



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

**Santander S.A. Securitizadora
Primer Patrimonio Separado**

Agosto 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.

SANTANDER S.A. SOCIEDAD SECURITIZADORA
Primer Patrimonio Separado

SERIES A1 Y A2	AA
SERIE B1	C

Contactos: Carolina Franco Tel 757 0414, Marcelo Arias Tel: 757 0480

Clasificaciones

	Diciembre 2007	Diciembre 2008	Diciembre 2009	Julio 2010
Bonos Series A1, A2	AA	AA	AA	AA
Bonos Serie B1	C	C	C	C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización series A1, A2 y B1
Emisor: Santander S.A. Sociedad Securitizadora
Fecha escritura de emisión: 20 de julio de 1999
Monto emisión original: Serie A1: UF 290.000; Serie A2: UF 128.000; Serie B1 (subordinada): UF 22.000; Total: UF 440.000
Monto emisión residual: Serie A1: UF 119.113; Serie A2: UF 51.517; Serie B1 (subordinada): UF 44.800; Total: UF 215.450
Plazo inicial: 20 años.
Plazo residual: 9,5 años
Tasa de interés bonos: 6,9%
Colateral inicial: 640 MHE con valor par de UF 367.887
Colateral actual: 404 MHE con valor par de UF 148.783
Tasa de interés promedio de los activos: 11,1%
Originadores: Scotiabank Chile (Ex Banco del Desarrollo), Credycasa, Procrédito, Proyecta, Hogar y Mutuos, Mutuo centro, Ecomac, CB Mutuos Hipotecarios, Las Américas y Contémpora
Administradores primarios: Scotiabank Chile, Banco Santander
Administrador maestro: Santander S.A. Sociedad Securitizadora

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a los bonos responde a la estructura financiera y operativa de la transacción, así como al nivel de sobrecolateralización actual en relación al desempeño de los activos de respaldo.

Los mutuos originados por Banco del Desarrollo son administrados por Scotiabank Chile, su nuevo controlador. En tanto, Banco Santander tiene a su cargo los contratos generados por las administradoras de mutuos hipotecarios.

La relación actual entre activos – cartera de mutuos más caja disponible – y saldo insoluto de deuda preferente es de 107%, mejorando respecto de la situación inicial del patrimonio separado.

La morosidad evoluciona acorde con lo observado en otras carteras securitizadas del mismo segmento. El incremento registrado hasta el primer trimestre de 2009 en el tramo de 4 o más aportes impagos se detiene, manteniéndose en niveles estables y acotados, si bien, el promedio de cuotas morosas se incrementa. Ello, en respuesta a la permanencia de deudores con elevados niveles de morosidad que no han sido liquidados o normalizados, que corresponden principalmente a la cartera administrada por Banco Santander. Con todo, dada la antigüedad del portafolio de respaldo - 11 años - no debieran registrarse cambios drásticos en el comportamiento de la cartera. Así también, la relación deuda a garantía promedio de los activos es a la fecha del 46,3%, que acota de manera importante las pérdidas ante incumplimientos.

Los parámetros de recuperación de garantías – en relación a pérdida de valor de vivienda y plazos – se observan por sobre lo estimado inicialmente y son elevados en relación a lo esperado en un escenario similar al actual. Conforme lo informado por el emisor, se reunirán con los administradores primarios con el fin de tomar medidas que apunten a mejorar la gestión.

El comportamiento mostrado por el prepago voluntario no difiere del observado en carteras de perfil similar. La tasa de prepago sobre saldo vigente de cartera se observa estable durante los últimos cuatro años en niveles en torno a 5% anualizado. Estas cifras se comparan favorablemente con los niveles alcanzados a partir de mediados de 2004 y hasta 2005, en que el indicador promedió 12,5%, con un máximo de 15%.

Los ingresos recaudados por recuperaciones y prepagos han sido destinados al rescate anticipado de deuda preferente.

A marzo de 2010 el saldo de deuda senior representa el 40% de su valor nominal inicial.

