



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Transa Securitizadora Primer Patrimonio Separado

Febrero 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.



CLASIFICADORA DE RIESGO

TRANSA SECURITIZADORA S.A.
Primer Patrimonio Separado

SERIE B	BB
CREDITWATCH	NEGATIVO

Contactos Matthias Casanello, Marcelo Arias. Fono: 56 (2) 757 0400

Clasificaciones

	Diciembre 2006	Diciembre 2007	Diciembre 2008	Mayo 2009	Febrero 2010
Serie A	A	A	-	-	-
Serie B	A	A	A	BBB	BB
CreditWatch	-	-	-	Negativo	Negativo

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización
Emisor: Transa Securitizadora S.A.
Fecha emisión: 1 de diciembre de 1996
Monto original: Serie A: UF 163.000. Serie B: UF 139.000
 Total: UF 302.000
Monto residual: Serie B: UF 126.014
Plazo original: Serie A: 11,5 años. Serie B: 24,5 años, con 11,5 años de gracia de capital.
Plazo residual: Serie B: 12,0 años
Tasa de interés bonos: Serie B : 6,3%
Colateral inicial: 373 MHE, con valor par de UF 277.775
Colateral actual: 207 MHE, con valor par de UF 79.891
Tasa interés colateral: 9,8% anual
Originadores: Mutuocentro, Credycasa, CB, Hogar y Mutuos, Penta Hipotecario.
Administradores primarios: Transa (ACFIN), Hogar y Mutuos, Penta Hipotecario.
Administrador maestro: Transa Securitizadora

FUNDAMENTACION

La baja de clasificación de los títulos de deuda obedece al deterioro del calce de la estructura producto de la reinversión de los fondos de prepagos voluntarios y recuperación de activos fallidos en nuevos financiamientos de vivienda, con un perfil de plazos que no se condice con los compromisos de pago asumidos en los bonos y un nivel de riesgo mucho mayor a los activos adquiridos originalmente. Si bien durante 2009 no creció el volumen de inversión en nuevos financiamientos de vivienda, la morosidad de los activos adquiridos con los recursos no operacionales se incrementó significativamente. Colabora también en la situación de calce una lenta y costosa gestión de recuperaciones de activos fallidos.

Dada la actual situación de activos y pasivos del patrimonio separado, el pago en tiempo y forma de los títulos de deuda depende en gran medida de la liquidación en el mediano de plazo de los activos adquiridos con los fondos no operacionales, escenario que, dada la coyuntura por la que atraviesa esta transacción, se estima no compatible con la asignación de "grado de inversión". Feller Rate continuará monitoreando la gestión de los recursos no operacionales, de no materializarse una reducción

significativa de la exposición en nuevos financiamientos de viviendas, con adecuado *timing* y resultados, la clasificación de los bonos podría verse reducida, a lo que obedece la asignación de *CreditWatch Negativo*.

La relación entre activos y bonos está en torno a 106%. En tanto, el volumen de contratos adquiridos con los recursos disponibles de prepagos y recuperaciones de operaciones fallidas representa el 30% de los activos de respaldo. Si bien durante 2009 no se registraron mayores variaciones en el volumen de dicha cartera, los quiebres al alza de sus tramos de alta morosidad fueron muy significativos. A título de ejemplo, el tramo de 6 o más cuotas morosas de los activos no operacionales pasó de 7,5% a 13,0% y, al cierre de año, el tramo de 12 o más cuotas morosas llegó al 6,5%.

La cartera adquirida originalmente también denota cierta alza de su morosidad en el último año. Sin embargo, ésta es mucho más acotada, manteniéndose el comportamiento en rangos bastante mejores a los descritos en el párrafo precedente. A su vez, el prepago ha sido relativamente uniforme, con niveles muy controlados.

En otro orden, la desvalorización de las viviendas liquidadas ha sido adecuada en relación a gestiones comparables. No obstante, los plazos de recuperación y costos asociados al proceso han sido significativamente elevados, afectando el flujo de recuperación efectivo destinado a cuentas no operacionales, por medio de la extracción de cuotas morosas y devolución de gastos de cobranza a la cuenta operacional.

