

Informe de Primera Clasificación

Patrimonio 14° Securitizadora Security S.A.

Ratings

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumento	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Metodología
Serie A1	AAA	Primera Clasificación	Estable	Títulos de deuda respaldados con mutuos hipotecarios y leasing habitacional
Serie B1	AA	Primera Clasificación	Estable	Títulos de deuda respaldados con mutuos hipotecarios y leasing habitacional
Serie C1	A	Primera Clasificación	Estable	Títulos de deuda respaldados con mutuos hipotecarios y leasing habitacional
Serie D1	BBB	Primera Clasificación	Estable	Títulos de deuda respaldados con mutuos hipotecarios y leasing habitacional
Serie E1	BB	Primera Clasificación	Estable	Títulos de deuda respaldados con mutuos hipotecarios y leasing habitacional
Serie F1	C	Primera Clasificación	Estable	Títulos de deuda respaldados con mutuos hipotecarios y leasing habitacional

Fundamentos de Clasificación

El 14° patrimonio separado de Securitizadora S.A. Security estará respaldado por mutuos hipotecarios y contratos de leasing habitacional, emitidos por Agente Administrador de Mutuos Hipotecarios Andes, Hipotecaria Security Principal e Hipotecaria La Construcción.

La clasificación asignada a las series se basa fundamentalmente en las proyecciones y estimaciones del flujo de caja y a lo establecido en los contratos de emisión de los títulos de deuda. Según lo anterior, el pago de todos los cupones se produce bajo los niveles de stress de la categoría AA para la serie A1; AA para la serie B1; A para la serie C1; BBB para la serie D1; y BB para la serie E1. La clasificación asignada a la Serie subordinada C se debe a que la estructura no soporta niveles de stress para asegurar el pago íntegro de ésta.

La emisión está estructurada dentro de una línea de bonos securitizados, que podrá estar dividida en distintas emisiones. El monto máximo colocado vigente alcanzará a UF 3.000.000, y la línea tiene un plazo de 30 años.

La tasa de interés de la serie A1 (serie preferente) será de 3,3% anual, mientras que para las series B1, C1, D1 y E1 (series mezzanines) alcanzará al 4,0 % anual, y un 8,0% en el caso de la serie F1. Según las tablas de desarrollo teóricas, los intereses de las series mezzanine son capitalizados período a período, siendo pagados en enero de 2043 junto con la amortización del saldo insoluto acumulado. En la práctica, sin embargo, estos intereses podrán ser pagados en la fecha de pago del cupón respectivo, siempre que una o más series mezzanines cumplan con la condición para el pago de intereses aplicable a dicha serie, y el monto total disponible para el pago de tales series sea superior a UF 300.

Por lo tanto, en el caso que hayan sido pagados los intereses y amortización de la serie A1 respectivos y los excedentes superen las UF 300, se pagarán los intereses de las B1, C1 y así sucesivamente. En el caso que se paguen los intereses de todas las series mezzanine y aun existan recursos disponibles, se prepagarán láminas de la serie A1 preferente. Esto, hasta completar el pago de toda la serie preferente, para luego comenzar a prepagar la serie B1, C1 y así sucesivamente. Adicionalmente, existe la posibilidad de vender cartera en caso de iliquidez.

La emisión contempla mantener en todo momento un Fondo de Reserva de UF 1.000.

Con los ingresos provenientes de los prepagos (tanto parciales como totales) y la recuperación de viviendas, el emisor podrá sustituir los contratos, o rescatar anticipadamente y por sorteo títulos de deuda de la serie A, hasta alcanzar la suma de los recursos acumulados en estos fondos del patrimonio. De acuerdo a lo señalado anteriormente, esta será la opción más utilizada por el patrimonio.

El activo subyacente que respaldará esta primera emisión se encuentra constituido por 1.172 contratos. En esta oportunidad, los originadores corresponden a Agente Administrador de Mutuos Hipotecarios Andes, Hipotecaria Security Principal (los dos primeros, en adelante llamados "Casa Nuestra") e Hipotecaria La Construcción. El saldo insoluto total de la cartera alcanzará un monto cercano a UF 714.000. Los contratos originados por Casa Nuestra son prácticamente nuevos (2 meses en el caso de los mutuos y 4 meses para los leasings hipotecarios) mientras que en el caso de Hipotecaria La Construcción corresponden a contratos más maduros.