Los fondos definidos en la escritura de emisión han sido administrados de acuerdo a la política establecida en el contrato de emisión.

Feller Rate monitoreará de cerca los potenciales efectos del terremoto sobre los distintos parámetros de la cartera. Cabe destacar que el 100% de los activos cuentan con seguro de sismo.

Principales Indicadores

	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Mar.10
<u>Morosidad dinámica*</u>				
1 cuota morosa	11,2%	7,3%	8,1%	7,9%
2 cuotas morosas	3,6%	4,5%	3,7%	4,2%
3 cuotas morosas	2,3%	2,8%	1,7%	3,5%
4 o más cuotas morosas	5,5%	8,5%	8,9%	9,2%
Total morosos	22,6%	23,1%	22,4%	24,8%
<u>Incumplimiento potencial**</u>				
Mora mayor a 180 días	2,5%	3,9%	3,4%	3,9%
Incumplimientos reales	1,4%	1,6%	1,7%	1,7%
Total incumplimiento potencial	3,9%	5,5%	5,1%	5,6%
<u>Prepagos totales acumulados***</u>	29,8%	31,5%	33,4%	33,7%

* 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.

Nota: La información de morosidad es proporcionada por el emisor y está construida sobre la base de la fecha de pago efectiva de los deudores, independiente del ingreso de los fondos al patrimonio separado, reflejando así, el real comportamiento de pago de la cartera.

Primer Patrimonio Separado

DESEMPEÑO DEL COLATERAL

Características del colateral

A continuación se presenta un resumen con las características de la cartera vigente a la fecha:

Resumen de la Cartera

(A marzo de 2010)

	Banco Santander *	Scotiabank Chile	Total
Nº de mutuos	208	196	404
Valor par (UF)	75.575	73.208	148.783
Valor garantía promedio (UF)	898	875	886
Monto crédito original (UF)	587	614	601
Saldo insoluto / Garantía (%)	46,1	46,6	46,3
Tasa de interés anual (%)	11,4	10,7	11,1
Plazo de vigencia (meses)	134	138	137
Plazo residual (meses)	106	101	103

Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto

* Sólo administración

La cartera administrada por Banco Santander está compuesta en un 75%, en similares proporciones, por activos originados por Mutuocentro, Procrédito, Hogar y Mutuos y Credycasa, y el resto por Ecomac, CB Mutuos Hipotecarios, Penta y Contémpora.

Los activos tienen una antigüedad promedio de 11 años y presentan una relación deuda actual a garantía del 46%, por debajo de su nivel inicial (69%).

Morosidad de la cartera

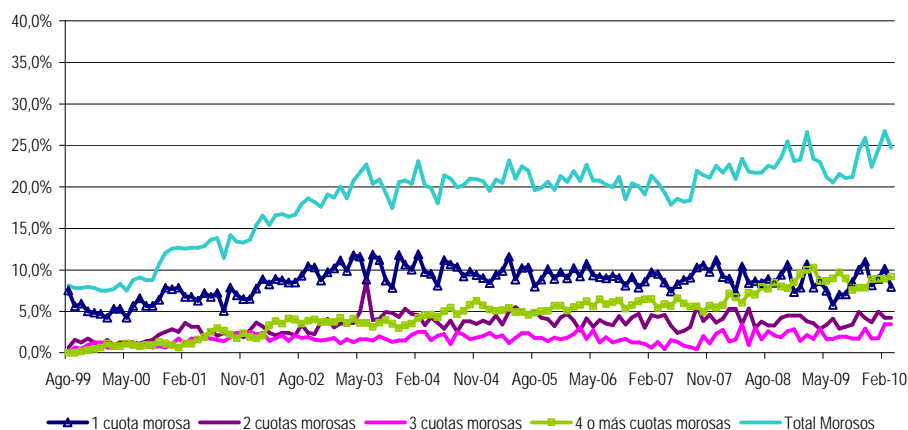
En el gráfico siguiente se presenta la evolución de la morosidad de la cartera en número de operaciones, para el periodo comprendido entre agosto de 1999 y marzo de 2010.