Principales Indicadores

	Dic.2006	Dic.2007	Dic.2008	Sep.2009
Morosidad dinámica*				
1 dividiendo moroso	9,8%	13,3%	8,0%	11,6%
2 dividendos morosos	3,6%	4,8%	4,2%	1,4%
3 dividendos morosos	4,7%	2,8%	3,8%	2,4%
4 o más dividendos morosos	7,6%	7,2%	8,0%	12,1%
Total morosos	25,7%	28,1%	23,9%	27,5%
Incumplimiento potencial**				
Mora mayor a 180 días	4,3%	2,1%	2,9%	4,8%
Incumplimientos reales	7,2%	7,8%	8,6%	8,6%
Total incumplimiento potencial	11,5%	9,9%	11,5%	13,4%
Prepagos acumulados***	19,5%	23,6%	25,1%	25,8%

*Porcentaje respecto al n° de operaciones vigentes

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

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

Primer Patrimonio Separado

DESEMPEÑO DEL COLATERAL

Características de la cartera

El colateral está compuesto en su totalidad por mutuos hipotecarios endosables, destinados a financiar viviendas del estrato económico medio. Si bien la morosidad es alta, incluso para este tipo de préstamos, en un contexto general se aprecia estabilidad y las relaciones deuda a garantía de las operaciones son bajas, acotando la exposición al riesgo crediticio. No obstante, en los últimos dos años se aprecia un alza en los niveles de morosidad de 4 o más aportes.

A continuación se presenta un resumen con las características de los mutuos hipotecarios vigentes a la fecha, en lo que destaca la relación deuda a garantía y plazo residual promedio que alcanzan a 42,5% y 92 meses, respectivamente.

Resumen de la Cartera

(Información al 30 septiembre de 2009)

	Total
Número de mutuos	207
Valor Par (UF)	79.891
Valor garantía promedio (*) (UF)	1.091
Monto crédito original (*) (UF)	797
Crédito original / Garantía (%) (*)	73,5%
Saldo insoluto actual / Garantía (%) (*)	42,5%
Tasa de interés (%) (*)	9,8%
Nº de cuotas mensuales pagadas (*)	157
Plazo residual en meses (*)	92

(*) Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto

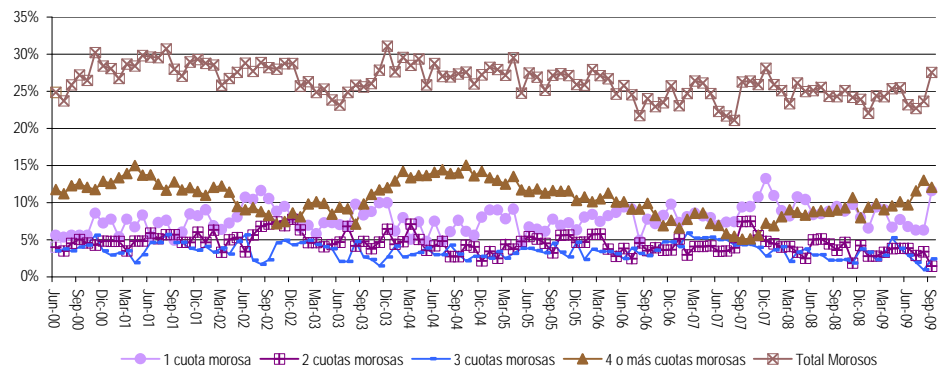
El 66,2% de las operaciones vigentes fueron originadas por Mutuocentro, el 19,3% por Credycasa, 7,2% por CB, 5,3% por Hogar y Mutuos y 1,9% por Penta Hipotecario. En tanto, un 66,2% de la cartera es administrada por Transa (bajo un esquema de asesoría operativa contratado con ACFIN), un 24,6% por Hogar y Mutuos y 9,2% por Penta Hipotecario.

Morosidad de la cartera

En los gráficos siguientes se presenta la evolución de la morosidad de la cartera entre julio de 2000 y septiembre de 2009.