En línea con esto, y dada la evolución de las tasas de interés durante los últimos años, se observa que las tasas registradas por los contratos de Hipotecaria La Construcción son mayores a las de Casa Nuestra.

Por otra parte, las cuatro carteras presentan relaciones dividendo/renta apropiada y LTV apropiadas. En el caso de Hipotecaria La Construcción, menores al 60% dada la antigüedad de los contratos. Para Casa Nuestra, la relación deuda/garantía alcanza al 70% en mutuos y 48% en leasing (explicado por el bajo monto de estos contratos). Gran parte de los contratos posee subsidios al pie.

Adicionalmente, existen 2 tipos de subsidios adicionales que mejoran significativamente el riesgo de crédito de la cartera:

Antecedentes del Emisor

La sociedad se encuentra inscrita en el Registro de Valores de la Superintendencia con fecha 1 de abril de 1998 bajo el N° 640. Es una empresa filial de Grupo Security, importante conglomerado financiero nacional. La entidad pertenece en un 99,96% a Grupo Security S.A. y en un 0,04% a Asesorías Security S.A.

La securitizadora es una sociedad anónima especial constituida al amparo de lo previsto en el Título XVIII de la Ley de Mercado de Valores. Tiene como objetivo la adquisición de activos que generen flujos futuros y, como contraparte, la emisión de títulos de deuda de corto y largo plazo, originando patrimonios separados del patrimonio común de la securitizadora.

A la fecha, la securitizadora tiene inscritos nueve patrimonios separados en la Superintendencia de Valores y Seguros. Los activos de respaldo para los bonos son exclusivamente contratos de leasing habitacional y mutuos hipotecarios endosables.

Antecedentes del Patrimonio Separado

El 14° patrimonio separado de Securitizadora S.A. Security estará respaldado por mutuos hipotecarios y contratos de leasing habitacional, emitidos por Agente Administrador de Mutuos Hipotecarios Andes, Hipotecaria Security Principal Hipotecaria La Construcción.

La tasa de interés de la serie A1 (serie preferente) será de 3,3% anual, mientras que para las series B1, C1, D1 y E1 (series mezzanines) alcanzará al 4,0 % anual, y un 8,0% en el caso de la serie F1. De acuerdo a las tablas de desarrollo teóricas, la serie A1 cuenta con pagos trimestrales que incluyen capital e intereses, mientras que las demás series contemplan un pago de capital e intereses al vencimiento del bono, el

- ✓ Garantía de remate: Dependiendo del precio de la vivienda (P), con tope de 200 UF, previa notificación del remate de la vivienda al SERVIU, con 30 días de anticipación. Incluye intereses, costos de cobranza y costos judiciales.

Este subsidio disminuye casi totalmente el riesgo de crédito, dado que el Estado garantiza, en caso de default, el pago del saldo insoluto corregido. De esta manera, el riesgo de default se convierte casi totalmente en riesgo de liquidez.

- ✓ Beneficio al pago oportuno: Quienes se encuentren al día con el pago de sus dividendos de viviendas adquiridas con subsidio, contarán con el beneficio adicional que consiste en rebajar el monto del crédito hipotecario, según sea el monto inicial.

DIRECTORIO Y GERENCIA GENERAL	
Francisco Silva	Presidente
Andrés Tagle	Director
Renato Peñafiel	Director
Christian Sinclair	Director
Carlos Budge	Director
Juan Enrique Montes	Gerente General

Tabla 1: Directorio y gerencia general (Fuente: SVS)

Con más de 20 años de experiencia, Grupo Security tiene operaciones diversificadas dentro del mercado financiero local, participando en financiamiento, inversiones, seguros, viajes y proyectos inmobiliarios.

Grupo Security registró utilidades a diciembre de 2016 por \$75.085 millones, lo que representó un aumento de 12,7% respecto a 2015, administrando activos por US\$ 13.101 millones (dólar al 31 de diciembre = \$667,29). Se encuentra clasificado en Categoría AA- por ICR.

CARACTERÍSTICAS DE LA ESTRUCTURA

1 de enero de 2043. Los intereses de las series comenzarán a devengarse el 1 de octubre de 2017.

La emisión está estructurada dentro de una línea de bonos securitizados, que podrá estar dividida en distintas emisiones. El monto máximo colocado vigente alcanzará a UF 3.000.000, y la línea tiene un plazo de 30 años.