La información es proporcionada por el emisor y está construida sobre la base de la fecha de pago efectiva de los deudores, independiente del ingreso de los fondos al patrimonio separado, reflejando así, el real comportamiento de pago de la cartera. De lo contrario, la morosidad de la cartera se vería sobreestimada toda vez que un importante número de deudores paga los últimos días de cada mes, y sus remesas, producto de las condiciones operativas de la transacción, ingresan al patrimonio separado con desfase.

Primer Patrimonio Separado

Evolución Morosidad de la Cartera

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones)



Fuente: Santander S.A. Sociedad Securitizadora.

La morosidad de la cartera evoluciona acorde con lo observado en otras carteras securitizadas del mismo segmento.

El alza registrada hasta el primer trimestre de 2009 en el tramo de 4 o más aportes impagos se detiene, manteniéndose estable en niveles en torno al 10%. Con todo, el promedio de cuotas morosas se incrementa, en respuesta a la permanencia de deudores con elevados niveles de morosidad que no han sido liquidados o normalizados, que corresponden principalmente a operaciones administradas por Banco Santander.

En los siguientes cuadros se presenta un resumen de la evolución de la morosidad de la cartera total y separada por administrador:

Resumen Morosidad de la Cartera

(En número de operaciones)

Cartera Total

	Dic. 06		Dic. 07		Dic. 08		Dic. 09		Mar. 10	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Al día	375	80,0	340	77,4	326	76,9	315	77,6	304	75,2
1 cuota morosa	37	7,9	49	11,2	31	7,3	33	8,1	32	7,9
2 cuotas morosas	22	4,7	16	3,6	19	4,5	15	3,7	17	4,2
3 cuotas morosas	6	1,3	10	2,3	12	2,8	7	1,7	14	3,5
4 o más cuotas morosas	29	6,2	24	5,5	36	8,5	36	8,9	37	9,2
Total morosos	94	20,0	99	22,6	98	23,1	91	22,4	100	24,8
Total cartera	469		439		424		406		404	

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

Fuente: Santander S.A. Sociedad Securitizadora.

Primer Patrimonio Separado

Cartera Administrada por Scotiabank Chile

	Dic. 06		Dic. 07		Dic. 08		Dic. 09		Mar. 10	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Al día	195	83,0	168	76,7	162	77,5	156	78,8	153	78,1
1 cuota morosa	17	7,2	29	13,2	20	9,6	20	10,1	18	9,2
2 cuotas morosas	9	3,8	6	2,7	9	4,3	7	3,5	11	5,6
3 cuotas morosas	2	0,9	5	2,3	5	2,4	5	2,5	4	2,0
4 o más cuotas morosas	12	5,1	11	5,1	13	6,2	10	5,1	10	5,1
Total morosos	40	17,0	51	23,3	47	22,5	42	21,2	43	21,9
Total cartera	235		219		209		198		196	

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

Fuente: Santander S.A. Sociedad Securitizadora.

Cartera Administrada por Banco Santander

	Dic. 06		Dic. 07		Dic. 08		Dic. 09		Mar. 10	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Al día	180	76,9	172	78,2	164	76,3	159	76,4	151	72,6
1 cuota morosa	20	8,5	20	9,1	11	5,1	13	6,3	14	6,7
2 cuotas morosas	13	5,6	10	4,5	10	4,7	8	3,8	6	2,9
3 cuotas morosas	4	1,7	5	2,3	7	3,3	2	1,0	10	4,8
4 o más cuotas morosas	17	7,3	13	5,9	23	10,7	26	12,5	27	13,0
Total morosos	54	23,1	48	21,8	51	23,7	49	23,6	57	27,4
Total cartera	234		220		215		208		208	

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

Fuente: Santander S.A. Sociedad Securitizadora.