Evolución Morosidad de la Cartera

(en porcentaje, medida sobre número de operaciones)



Primer Patrimonio Separado

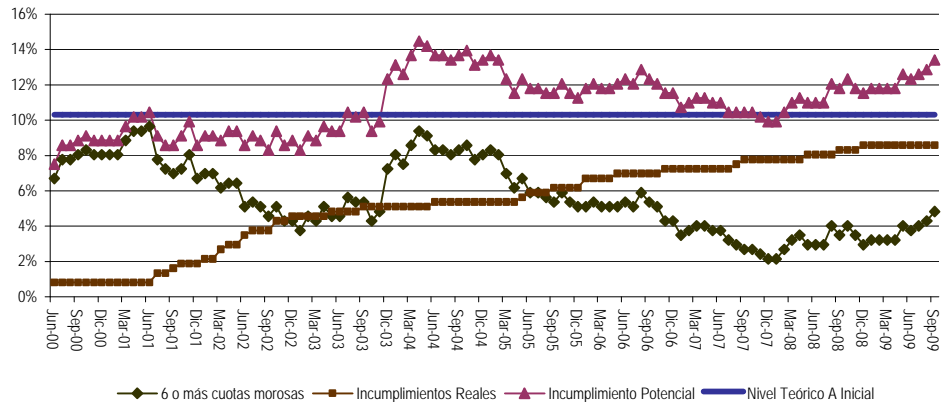
La cartera registra niveles de morosidad total estables en torno a 25% durante los últimos 4 años. En tanto, la porción de la cartera con 4 o más aportes morosos registra un quiebre al alza, en términos porcentuales respecto de la cartera vigente, a partir de septiembre de 2007.

Tras el cambio en la administración primaria realizado a mediados de 2003, los niveles de morosidad –particularmente el tramo de 4 o más aportes– evidenciaron un quiebre al alza, propio del período de transición y adecuación de la nueva gestión de cartera. En tanto, entre septiembre de 2004 y septiembre de 2007 los índices volvieron a los registros previos. A posterior, los niveles del tramo de 4 o más aportes impagos han crecido nuevamente, aunque aún se mantienen bajo los máximos históricos.

En el gráfico siguiente se presentan los niveles de incumplimiento potencial de la cartera, para el periodo comprendido entre junio de 2000 y septiembre de 2009. Este indicador es definido como la suma en cada momento de los incumplimientos reales acumulados y los contratos en cartera con mora de 180 días o más sobre el número inicial de operaciones en el patrimonio separado.

Incumplimiento Potencial de la Cartera

(En número de operaciones)



A partir de septiembre de 2007 se observa un incremento del incumplimiento potencial, influido por un aumento de los incumplimientos reales y de las operaciones con 6 o más aportes en mora, que registran una mayor alza durante el último semestre. Así, a septiembre de 2009 se han registrado 32 incumplimientos reales, que representaban un 8,6% de la cartera original, en tanto los contratos con 6 o más dividendos morosos llegaron a un 4,8%.

Prepago de operaciones, remates e incorporaciones

En el siguiente gráfico, se observa la evolución de la curva de prepago acumulado de esta cartera. Los montos de prepago histórico son relativamente bajos, acordes a los de otros portafolios de perfil similar, no observándose quiebres de tendencia drásticos como los mostrados recientemente por otras carteras hipotecarias. Esto, dado que en este patrimonio el perfil de los deudores y los montos involucrados

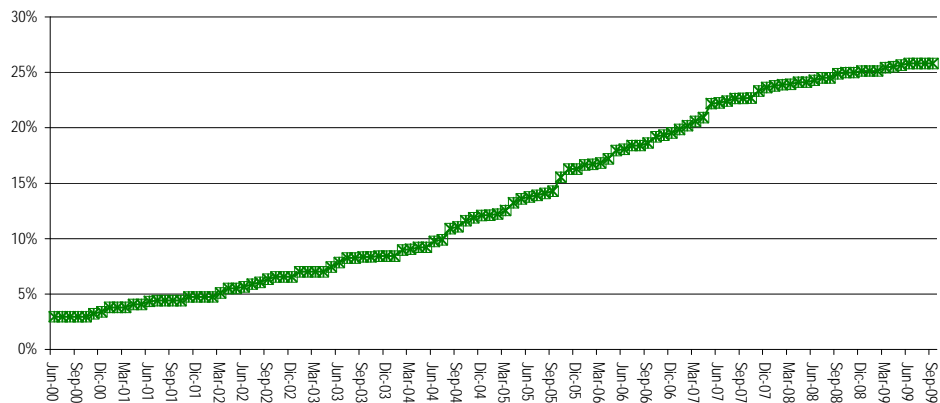
Primer Patrimonio Separado

son menores, a la vez que los créditos tienen ya un plazo de vigencia promedio superior a 13 años.