La administración primaria y maestra es ejercida por Securitizadora Security S.A.

	Serie A1	Serie B1	Serie C1	Serie D1	Serie E1	Serie F1
Valor Nominal Original (UF)	711.000	66.000	12.000	9.000	6.000	35.000
Valor Nominal Título (UF)	500	100	100	100	100	100
Tasa de Interés anual	3,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	8,0%
Pago de Intereses	Trimestral	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento
Amortizaciones	Trimestral	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Inicio pago intereses y capital	01/10/2017	01/01/2043	01/01/2043	01/01/2043	01/01/2043	01/01/2043
Vencimiento	01/01/2043	01/01/2043	01/01/2043	01/01/2043	01/01/2043	01/01/2043

Tabla 2: Características de la emisión (Fuente: Elaboración propia con información de SVS)

PRELACIÓN DE PAGOS

En caso que no existan fondos suficientes para pagar todas las obligaciones del patrimonio separado (o en el caso de rescate anticipado), se seguirá la siguiente prelación de pagos:

1. Cargas, costos, gastos o remuneraciones a que se obliga el patrimonio separado.
2. Pago de intereses de los títulos de la Serie A1.
3. Amortización de capital de los títulos de la Serie A1.
4. Pago de intereses de los títulos de la Serie B1.
5. Amortización de capital de los títulos de la Serie B1.
6. Pago de intereses de los títulos de la Serie C1.
7. Amortización de capital de los títulos de la Serie C1.
8. Pago de intereses de los títulos de la Serie D1.
9. Amortización de capital de los títulos de la Serie D1.
11. Pago de intereses de los títulos de la Serie E1.
12. Amortización de capital de los títulos de la Serie E1.
13. Pago de intereses de los títulos de la Serie F1.
14. Amortización de capital de los títulos de la Serie F1.

AMORTIZACIÓN E INTERÉS DE LAS SERIES MEZZANINES

Según las tablas de desarrollo teóricas, los intereses de las series mezzanine son capitalizados período a período, siendo pagados en enero de 2043 junto con la amortización del saldo insoluto acumulado.

En la práctica, sin embargo, estos intereses podrán ser pagados en la fecha de pago del cupón respectivo, siempre que se cumplan las siguientes condiciones:

- una o más series mezzanines cumplan con la condición para el pago de intereses aplicable a dicha serie.
- el monto total disponible para el pago de tales series sea superior a UF 300.

Por lo tanto, en el caso que hayan sido pagados los intereses y amortización de la serie A1 respectivos y los excedentes superen las UF 300, se pagarán los intereses de las B1, C1 y así sucesivamente. En el caso que se paguen los intereses de todas las series mezzanine y aun existan recursos disponibles, se prepagarán láminas de la serie A1 preferente.

Esto, hasta completar el pago de toda la serie preferente, para luego comenzar a prepagar la serie B1, C1 y así sucesivamente.

Adicionalmente, existe la posibilidad de vender cartera en caso de iliquidez.

La emisión contempla mantener en todo momento un Fondo de Reserva de UF 1.000.

INGRESOS POR PREPAGO E INVERSIONES

Con los ingresos provenientes de los prepagos (tanto parciales como totales) y la recuperación de viviendas, el emisor deberá optar por uno de los siguientes mecanismos:

1. Sustituir íntegramente los contratos prepagados total o parcialmente, por otros contratos de características de riesgo similares a las de los contratos que se pagan anticipadamente.
2. Rescatar anticipadamente y por sorteo títulos de deuda de la Serie A, hasta alcanzar la suma de los recursos acumulados en estos fondos del patrimonio DE acuerdo a lo señalado anteriormente, esta será la opción más utilizada por el patrimonio.

La Securitizadora está facultada a invertir los ingresos netos de caja del patrimonio separado, cuyas inversiones se contabilizan en la cuenta "Valores Negociables", en los siguientes instrumentos:

- ✓ Títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile, Bonos Leasing Ministerio de Vivienda y Urbanismo, y en general títulos emitidos por el Estado y/o por sus organismos dependientes y/o que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor hasta su total extinción.
- ✓ Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizadas por éstas.
- ✓ Letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras.

