leasing, que llega a un 17%, se compone de un 5% de incumplimientos reales y 12% de operaciones con 6 o más cuotas morosas. Conforme a la información de cobranza judicial proporcionada por el emisor, cerca del 40% de estas operaciones morosas corresponden a activos con más de un año de cuotas impagas.

Prepago de operaciones, remates e incorporaciones

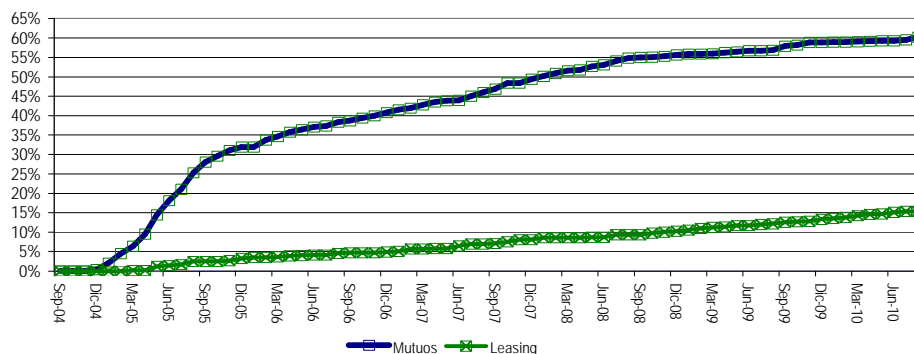
En el siguiente gráfico se presenta la evolución del prepago acumulado en monto para las operaciones de leasing habitacional y los contratos de mutuos hipotecarios. Esto, para el período comprendido entre septiembre de 2004 y agosto de 2010.

Desde la fecha de inicio del patrimonio a agosto de 2010, se han acumulado 362 prepagos totales y 35 prepagos parciales por un total de UF 471.475 y UF 14.853, respectivamente. Los prepagos acumulados representan un 33,5% del valor par inicial de la cartera consolidada.

Segundo Patrimonio Separado

Prepago acumulado de la cartera

(En porcentaje, medido sobre el valor par original)



Al segmentar la cartera por tipo de activos, se observa que los niveles de prepago que han registrado las operaciones de mutuos hipotecarios han sido elevados, particularmente durante 2005, acumulando un 60,2% del valor par original a agosto de 2010. No obstante, desde fines de 2005 registran una clara desaceleración, manteniéndose en niveles promedio anualizados de 20% del saldo vigente hasta fines de 2008 y en torno a 10% durante 2009 y lo que va de 2010.

En tanto, el prepago acumulado de la cartera de leasing alcanza a un 15,4%, nivel bastante menor en comparación a los mutuos, con un comportamiento más uniforme. Los prepagos de la cartera de leasing se han mantenido bajo lo observado en otros portafolios del mismo originador y no distan drásticamente del promedio de las carteras securitizadas de leasing, con tasas promedio anualizadas que han fluctuado entre el 2% y el 4% del saldo vigente. Durante los últimos dos años, esta tasa se estabiliza en niveles del 4%.

En otro orden, a agosto de 2010, se habían terminado 29 operaciones por incumplimientos, todas ellas del portafolio de leasing habitacional, con 20 de ellas ya rematadas. Los montos asociados al proceso de recuperación han sido favorables - 87% del valor de tasación-, pero con plazos muy elevados -31 meses-. Por su parte, la cartera de mutuos también ha tenido una muy lenta gestión, no registrándose aún recuperaciones de viviendas, a pesar de tener 20 casos -un 10% de este portafolio- con 18 o más cuotas morosas, según la información preliminar proporcionada por el emisor.

La estructura establece que los montos provenientes de prepagos y recuperaciones de activos fallidos deben destinarse a prepagar la serie preferente o a la adquisición de activos. Establece asimismo, que los diferenciales de cuota producto del pago de dividendos para un plazo menor a 25 años, de los mutuos bajo la modalidad de hipotecas, deben ser asignados bajo los mismos criterios. En el caso de este patrimonio separado, se ha optado por el prepago de la serie senior, por un monto que a agosto de 2010 alcanzaba cerca de UF 504.000, cifra que incluye también los rescates adicionales con excesos de caja operacional. Cabe mencionar que, actualmente, existe un monto importante de caja disponible, ya sea producto de ingresos operacionales y no operacionales, que no ha sido destinada

Segundo Patrimonio Separado

a prepagos de bonos, aún cuando se superan ampliamente los límites establecidos en el contrato de emisión.

Inversiones

Los flujos de ingresos del patrimonio separado provenientes de los dividendos y aportes mensuales, como los ingresos por prepagos y recuperaciones, han sido administrados de acuerdo con las políticas de inversión establecidas en el contrato de emisión. Mayormente, los recursos son invertidos en depósitos a plazo y fondos mutuos.

ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

Administración primaria de los activos

En este caso, los activos siguen siendo administrados por sus originadores. La securitizadora firmó un contrato de administración con Banco BBVA y BBVA Leasing Inmobiliario, que establece: las condiciones para el traspaso de remesas, la obligación de entregar a la securitizadora toda la información relacionada con los activos bajo administración, las causales de término de contrato y la remuneración por administración, entre otros.