A la fecha de corte, se han realizado 138 prepagos totales y 7 prepagos parciales por un monto total de UF 71.641, equivalente a un 25,8% del valor par inicial de la cartera. En tanto, la tasa de prepagos mensual promedio anualizada sobre la cartera vigente alcanza a 4,5% durante los últimos 24 meses.

Prepago Acumulado de la Cartera

(Como porcentaje del saldo insoluto inicial de la cartera)



A septiembre de 2009, se han efectuado 30 remates, que representaban un 8% del número inicial de contratos. La securitizadora tiene como política adjudicarse la vivienda al primer remate cuando no hay postores. Esto, con el fin de conseguir un mejor precio al vender ellos la propiedad. Por esta razón, Transa se ha adjudicado parte importante de estas viviendas., de las cuales dos aún se encuentra en stock con un plazo desde la primera cuota impaga hasta el corte de 40 meses.

Los plazos de recuperación de las viviendas han estado muy por sobre los supuestos en la clasificación original. Así, el plazo promedio entre la primera cuota impaga y la fecha de venta de la vivienda es de 38 meses.

La demora en la recuperación tiene efectos desfavorables, tanto desde el punto de vista de descalce de flujos como respecto de los intereses no ganados. En todo caso, la pérdida de valor de vivienda promedio es de 31%.

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

Dado lo anterior, se han realizado 25 incorporaciones, bajo la aprobación de los clasificadores de riesgo, con un valor nominal total de UF 15.634 y una tasa de emisión promedio de 10,5%. Feller Rate ha revisado los antecedentes de estas operaciones, estimándose que no ha desmejorado la clasificación de riesgo de la emisión al momento de producirse la incorporación. Lo anterior, si bien se mantienen en cuentas de ingresos no operacionales, por prepagos y recuperaciones de activos fallidos,

Primer Patrimonio Separado

más de UF40.000 invertidos en mutuos hipotecarios que no se han incorporado a la cartera securitizada, cuyo análisis se detalla en el ítem siguiente.

Inversiones

Los flujos de ingresos procedentes del pago de dividendos se incorporan al patrimonio separado en forma mensual, mientras los pagos de cupones de bonos son semestrales. Ello junto con la formación de reservas producto del spread de tasas, genera una acumulación de fondos que han sido reinvertidos en instrumentos financieros de renta fija que ofrece el mercado.

La cláusula novena, letra A, del contrato de emisión, establece los instrumentos en que se pueden invertir las cuentas de reservas del patrimonio separado. En ésta se explicita la posibilidad de invertir en mutuos hipotecarios endosables.

Así, tradicionalmente, la securitizadora ha invertido principalmente sus fondos en mutuos hipotecarios endosables, bajo criterios que no requieren la aprobación de los clasificadores de riesgo, existiendo una exposición a incumplimiento en el pago de dividendos, iliquidez y descalce en el plazo de dichos créditos, respecto de los requerimientos estructurales.

A septiembre de 2009, la cartera de mutuos en que se han invertido los fondos no operacionales llegaba, en términos de valor par, a UF40.467, con un plazo residual y una relación deuda a garantía promedio de 17 años y 68%, respectivamente. Si bien durante el último año no se registraron mayores variaciones en los niveles de los indicadores anteriores, la morosidad de este portafolio se deterioró significativamente. Durante 2009, su mora de 6 o más aportes pasó de 7,5% a 13%, representando el tramo de 12 o más aportes morosos el 6,5% del total del portafolio al cierre de año.

La cartera de mutuos de reinversión de cuentas no operacionales representa el 30% de los activos de respaldo. Considerando que los bonos de la serie B concentran el 93% de la amortización de capital hasta julio de 2016, su plazo residual de 17 años hace patente el descalce. Por otra parte, el aumento de los niveles de morosidad refleja un significativo deterioro de su riesgo crediticio.

ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

Administración Primaria

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.