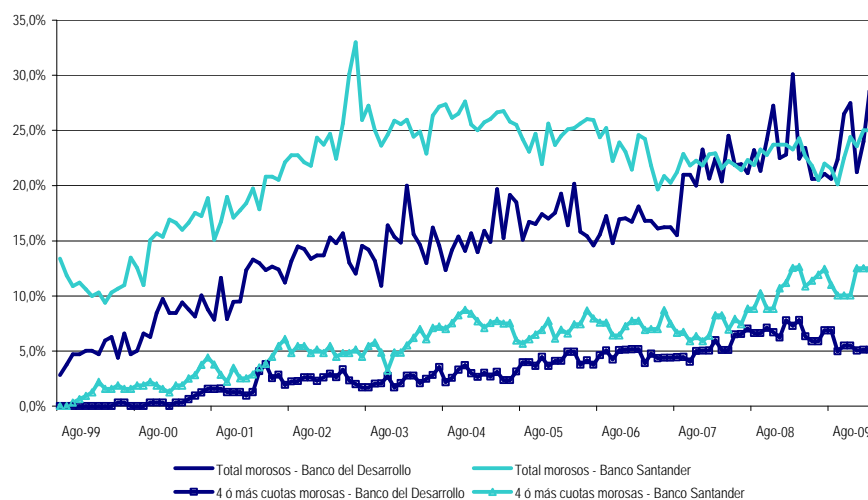
De igual forma, en el gráfico siguiente se presenta la evolución de la morosidad total y de cuatro o más dividendos de la cartera, separada por administrador primario.

En los cuadros anteriores y en el gráfico, se pueden apreciar similares niveles de mora total entre las carteras administradas por Scotiabank Chile y Banco Santander, durante los últimos dos años y medio. Sin embargo, las diferencias en niveles del tramo de 4 o más aportes morosos, se acentúan. De esta manera, la cartera administrada por Banco Santander explica en mayor medida el incremento en el tramo de 4 o más aportes mencionado anteriormente.

Primer Patrimonio Separado

Comparación Mora por Administrador

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones de cada cartera administrada)

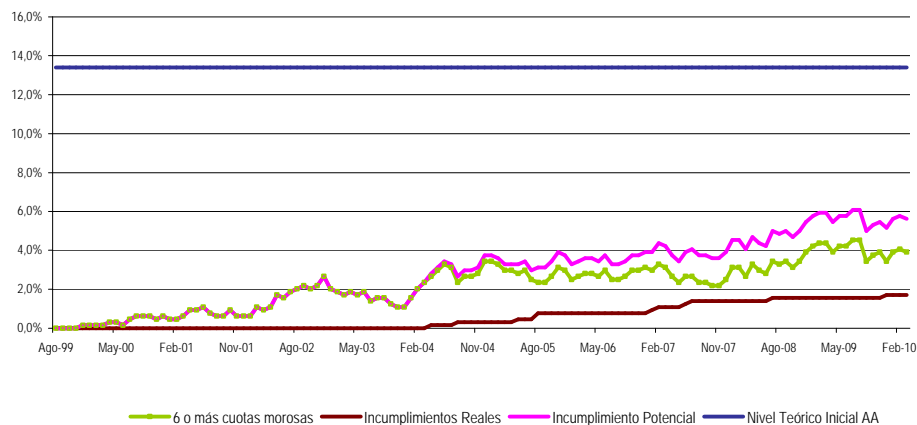


Fuente: Santander S.A. Sociedad Securitizadora.

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 contratos. En el gráfico siguiente se presenta el incumplimiento potencial de esta cartera, que alcanzaba a marzo de 2010 al 5,6%, con un 1,7% de incumplimientos reales y 3,9% de contratos con 6 o más dividendos impagos.

Incumplimiento Potencial de la Cartera

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



Fuente: Santander S.A. Sociedad Securitizadora.

El aumento en el promedio de cuotas impagas mantenida en el tramo de 4 o más aportes se refleja, también, en los deudores con 180 o más días de atraso. En efec-

Primer Patrimonio Separado

to, a marzo de 2010 la mora promedio de este segmento era de 24 cuotas, mientras que a igual fecha el año previo fue de 18. Más aún, durante 2009 tan sólo se recuperó una propiedad, considerando que existen deudores hasta con 75 cuotas impagas.