- ✓ Bonos y efectos de comercio, emitidos por empresas públicas y privadas, cuya emisión haya sido registrada en las respectivas Superintendencias.
- ✓ Cuotas de fondos mutuos que inviertan en renta fija de corto plazo nacional preferentemente, o en el caso que ya se encuentre acumulado en instrumentos de corto plazo una cantidad que asegure los pagos del patrimonio separado (vencimiento de cupones y gastos del siguiente período), se podrá invertir los ingresos adicionales en instrumentos de largo plazo.

Características del Activo de Respaldo

El activo subyacente que respaldará esta primera emisión se encuentra constituido por 1.172 contratos, entre mutuos hipotecarios y contratos de leasing habitacional. En esta oportunidad, los originadores corresponden a Agente Administrador de Mutuos Hipotecarios Andes, Hipotecaria Security Principal (los dos primeros, en adelante llamados “Casa Nuestra”) e Hipotecaria La Construcción. El saldo insoluto total de la cartera alcanzará un monto cercano a UF 714.000.

Los contratos originados por Casa Nuestra son prácticamente nuevos (2 meses en el caso de los mutuos hipotecarios y 4 meses para los contratos de leasing habitacional) mientras que en el caso de Hipotecaria La Construcción corresponden a contratos más maduros.

En línea con esto, y dada la evolución de las tasas de interés durante los últimos años, se observa que las tasas registradas por los contratos de Hipotecaria La Construcción son mayores a las de Casa Nuestra.

Por otra parte, las cuatro carteras presentan relaciones dividiendo/renta apropiada y LTV apropiadas. En el caso de Hipotecaria La Construcción, menores al 60% dada la antigüedad de los contratos. Para Casa Nuestra, la relación deuda/garantía alcanza al 70% en mutuos y 48% en leasing (explicado por el bajo monto de estos contratos). Gran parte de los contratos posee subsidios al pie.

Adicionalmente, existen 2 tipos de subsidios adicionales que mejoran significativamente el riesgo de crédito de la cartera:

- ✓ Garantía de remate: Dependiendo del precio de la vivienda (P), con tope de 200 UF, previa notificación del remate de la vivienda al SERVIU, con 30 días de anticipación. Incluye intereses, costos de cobranza y costos judiciales.

Este subsidio disminuye casi totalmente el riesgo de crédito, dado que el Estado garantiza, en caso de default, el pago del saldo insoluto corregido. De esta manera, el riesgo de default se convierte casi totalmente en riesgo de liquidez.

- ✓ Beneficio al pago oportuno: Quienes se encuentren al día con el pago de sus dividendos de viviendas adquiridas con subsidio, contarán con el beneficio adicional que consiste en rebajar el monto del crédito hipotecario, según sea el monto inicial.

Originador	Activos Securitizados			
	N°	Saldo Insoluto	Dividendo	Tasa
MH Casa Nuestra	183	UF 200.813	UF 7,1	6,0%
MH HLC	540	UF 259.709	UF 3,8	6,6%
LH Casa Nuestra	261	UF 149.347	UF 5,2	9,2%
LH HLC	188	UF 104.149	UF 6	9,6%
Total	1.172	UF 714.018		

Originador	Activos Securitizados		
	Madurez	Remanente	Morosidad
MH Casa Nuestra	2 meses	288 meses	0,05 meses
MH HLC	70 meses	236 meses	0,7 meses
LH Casa Nuestra	4 meses	228 meses	0,04 meses
LH HLC	62 meses	182 meses	1,09 meses

Originador	Activos Securitizados			
	SI Promedio	Garantía	LTV	Div. Renta
MH Casa Nuestra	UF 1.097	UF 1.520	70%	17,7%
MH HLC	UF 480	UF 948	48%	16,3%
LH Casa Nuestra	UF 572	UF 992	56%	17,7%
LH HLC	UF 553	UF 938	58%	18,5%

Originador	Activos Securitizados		
	Sub. Remate	Buen Pagador	Cesantía
MH Casa Nuestra	67%	67%	100%
MH HLC	75%	63%	100%
LH Casa Nuestra	100%	100%	100%
LH HLC	73%	0%	97,3%

En la sección “Proyección de Flujo de Caja” se mostrará cómo estos subsidios disminuyen la probabilidad de default de los activos.