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

Durante el segundo semestre de 2003, Transa y ACFIN firmaron un convenio de asesoría operativa. Este consiste en la asesoría en la administración que Transa lleva a cabo de los mutuos hipotecarios endosables y contratos de leasing habitacional de

Primer Patrimonio Separado

su propiedad o de los patrimonios separados que administra, como así mismo, la prestación de servicios de outsourcing de los procesos de Back-Office necesarios.

De este modo, ACFIN desempeña las siguientes funciones: generación de estados de pago y correspondencia con los deudores; recaudación periódica y conciliación de información; administración y conciliación de caja; administración de seguros y otros pagos; servicio al cliente; administración de morosidad, supervisión de cobranza judicial y reposición de garantías; e informes a inversionistas y otros usuarios.

La recaudación por concepto de dividendos se efectúa en un 100% a través de Servipag. Cada pago va directamente a la cuenta corriente de cada patrimonio separado. Cada patrimonio tiene asignado un código de barra lo que minimiza los posibles errores. Diariamente se realiza un informe de rechazos y se concilia la cuenta corriente.

La cobranza pre-judicial durante los primeros 30 días de mora la realiza Acfin. Al día 31 de mora, los deudores son traspasados a Servinco quien realiza un servicio integral con cartas, llamados a través de su Call Center, visitas en terreno, acuerdos de pago (con la aprobación de Transa) y recaudación.

La cobranza judicial ha continuado con los mismos abogados, las nuevas causas se han enviado a los estudios que han dado mejores resultados. Los acuerdos de pago en esta instancia sólo se aceptan en la medida que se abone la mitad de la deuda en mora.

Transa puede acceder en línea a través de Internet a las gestiones de cobranza pre-judicial o judicial de cada cliente. Esto ha redundado en un mejor seguimiento de los deudores y respuestas rápidas que permiten corregir las acciones de cobranza que no han dado resultados.

En general, se observa una administración de la cobranza más rigurosa, con un buen manejo de la información y herramientas que permiten gestionar más expeditamente los créditos en mora.

Hogar y Mutuos

La administradora inició sus operaciones en 1995. Su objetivo principal es otorgar y administrar mutuos hipotecarios endosables a personas de ingresos medios y medios-bajos. Hogar y Mutuos gestiona del orden de 1.500 mutuos, correspondiendo casi en su totalidad a administración por cuenta de terceros. La administradora genera los avisos de pago de dividendos, en tanto la recaudación se hace en la oficina principal, Servipag y Banco Estado.

A inicios de 2005, la entidad realizó cambios en la administración y llevó a cabo un proceso de reestructuración interna, para ajustarse a un menor nivel de actividad. Posteriormente, implementó un nuevo sistema de administración de cartera que otorga un mayor grado de automatización, especialmente en el tratamiento de las remesas y en las alertas que entrega cuando un cliente entra en mora. Con todo, el período de ajuste ha repercutido en una inestabilidad de sus indicadores de mora, que se suma a un desfavorable comportamiento histórico.

En general, los procedimientos de cobranza y seguimiento están documentados y en el último tiempo, se reforzaron. La cobranza prejudicial comienza al primer día de vencimiento de la cuota mediante llamadas telefónicas. Al segundo mes del

Primer Patrimonio Separado

vencimiento, por orden de la administradora, Dicom envía una carta al deudor, en la que le informa que de no pagar en los próximos 30 días será incorporado en su base de datos de morosos. Al cuarto mes, se da aviso del comienzo de la cobranza judicial en los próximos 30 días, a no ser que la mora sea cancelada.

Penta Hipotecario

Durante 2003, la sociedad enfrentó un proceso de profunda transformación que involucró cambios en la administración, reorientación de mercado objetivo hacia el segmento ABC1 y dependencia de la compañía de seguros de vida del grupo Penta. Lo anterior, implicó readecuar y fortalecer sus procedimientos de originación y administración de activos, como también integrar sus sistemas y realizar desarrollos adicionales, como el diseño de un sistema de work-flow y un sistema para el producto hipotecario. Así, la gestión del producto hipotecario se integró al esquema de administración única de Penta Vida. En este contexto, las gestiones de cobranza se realizan de forma centralizada para todas las líneas de producto de la compañía de seguros.

La emisión de dividendos, se realiza en forma automática, siendo enviado por correo a los deudores. La empresa está estudiando cambiar el servicio de correspondencia e incorporar medios electrónicos en la medida de lo posible (dependiendo del tipo de deudor).