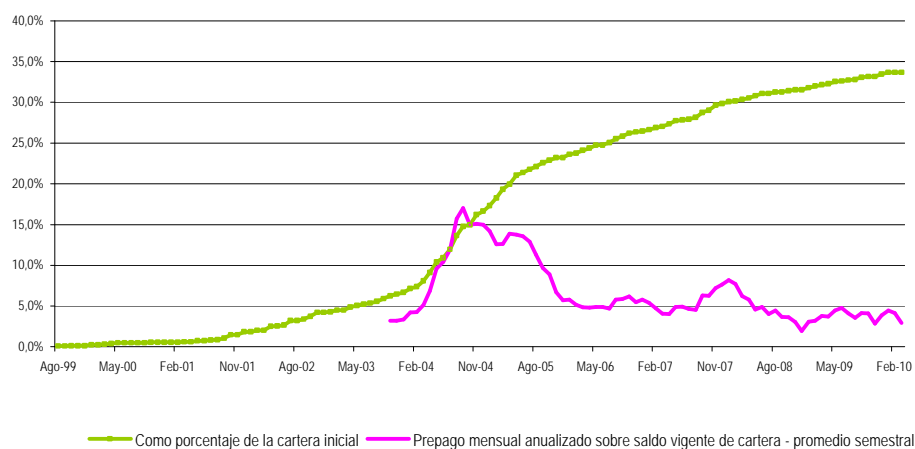
Con todo, el nivel del indicador está en línea con lo estimado para un escenario similar al actual, no presenta quiebres significativos en su tendencia y está por debajo del incumplimiento exigido para un escenario de crisis severa.

Prepago de operaciones, remates e incorporaciones

Hasta marzo de 2010 se habían realizado 225 prepagos totales y 82 prepagos parciales, por un monto de UF 112.659 y UF 11.197, respectivamente. Ello redundó en un prepago voluntario acumulado de la cartera del 33,7% de su valor par inicial.

En el gráfico a continuación se presenta la evolución de esta variable desde agosto de 1999 a marzo de 2010.

Prepago Acumulado de la Cartera



Fuente: Santander S.A. Sociedad Securitizadora.

El comportamiento mostrado por el prepago voluntario en esta cartera no difiere del observado en carteras de perfil similar. La tasa de prepago sobre saldo vigente de cartera se observa estable durante los últimos cuatro años en niveles en torno a 5% anualizado. Este valor se compara favorablemente con los niveles alcanzados a partir de mediados de 2004 y hasta 2005, en que el indicador promedió 12,5%, con un máximo de 15%.

A marzo de 2010 se habían registrado 11 remates. Los costos de liquidación asociados a los activos fallidos fueron de 12% respecto del saldo insoluto, con pérdidas de valor de vivienda de 35% y plazos de recuperación en torno a 33 meses. Estos dos últimos parámetros están por sobre lo esperado para un escenario similar al actual y son elevados en relación a los supuestos iniciales. En tanto, la recuperación sobre saldo insoluto al inicio de la mora es en promedio de 70%. Conforme lo informado por el emisor, se realizarán reuniones con los administradores primarios con el fin de tomar medidas que apunten a mejorar la gestión. Con todo, el número de activos liquidados es bajo, y dada la antigüedad promedio del

Primer Patrimonio Separado

portafolio, no debieran registrarse cambios significativos en su tendencia. Más aún, la relación deuda a garantía actual de los activos es baja (46%), limitando de manera importante la pérdida de capital ante incumplimiento.

De acuerdo al contrato de emisión, los fondos provenientes de prepagos voluntarios y recuperaciones pueden destinarse a la sustitución de activos o al rescate anticipado de deuda preferente. Para los efectos de esto último, los fondos disponibles deben superar las UF 5.000.

En el caso de este patrimonio separado no se han incorporado nuevos créditos en reemplazo de los prepagados. Los fondos se han destinado al pago extraordinario de deuda senior, con un monto acumulado por rescates por UF 125.051.