Precio de la vivienda	Garantía estatal de remate
Hasta 1.400 UF	100%
Más de 1.400 y hasta 2.000 UF	$(187,5 - 0,0625 * P)\%$

Monto del crédito	Subvención mensual por pago oportuno
Hasta 500 UF	20%
Entre 501 y 900 UF	15%
Entre 901 y 1.200 UF	10%

Proyección Flujo de Caja

El análisis de los flujos proyectados del patrimonio separado tiene por finalidad determinar la probabilidad que estos flujos sean suficientes para cumplir, en forma oportuna, con los pagos de intereses y amortización de los títulos de deuda y los costos del patrimonio separado, en las condiciones estipuladas en el contrato de emisión.

Para proyectar la capacidad de pago del patrimonio separado, se someten las variables más importantes a distintos escenarios de comportamiento. Las condiciones de stress a las que el flujo de caja de la cartera es sometida, como pérdidas por cesación de pagos (default), costos y pérdida en la liquidación de las garantías, morosidad y prepagos, dependerán del escenario que se esté considerando. Así para una clasificación "AAA" se estiman condiciones más severas que para una clasificación "A".

Se proyectaron los siguientes flujos:

- ✓ Ingresos generados por activos
- ✓ Costos del patrimonio separado
- ✓ Pérdida potencial
- ✓ Liquidación de Garantías
- ✓ Prepagos
- ✓ Ingresos Financieros y Retiros de Excedentes y otros

Es importante destacar que los supuestos y valores originales del modelo son ajustados de acuerdo al comportamiento histórico que registre el patrimonio separado. De esta manera, si se registran mayores niveles en alguna de las variables críticas, éstas serán ajustadas respecto de los valores supuestos por defecto en el modelo.

• Ingresos generados por activos

Los ingresos generados por los activos que conforman el colateral, se proyectan bajo el supuesto que todos los pagos se hacen en los montos y fechas acordadas en los contratos firmados por los deudores. Este ingreso nos entrega una base, sobre la cual se realizarán los ajustes necesarios.

• Costos del patrimonio separado

Se proyectan los diferentes ítems de costos del patrimonio separado en base a los montos estipulados en el contrato de emisión de los títulos de deuda (y sus posteriores modificaciones), ajustándolos en relación a las tarifas del momento y los máximos establecidos en el contrato, de manera que, en caso de cambio de alguno de los agentes involucrados en el proceso, los costos del patrimonio separado no se vean alterados de manera significativa y se pueda mantener la capacidad de pago.

• Pérdida potencial

Este análisis tiene como objeto determinar las pérdidas potenciales que debieran esperarse en la cartera de activos por cesación de pagos o default. El cálculo de la pérdida potencial nos indica, en primera instancia, el tamaño mínimo del sobrecolateral que debe ser entregado al momento de la emisión de los títulos de deuda.

Para el cálculo de la pérdida potencial, y cómo afecta al flujo final del patrimonio separado, distinguimos 2 etapas: el cálculo de la pérdida y su aplicación al flujo de caja.

La pérdida potencial se calcula multiplicando la probabilidad de incumplimiento de los pagos de la cartera, por la cantidad de contratos del colateral en el punto de corte, es decir, en el primer período a proyectar.

Para cada tipo de activo que pueda formar parte del colateral, existen supuestos sobre su probabilidad de default. Los supuestos sobre los cuales se estima esta pérdida máxima son más estrictos mientras mejor sea la clasificación de riesgo que se desea obtener. La tabla base de probabilidad de default para mutuos hipotecarios y contratos de Para cada tipo de activo que pueda formar parte del colateral, existen supuestos sobre su probabilidad de default. Los supuestos sobre los cuales se estima esta pérdida máxima son más estrictos mientras mejor sea la clasificación de riesgo que se desea obtener.

Clasificación	Probabilidad Default Mutuos Hipotecarios	Probabilidad Default Leasing Habitacional
AAA	15%	24%
AA	12%	19%
A	8%	13%
BBB	6%	9%
BB	3%	5%
B	1%	3%

En la medida que las características de los contratos que componen la cartera a evaluar difieren de la cartera base, su probabilidad de default puede aumentar o disminuir, dependiendo de la variable y el sentido en que difieren. Por lo tanto, para calcular con mayor precisión la pérdida potencial esperada, se calcula la probabilidad de default ajustada para cada contrato, en base a las diferencias con el contrato de la cartera tipo y según las siguientes características:

- ✓ Cantidad de préstamos en la cartera
- ✓ Relación Deuda / Garantía
- ✓ Relación Carga Financiera / Ingresos
- ✓ Destino de la vivienda (Primera vivienda, Vacaciones, Inversión)
- ✓ Trabajador dependiente o independiente
- ✓ Historial crediticio del deudor y aval
- ✓ Tasa de interés variable o fija
- ✓ Madurez del préstamo

- ✓ Plazo residual del préstamo
- ✓ Monto del préstamo
- ✓ Respeto de las políticas de originación
- ✓ Información completa y confiable
- ✓ Seguro de cesantía
- ✓ Concentración Geográfica

En base a estas variables, y dadas las características de cada uno de los contratos que conforman la cartera de activos del patrimonio separado, se obtuvo la tabla de Probabilidades de Default Modificadas.

La tabla de default modificada es la siguiente:

Clasificación	Probabilidad de Default Bruta			
	Pérdida Esperada (MH)		Pérdida Esperada (LH)	
	CN	HLC	CN	HLC
AAA	13,55%	12,69%	19,17%	24,14%
AA	10,84%	10,15%	15,18%	19,11%
A	7,23%	6,77%	10,39%	13,08%
BBB	5,42%	5,08%	7,19%	9,05%
BB	2,71%	2,54%	3,99%	5,03%
B	0,9%	0,85%	2,40%	3,02%

La capacidad de pago de una cartera en particular, dependerá en gran medida de la forma en que apliquemos la pérdida potencial calculada al flujo proyectado. El modelo utilizado por ICR en la aplicación de la pérdida potencial a los flujos proyectados no es lineal, reconociendo que una mayor cantidad de defaults se producen al segundo año, y presenta las siguientes características:

- ✓ Las pérdidas se comienzan a aplicar a partir del mes 13, en forma creciente hasta el mes 24.
- ✓ A partir del mes 24 y hasta el mes 36, las pérdidas por mes se mantienen constantes.
- ✓ A partir del mes 36 y hasta el mes 72, las pérdidas aplicadas comienzan a descender.
- ✓ Al mes 72 se han aplicado el 100% de las pérdidas.
- ✓ De esta manera, se calcula la cantidad de contratos que caen en default cada mes, desde el mes 13 hasta el mes 72.

• Liquidación de Garantías

Ante la cesación de pagos de 1 o más contratos, y luego de pasar por los trámites legales correspondientes, se procede al remate de las viviendas dejadas en garantía, con el fin de recuperar el saldo insoluto aún adeudado, constituyéndose en un ingreso a ser considerado en el flujo de caja.

El monto a recuperar de la liquidación de las garantías dependerá de la pérdida en el valor de la garantía, de los costos legales de liquidación, y de los intereses devengados acumulados al momento de la liquidación. La tabla base para las viviendas es la siguiente:

Clasificación	% Pérdida valor de la vivienda
AAA	55%
AA	48%
A	44%
BBB	40%
BB	35%
B	28%

El tiempo estimado entre el momento en que se produce la cesación de pagos y el ingreso de los flujos por la liquidación de las garantías se estima en 18 meses.

La tabla de default, luego de la recuperación inicial (es decir, aquella que no considera el subsidio de remate) es la siguiente:

Clasificación	Probabilidad de Default Neta de Recuperaciones			
	Pérdida Esperada (MH)		Pérdida Esperada (LH)	
	CN	HLC	CN	HLC
AAA	10,85%	7,69%	13,3%	17,27%
AA	7,64%	4,87%	8,71%	11,46%
A	4,7%	2,79%	5,24%	6,98%
BBB	3,23%	1,76%	3,14%	4,24%
BB	1,43%	0,69%	1,42%	1,95%
B	0,39%	0,16%	0,63%	0,85%

El modelo que ICR utiliza en la aplicación de la recuperación por liquidación de garantías a los flujos proyectados no es lineal, reconociendo el diferencial estimado de 18 meses y presenta las siguientes características:

- ✓ Los recuperos se comienzan a aplicar el mes 31, en forma creciente hasta el mes 43.
- ✓ A partir del mes 43 y hasta el mes 56 los recuperos por mes se mantienen constantes.
- ✓ A partir del mes 57 y hasta el mes 91 los recuperos aplicados comienzan a descender.
- ✓ Al mes 91 se han aplicado el 100% de los recuperos.