Servipag y el Banco de Chile –como banco concentrador de recaudaciones- le provee el servicio de recaudación de los dividendos al día y hasta 15 días después de vencido el plazo de pago. Ambas entidades tienen experiencia en la administración de grandes volúmenes de pago. Además, Penta promueve la utilización de sistemas de pagos automáticos (PAC). Este medio de pago es más relevante en la cartera originada con posterioridad a su integración a Penta Vida.

La cobranza prejudicial está a cargo de SERVINCO, que genera información diaria de recaudación por parte de ellos, y realiza la actualización semanal de los antecedentes de los deudores morosos, con el objetivo de evaluar y controlar la gestión de cobranza más estrechamente. El servicio de SERVINCO incluye llamada telefónica, aviso por correspondencia, convenios para actualizar los dividendos impagos, antecedentes del retraso e informes de gestión de los deudores en mora. Como parte del seguimiento de la cartera se realizan reuniones mensuales.

Los deudores en cobranza judicial se traspasan a un estudio de abogados externo. Para llevar un seguimiento más estrecho de los procesos, se está diseñando e implementando un nuevo procedimiento de control de la gestión legal.

La cobranza de los deudores en mora es similar a la del mercado. El deudor moroso recibe telegramas y llamadas telefónicas en el primer mes de atraso. Al segundo mes se le envía un aviso de cobranza prejudicial y se informa a DICOM. Al tercer dividendo impago se informa al deudor del envío a cobranza judicial. Puede gestionarse con el deudor la documentación de la deuda impaga, si el plan es coherente a su capacidad de pago, u ofrecerle la propiedad en venta.

Durante el año 2008, destaca la creación de la Estructura de Normalización del Grupo Penta, a cargo de la gestión sobre operaciones de leasing, factoring y cartera hipotecaria. Esta unidad, que inició actividades durante el segundo trimestre y ha sido conformada por gente de experiencia en el rubro, cumple funciones relaciona-

Primer Patrimonio Separado

das con la gestión de cobranza telefónica y extra-judicial, a través de SERVINCO o de ejecutivos internos, así como con la cobranza judicial a cargo de un abogado y el nexa con varios estudios jurídicos.

Administración Maestra

Transa Securitizadora es quien realiza esta labor. La entidad partió a principios de 1996, siendo la primera securitizadora en operar en el país y, a la fecha, ha conformado ocho patrimonios separados, con mutuos hipotecarios endosables y contratos de leasing habitacional como colaterales. El total emitido en los patrimonios separados conformados supera los 3 millones de UF.

La propiedad de la entidad está dividida en dos accionistas mayoritarios: Servihabit, relacionado a Leasing Habitacional Chile, posee el 62% y Leasing Habitacional Chile es dueña del 38% restante.

La securitizadora enfrentó un proceso de reforzamiento de su estructura, con el fin de superar ciertas debilidades detectadas en cuanto a controles, sistemas, políticas y procedimientos de gestión, así como respecto de la ausencia de una política definida para el tratamiento de las operaciones con entidades relacionadas.

La securitizadora finalizó la etapa de formalización y consolidación de sus procesos y mecanismos de control, y los procesos y políticas actuales se encuentran debidamente documentados en manuales. Así también se ha elaborado un plan de contingencia, que contempla entre otras cosas el *back up* semanal de la información almacenada en su sistema.

Ha contribuido de manera importante al fortalecimiento de la administración maestra, su sistema de información denominado SAM, desarrollado por Infovalor, empresa relacionada a Transa Securitizadora a través de propietarios comunes.

El sistema, que fue validado por KPMG, en cuanto a su confiabilidad, se encuentra operativo desde noviembre de 2002. Esto ha significado para la securitizadora contar con información confiable y validada de su cartera, lo que permite manejar información de manera eficiente para tomar decisiones en forma ágil y oportuna. Hoy la securitizadora es capaz de generar en un tiempo razonable los reportes de seguimiento de cartera, informes de gestión por portafolio, conciliación de remesas, historiales de mora y la ubicación de sus contratos.