Antecedentes de administración

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile

En el caso de Banco BBVA, la emisión de dividendos está a cargo del área de operaciones y su recaudación se efectúa principalmente a través de las sucursales del banco. El uso de sistema de pago automático por cuenta corriente es importante y se incentiva su utilización.

La supervisión de la cartera recae sobre el área de seguimiento, dependiente de la gerencia de riesgo de personas. Sus objetivos son controlar la calidad de la inversión y realizar un seguimiento del riesgo vivo y vencido no judicial. Asimismo entrega un apoyo especializado a las oficinas, en la prevención y detección de problemas. Su participación en el proceso no es sólo pasiva, sino también proactiva, ya que también debe establecer planes de acción.

La cobranza prejudicial es interna durante los primeros 15 días impagos. Una vez que el cliente cumple 16 días de mora es traspasado a una empresa de cobranza externa, SERVINCO. Desde ese momento comienzan los llamados telefónicos que se refuerzan con el envío de cartas.

El área de recuperaciones del banco tiene a su cargo el proceso de recuperación de créditos impagos (C.E.R.) y la cobranza judicial. El C.E.R., creado a partir de 2003, se desarrolla en forma paralela a la cobranza prejudicial con el objetivo de mantener al cliente moroso controlado y tomar la decisión de envío a cobranza judicial en forma oportuna. Este proceso genera automáticamente la propuesta a cartera vencida al día 75 y durante los 15 posteriores procura encontrar una alternativa de renegociación, de lo contrario se inicia la cobranza judicial.

La cobranza judicial se inicia al día 90 de mora y está a cargo de abogados externos, quienes son supervisados y coordinados por la unidad recuperaciones del

Segundo Patrimonio Separado

banco. La administración cuenta con una herramienta llamada “sistema de control de expedientes” que le permite el control de gestión y seguimientos de los juicios, en línea. Los abogados externos actualizan la información por Internet, en tanto el sistema contiene alertas de control estadístico e individual y mide eficiencia recuperatoria.

El control de la gestión tiene un fuerte enfoque en los niveles de gastos en provisiones y castigos de la cartera propia. Asimismo, hay un gran énfasis en información diaria de mora y acciones correctivas tempranas.

BBVA Leasing Inmobiliario S.A.

Las operaciones que componen la cartera son administradas por BBVA Leasing Inmobiliario. La entidad mantiene un contrato de outsourcing con ACFIN mediante el cual esta última le provee sistemas para la administración primaria, apoyando en back office, aplicaciones de pago y administración de la morosidad. BBVA Leasing opera con los mismos estándares del banco relacionado y está aprovechando intensamente la estructura de su matriz. A su vez, ha implementado un seguimiento más activo y desagregado de las carteras propia y administrada y sus variables relevantes.

La cobranza prejudicial está a cargo de una empresa de cobranza externa, SERVINCO, también proveedor de su matriz. Este proceso es controlado por el área de seguimiento del banco, por lo que se realiza de acuerdo a los estándares de su matriz, y es chequeado por los sistemas proporcionados por ACFIN. En tanto, la cobranza judicial está radicada en un abogado externo. Desde 2003, su control radica en el área de recuperaciones del banco, bajo la coordinación de un abogado con dedicación exclusiva para BBVA Leasing.

Las primeras acciones de cobranza se inician a los 7 días de morosidad, luego que la sociedad informa a SERVINCO. Así, a partir del día 8, comienzan los llamados telefónicos permanentes, los que se refuerzan con el envío de cartas.

La cobranza judicial normalmente se gatilla a partir del tercer aporte moroso. Los criterios de renegociación también se han ajustado a los de su matriz. La administración proyecta que con el fortalecimiento de sus estructuras y sistemas debiera agilizar las gestiones en esta etapa y, al mismo tiempo, acortar los plazos de recolección de los activos adjudicados.

La recaudación de los arriendos está a cargo de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Chile. Los sistemas del leasing están conectados con el sistema de cajas de su matriz.

Administración maestra de los activos

En este patrimonio separado, la administración maestra es realizada por la securitizadora, bajo una estructura de outsourcing de sistemas y procedimientos contratada con ACFIN.

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.

Segundo Patrimonio Separado

Los servicios que brinda ACFIN son: administración directa de activos (*Primary Servicing*), administración de carteras de activos (*Master Servicing*) y administración de securitizaciones (*Trustee*).

Como administrador maestro del patrimonio separado, ACFIN es responsable de la supervisión continua de la gestión de los administradores primarios. Además, como parte de sus funciones, informa sobre el desempeño de la cartera a los entes relacionados (securitizadora, inversionistas, clasificadores de riesgo, entre otros).