De esta manera, se distribuyen los ingresos generados por liquidación de garantías, desde el mes 31 hasta el mes 91.

Por último, la tabla de default luego de considerar el subsidio de remate es:

Clasificación	Probabilidad de Default Neta Final			
	Pérdida Esperada (MH)		Pérdida Esperada (LH)	
	CN	HLC	CN	HLC
AAA	5,71%	1,84%	0,11%	0,93%
AA	4,08%	1,20%	0,01%	0,36%
A	2,54%	0,70%	0,00%	0,15%
BBB	1,76%	0,45%	0,00%	0,03%
BB	0,80%	0,18%	0,00%	0,00%
B	0,23%	0,04%	0,00%	0,00%

- Prepagos

El riesgo de prepago se produce dado que, para cumplir a cabalidad con las obligaciones generadas por la emisión de títulos de deuda, se necesita recaudar al menos parte del spread generado por la diferencia entre la tasa de los bonos emitidos y la tasa de los contratos que forman la cartera de activos del patrimonio separado. Esto, en virtud que el valor par del bono, al momento de la emisión, es mayor al valor par de la cartera.

Los montos de prepago afectan el comportamiento del flujo de caja de dos maneras: primero, porque se reciben ingresos antes de lo planificado; y segundo, porque estos pagos anticipados reducen el saldo insoluto de la cartera, disminuyendo los ingresos futuros por intereses que ésta genera. El valor del crédito es relevante, ya que a mayor monto se espera una probabilidad de prepago superior.

Clasificación	Tasa de Prepago (ponderador)
AAA	3,2
AA	2,5
A	2
BBB	1,5
BB	1,3
B	1
Base	0,4%

En la estructuración del flujo de caja, ICR consideró como base un 0,4% de tasa de prepago anual para los bonos securitizados respaldados con mutuos hipotecarios y contratos de leasing habitacional.

- Ingresos Financieros y Retiros de Excedentes y otros

Para completar el análisis del flujo de caja generado por el patrimonio separado, no se consideran ingresos financieros por concepto de inversión de los recursos, adoptando un criterio conservador en esta materia.

Consecuentemente con este criterio, en la construcción del flujo de caja se ha considerado que no existe la posibilidad de comprar nueva cartera para sustituir los contratos con pagos anticipados, ya sean éstos forzados o voluntarios. Así, los recursos acumulados provenientes de prepagos y liquidación de activos se utilizan en el rescate anticipado de títulos de deuda de la serie preferente.

El rescate anticipado mitiga en parte los efectos negativos que producen los prepagos, al disminuir el spread de intereses necesario para cumplir con las obligaciones del patrimonio separado. Esto, sin embargo, cambia las tablas de pago de la serie respecto a los plazos y montos originales, reduciendo el duration del bono.

- Resultado del Flujo de Caja

Los flujos de ingresos calculados en el caso en que todos los pagos de la cartera de créditos fuesen realizados en los plazos y montos pactados, fueron modificados de acuerdo a los niveles de default y prepagos calculados. A éstos flujos se le restan los gastos del patrimonio separado y se obtienen los excedentes o déficit de caja mes a mes. Los flujos finales mensuales, acumulados en un fondo de reserva (no incluye ingresos por prepagos y liquidaciones), deben ser siempre positivos y suficientes para el pago de todas las obligaciones contraídas por el patrimonio separado.

Por otra parte, los ingresos mensuales producidos por prepagos y liquidación de garantías (netos de gastos de liquidación) se utilizan para pagar la serie senior de los títulos de deuda emitidos.

Definición de Categorías

Bono Securitizado

CATEGORÍA AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa antes posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

CATEGORÍA AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

CATEGORÍA A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

CATEGORÍA BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

CATEGORÍA BB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero esta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de intereses y el capital.

CATEGORÍA C

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN				
Fecha	Serie	Clasificación	Tendencia	Motivo
23 – Ago – 17	A1	AAA	Estable	1° Clasificación
23 – Ago – 17	B1	AA	Estable	1° Clasificación
23 – Ago – 17	C1	A	Estable	1° Clasificación
23 – Ago – 17	D1	BBB	Estable	1° Clasificación
23 – Ago – 17	E1	BB	Estable	1° Clasificación
23 – Ago – 17	F1	C	Estable	1° Clasificación

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.