La securitizadora realiza reuniones periódicas con sus administradores primarios para analizar el desempeño de los patrimonios separados y evaluar los cursos de acción a seguir en lo que se refiere a la evolución de la mora, especialmente los casos con 4 o más aportes en mora, los casos en cobranza judicial y los niveles de prepago.

Asimismo, como parte del seguimiento de sus patrimonios la securitizadora efectúa proyecciones de flujo de caja de cada patrimonio separado, modelando ajustes y sensibilizando ante escenarios de *stress*.

PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

La metodología de Feller Rate considera un ajuste a la cartera de mutuos, de modo de reflejar sus pérdidas potenciales ante una eventual crisis económica. La magnitud de la crisis es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo. Así, los

Primer Patrimonio Separado

supuestos correspondientes a un escenario AAA son más exigentes que para uno AA. A su vez, los asociados a un escenario AA son más exigentes que para un escenario A.

Para el seguimiento de los patrimonios separados, la metodología contempla ajustes a la cartera y estimación de incumplimientos residuales, conforme a lo estimado para otorgar la clasificación inicial y los incumplimientos reales registrados a la fecha de corte. No obstante, si el desempeño histórico del portafolio no se ajusta a las proyecciones iniciales, los índices se corrigen 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.

Cartera de mutuos

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 30 de septiembre de 2009.
- Se proyectaron los flujos esperados de dividendos a partir de la fecha de corte.
- Se calculó la cantidad de mutuos fallidos sobre la base de los supuestos. Luego, se aplicaron al flujo de caja estimado a partir mes 13, desde la fecha de referencia, en forma lineal y durante 36 meses.
- Se estimaron las recuperaciones producto de la liquidación de las garantías asociadas a los mutuos fallidos a partir del mes 18 de producido el incumplimiento.
- Con el producto de las recuperaciones y prepagos se realizaron sorteos de bonos o reinversión en activos, según lo establecido en el contrato de emisión.
- Se obtuvo una proyección depurada de ingresos antes de gastos.
- Se estimaron los diversos componentes de gastos para cada período: clasificación de riesgo, auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, custodia de títulos, administración de mutuos y otros.
- Se obtuvo un flujo de ingresos de la cartera de mutuos, neto de gastos.

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

Primer Patrimonio Separado

Bonos

La emisión de bonos fue por un total de U.F. 302.000 dividido en dos series A y B por UF 163.000 y UF 139.000, respectivamente. En julio de 2008 y, de acuerdo a lo programado en la tabla de desarrollo original, la serie A se pagó completamente. En tanto, a julio de 2009, inmediatamente después del pago de cupón, las características de la series B son las siguientes:

- Serie B: Monto y plazo residual de UF 126.014 y 12 años, respectivamente. Los pagos son semestrales y la tasa de interés de emisión es del 6,3%. Los bonos contemplan cupones en torno a UF 11.000 hasta julio de 2016 – concentrando un 93% de la amortización de capital- y cupones en torno a UF 1.000 en adelante.

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 soporta el servicio de los bonos se compararon los flujos netos de cartera fallida y gastos y los flujos de los bonos y:

- Se tomaron los saldos en las cuentas de ingresos operacionales (UF 10.456) e ingresos extraordinarios (UF40.927) al 30 de septiembre de 2009. Esto, tomando en cuenta a valor par los fondos invertidos en mutuos hipotecarios.
- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficits 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 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 fueron sensibilizados ante diferentes niveles de prepagos voluntarios, número de contratos fallidos, pérdida de valor y plazos de recuperación de las viviendas. Los flujos proyectados resisten niveles de estrés acordes con una clasificación de riesgo categoría BB, permitiendo el pago de los cupones restantes de la serie senior.

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

- Se registra una crisis crediticia durante los primeros 36 meses de la proyección. Esto, asumiendo una caída total del 7% de la cartera securitizada vigente, con niveles de desvalorización de viviendas de los contratos fallidos del 35% y plazos de recuperación de 24 meses.
- Se mantienen durante la proyección niveles de prepago acordes con la historia del patrimonio separado.

En los escenarios de sensibilización definidos, la proyección de flujos de caja contempla el rescate de bonos senior con los futuros ingresos extraordinarios por pre-

Primer Patrimonio Separado

pagos y recuperaciones de activos fallidos. En tanto, se liquida la cartera de mutuos adquirida con ingresos no operacionales a valor par.