Con fecha 18 de junio de 2010, el grupo Interamericana comprometió la venta de la totalidad de las acciones de la securitizadora. El 28 de septiembre de 2010 se realizó el cierre de la transacción, quedando como controlador de Securitizadora Interamericana la sociedad Servihabit S.A. con más del 99% de la propiedad. El nuevo accionista es una sociedad ligada a Leasing Habitacional Chile, Administradora de Mutuos Hipotecarios del Centro y Transa Securitizadora, por medio de propietarios comunes. Feller Rate estará atento a las nuevas directrices estratégicas que enmarquen la operatoria del patrimonio separado y al desempeño general de la nueva administración.

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 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 al 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 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.

Segundo Patrimonio Separado

Cartera de activos

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

- Se consideró como fecha corte el 31 de agosto de 2010.
- Se proyectaron los flujos esperados de dividendos, aportes y arriendos, a partir de la fecha de corte. Para el caso de los contratos de mutuos hipotecarios con la modalidad de “hipotecones” se consideró la estructura pago histórica de los contratos, es decir, el pago promedio de cuotas a 15, 20 y 25 años.
- Para los flujos de pagos de precio de los contratos de leasing con AFV, se consideraron rentabilidades del fondo de acuerdo a la clasificación de los títulos de deuda, según se detalla en la siguiente tabla. En razón de ello, se supusieron sobreplazos conforme a la ley de leasing habitacional.

Rentabilidad proyectada para los fondos por categoría de riesgo

Categoría	Tasa de rentabilidad anual neta de comisiones
AAA	2.5%
AA	3.5%
A	4.0%
BBB	4.5%
BB	5.5%

- 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 uno, 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 activos fallidos a partir del mes 18.
- Con el producto de las recuperaciones y prepagos se realizaron prepagos 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, clasificación de riesgo, custodia de títulos, administración primaria y maestra, entre 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 se realizó por un monto total de UF 1.411.000, dividido en una serie senior A y una subordinada B. Las características de las series se muestran en el cuadro siguiente.

Segundo Patrimonio Separado

Características de los bonos

(A agosto de 2010, después del pago de cupón)

Serie	Serie A	Serie B (Subordinada)
Monto al origen	1.250.000	161.000
Monto residual (UF)	532.551	225.079
Nº de periodos al origen (mensuales)	264	264
Nº de periodos restantes (mensuales)	194	195
Tasa emisión (anual)	4,50%	6,00%
Periodo residual de gracia intereses (mensuales)	0	194
Periodo residual de gracia amortizaciones (mensuales)	0	194
Monto original por título (UF)	500	1.000
Saldo insoluto actual por título (UF)	213	1.398
Número de títulos	2.500	161

La serie preferente contempla cupones mensuales sustentados con los ingresos operacionales y rescates con los fondos provenientes de prepagos y recuperaciones de activos fallidos, con los diferenciales entre la cuota efectiva y el dividendo de mayor plazo de los créditos bajo la modalidad de “hipotecas” y con los excesos de ingresos operacionales por sobre UF 10.000.

Comparación de flujos

Sobre la base del perfil de vencimiento de las tablas de desarrollo vigentes, se proyectaron los flujos de servicio de deuda 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 bonos y:

- Se tomó en cuenta el saldo informado por el emisor en las cuentas de disponible y valores negociables de la FECU al 30 de junio de 2010. Estas, se conforman por fondos acumulados de pagos ordinarios y extraordinarios y totalizaban a dicha fecha UF 67.966;
- 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, los excedentes del período, 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 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, incluso en situaciones de crisis severa. El análisis contempló el prepagado adicional de la serie senior por exceso de garantías.

Segundo Patrimonio Separado

A título de ejemplo, el pago de la serie senior soporta un escenario de estrés en que:

- Cae en incumplimiento, en total, el 25% de los mutuos hipotecarios y el 30% de los contratos de leasing vigentes, a partir del mes 1 de proyección y durante 36 meses, con distribución uniforme. Esto, con recuperaciones de garantías desfasadas en 18 meses y desvalorizaciones de vivienda en torno al 40%.
- Se mantienen durante la proyección niveles de prepago en torno a 3 veces el promedio histórico registrado por las carteras de mutuos y leasing durante la vigencia del patrimonio separado.

Además de los gastos indicados en el contrato de emisión que corresponde solventar al patrimonio separado, en estos escenarios se consideró un monto anual para imprevistos.

Por otra parte, 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;
- shock de morosidad de corto plazo;
- cambios en la estructura de pago de los “hipotecones”
- rentabilidad de las cuentas de ahorro en AFV

Particularmente, en esta emisión, dadas las características estructurales de los mutuos hipotecarios, se sensibilizó su perfil de pagos. Esto contempló cambios en la composición por tipo de cuotas pagadas, traduciéndose en perfiles de flujos proyectados con distintos plazos, mayores o menores a los del escenario base. En todo caso, cabe mencionar que la composición del perfil de pagos por tipo de cuotas de los “hipotecones” ha sido muy estable desde el inicio del patrimonio separado. Esto es, casi un 80% de los deudores tiende a pagar la cuota a 25 años, un 5% a 20 años y un 15% a 15 años.

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