Inversiones

Durante la vigencia del patrimonio separado, los recursos han sido invertidos en instrumentos del Banco Santander y en pactos otorgados por Santander S.A. Corredores de Bolsa. La securitizadora lleva un *benchmark*, existiendo un registro histórico con cotizaciones de dos o tres agentes de la plaza para tomar las decisiones de inversión. La política de inversión seguida por la securitizadora se ha ceñido a lo establecido en el contrato de emisión.

ADMINISTRACION Y CONTROL

Administración primaria

Hasta la fecha, los créditos originados por las administradoras de mutuos hipotecarios siguen siendo administrados por el área hipotecaria del Banco Santander. En tanto los activos originados por Banco del Desarrollo son administrados por Scotiabank Chile.

Banco del Desarrollo (BdD) pasó a ser controlado directamente 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.

La gestión de la cartera de mutuos hipotecarios recae directamente en Scotiabank Chile, como sucesor de Banco del Desarrollo, y Banco Santander. La securitizadora mantiene contrato de administración con las entidades, donde se definen 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.

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.

Banco Santander

Feller Rate evalúa a la entidad en su calidad de administrador de activos en categoría "Fuerte" con base en sus buenos procedimientos de cobranza prejudicial y judicial que presentan una alta automatización. Sus controles son efectivos, con buena oportunidad de cobro y adecuado conocimiento del mercado objetivo y su comportamiento de pago.

La entidad cuenta con mecanismos de control interno en cada etapa de la recaudación, pasando por la emisión del dividendo, el procesamiento de pagos y finalizando con el almacenamiento de la documentación e información.

La cobranza prejudicial la efectúa el centro de recobros dependiente de la Gerencia de Riesgo Personas y Microempresas. El diagnóstico y la estrategia de gestión de cobranza se realiza para todas las carteras, en conjunto con la subgerencia de seguimiento y control.

La gestión se inicia el día 20 de cada mes y termina a los 180 días con el envío a cobranza judicial. La cobranza se separa por telefonía, terreno, judicial y castigos, existiendo grupos de cobranza especializados en cada caso. Para esta etapa, el banco dispone de distintos sistema de apoyo: i) Syscob, que es un sistema de ad-

Primer Patrimonio Separado

ministración de cartera en cobranza prejudicial telefónica o en terreno; *ii*) Melita, que es un discador predictivo, que administra la cobranza telefónica asignada por Syscob u otra fuente, en forma centralizada para todo el país; *iii*) Boletín, se envía la información a Dicom a los 45 días de mora y a la Cámara de Comercio a los 90 días; y *iv*) Cartas, el envío de la primera es a los 20 días de iniciada la mora.

La cobranza judicial es responsabilidad de la Unidad de Activos Irregulares del banco y las causas son llevadas por abogados externos (100 aproximadamente). Esta unidad cuenta con un sistema de seguimiento de juicios, conectado vía internet con dichos abogados.

La entidad se beneficia de adecuados procesos de originación y de seguimiento. Existe un Sistema de Revisión de Clientes que evalúa en forma periódica el total de la cartera (comportamiento interno, información SBIF, información comercial, entre otros) y asigna marcas que permiten direccionar la gestión y el seguimiento de los clientes. Adicionalmente, se cuenta con un modelo de datos específico de riesgo y una base de datos de cobranza. A través de estos modelos se han desarrollado y aplicado modelos predictivos de seguimiento y perfilamiento masivo de clientes con buenos resultados.

Administración maestra

La Administración Maestra (*Master Servicing*) comprende la administración, control, monitoreo y generación de estadísticas sobre el desempeño del patrimonio separado. En este caso, es Santander S.A. Sociedad Securitizadora quien realiza esta labor, apoyada en los servicios de *back-office* que le brinda el Banco Santander.

La securitizadora finalizó la etapa de formalización y consolidación de sus procesos y mecanismos de control, y los procesos actuales se encuentran debidamente documentados en manuales. Dentro del plan de contingencia, se realiza el *back up* semanal de los archivos en el sistema.

Actualmente, las recaudaciones por dividendos son traspasadas a la securitizadora en forma diaria y su integridad y consistencia es verificada antes de ingresarla al sistema. En caso de error, la información es devuelta al administrador.

El ambiente de control por parte de la matriz incluye la realización periódica de auditorías, tanto internas como externas.

La entidad ha logrado automatizar reportes a terceros relativos a la evolución de morosidad, estadísticas de prepago, entre otros. Estos se cargan periódicamente en la página Web del banco y están disponibles para los inversionistas y otros usuarios.

La estructura administrativa de la entidad, apoyada en la plataforma de sistemas disponibles a través de Banco Santander, debiera ser capaz de absorber el volumen de operaciones actual así como mayores exigencias.

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

Primer Patrimonio Separado

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 marzo de 2010. Los fondos disponibles a esa fecha se desglosan de la siguiente manera:
 - Ingresos operacionales: UF 27.555
 - Fondo de prepagos voluntarios y recuperaciones: UF 5.897
- Se proyectaron los flujos esperados de dividendos 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 primer mes, 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 de producido el incumplimiento.
- Se estimaron los eventuales pagos de Tesorería por concepto de garantía crediticia para las operaciones con Subsidio Habitacional.
- Con el producto de los prepagos y recuperaciones de activos 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.

Primer Patrimonio Separado

- 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 consideraron rescates extraordinarios de deuda subordinada conforme el procedimiento establecido en el contrato de emisión.
- 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 440.000 dividido en tres series cuyas características son las siguientes:

Características de los Bonos

(Al 31 de marzo de 2010)

Serie	A1	A2	B1 (Subordinada)	Total
Proporción monto original (%)	65,9	29,1	5,0	
Monto original (UF)	290.000	128.000	22.000	440.000
Proporción monto residual (%)	55,3	23,9	20,8	
Monto residual (UF)	119.133	51.517	44.800	215.450
Plazo original (años)	20,00	20,00	20,00	
Plazo residual (años)	9,5	9,5	9,5	
Tasa anual (%)	6,9	6,9	6,9	

Las series A y B pagan intereses y amortizan capital de manera trimestral, diferenciándose sólo en el corte. En tanto, la serie C se paga en una sola cuota, con capitalización de intereses, al vencimiento de las series senior.

Las series A y B se pueden rescatar con el producto de prepagos voluntarios y recuperaciones de activos fallidos. En tanto, la serie C contempla rescates en la medida que en el mes de enero de cada año se generen excedentes operacionales que superen la cota definida en el contrato de emisión. A la fecha, y hasta enero de 2015, ésta equivale a UF 100.000, reduciéndose posteriormente. Hasta la fecha no se ha registrado ningún prepagado de la serie C.

A marzo de 2010 el saldo de deuda senior representaba el 40% de su valor nominal inicial.

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 tomó en cuenta el saldo en la cuenta ingresos operacionales y en la cuenta de fondos acumulados de pagos extraordinarios y recuperaciones al 31 de marzo de 2010;
- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficit del período;

Primer Patrimonio Separado

- 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 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 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. Los procedimientos de sustitución de activos y prepago de bonos contemplados en el contrato, aseguran aceptablemente el pago de los cupones restantes de las series senior en las condiciones pactadas en los escenarios acordes con la clasificación asignada.

A título de ejemplo, el pago de las series senior resiste un escenario de estrés conjunto en que:

- Se mantiene durante la proyección un nivel de prepago anual sobre saldo de cartera que triplica el promedio histórico registrado por la cartera.
- Se registra una crisis crediticia durante los primeros 36 meses de la proyección de manera lineal. Esto, asumiendo una caída del 15% de la cartera en saldo insoluto, con pérdidas de valor de vivienda asociadas a los créditos fallidos del 50%. En este escenario también se sensibilizaron los plazos de recuperación y la pérdida de valor de vivienda conforme el comportamiento registrado.