



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Transa Securitizadora Segundo 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.
Segundo 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	A	-	-
Serie B	A	A	A	BBB	BB
Creditwatch	-	-	-	Negativo	Negativo

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización
Emisor: Transa Securitizadora
Fecha emisión: 1 de mayo de 1997
Monto original: Serie A: UF 168.000. Serie B: UF 143.000 Total: UF 311.000
Monto residual: Serie B: UF 130.111
Plazo original: Serie B: 24,5 años con 11,5 años de gracia para el capital.
Plazo residual: Serie B: 12,5 años
Tasa de interés bonos: Serie B: 6,3%
Colateral inicial: 380 MHE, con un valor par de UF 282.185.
Colateral actual: 247 MHE, con un valor par de UF83.949.
Tasa interés MHE: 9,8%.
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 100%. En tanto, el volumen de contratos adquiridos con los recursos disponibles de prepagos y recuperaciones de operaciones fallidas representa el 24% 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 6,1% a 23,8% y, al cierre de año, el tramo de 12 o más cuotas morosas llegó al 15,9%.

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 dividendo moroso	6,7%	6,7%	7,0%	5,6%
2 dividendos morosos	3,2%	4,0%	4,1%	3,6%
3 dividendos morosos	2,9%	2,7%	2,6%	2,4%
4 o más dividendos morosos	5,8%	6,7%	6,7%	8,1%
Total morosos	18,5%	20,0%	20,4%	19,8%
Incumplimiento potencial**				
Mora mayor a 180 días	2,9%	3,9%	2,6%	2,9%
Incumplimientos reales	3,7%	4,2%	4,2%	4,5%
Total incumplimiento potencial	6,6%	8,2%	6,8%	7,4%
Prepagos acumulados***	22,3%	23,9%	26,0%	27,1%

*Porcentaje respecto al nº de operaciones vigentes

**Porcentaje respecto al nº operaciones iniciales de la cartera

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

Segundo Patrimonio Separado

DESEMPEÑO DEL COLATERAL

Características de la cartera

El colateral está compuesto en un 100% por mutuos hipotecarios endosables, destinados a financiar viviendas del estrato económico medio. A la fecha de análisis, el plazo de vigencia promedio de la cartera es de más de 12 años y las relaciones deuda a garantía son bajas, acotando su exposición al riesgo crediticio.

A continuación se presenta un resumen con las características de las operaciones vigentes a septiembre de 2009, en lo que destaca la relación deuda a garantía y el plazo residual promedio de 42% y 7,5 meses, respectivamente.

Resumen de la Cartera

<i>(A septiembre de 2009)</i>		Total
Número de mutuos		247
Valor Par (UF)		83.949
Valor garantía promedio (*) (UF)		1.077
Monto crédito original (*) (UF)		780
Crédito original / Garantía (*)		72,6%
Saldo insoluto actual / Garantía (*)		41,5%
Tasa de interés anual (*)		9,8%
Nº de cuotas mensuales pagadas (*)		149
Plazo residual en meses (*)		90

(*) Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto

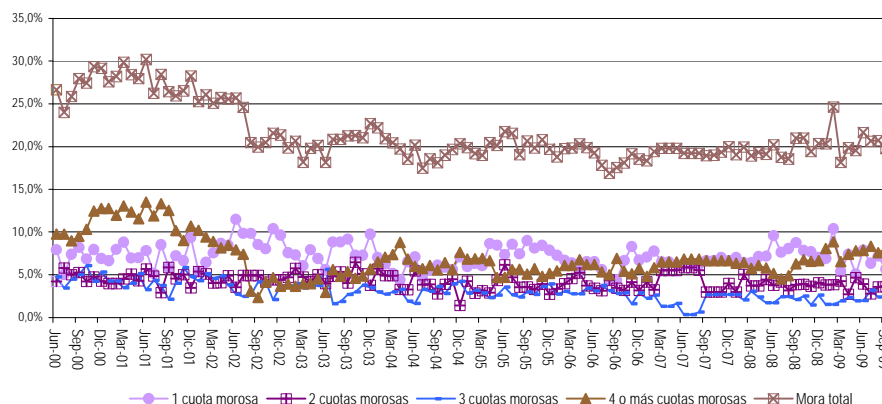
El 52% de las operaciones vigentes fueron originadas por Mutuocentro, el 32% por Credycasa, 7% por Hogar y Mutuos, 5% por CB, 3% por Penta Hipotecario y un 1% por Valoriza. En tanto, un 53% de la cartera es administrada por Transa (bajo un esquema de asesoría operativa contratado con ACFIN), un 37% por Hogar y Mutuos, un 7% por Penta Hipotecario, y un 3% por Credycasa.

Morosidad de la cartera

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la morosidad de la cartera en número de operaciones, desde junio de 2000 hasta septiembre de 2009.

Evolución Morosidad de la Cartera

(en porcentaje, medida sobre número de operaciones)



Segundo Patrimonio Separado

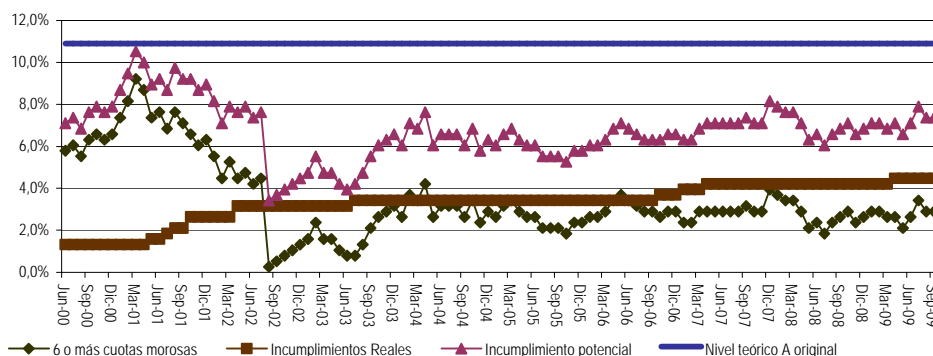
La mora total presentó una disminución en septiembre de 2002, debido a la operación de sustitución de activos realizada, en la que se reemplazaron operaciones morosas por contratos al día. Posteriormente, la mora total de la cartera ha estado en torno a 20%, observándose bastante estable y similar a lo observado en otros portafolios del mismo perfil.

En tanto, el tramo de 4 o más aportes en mora, entre fines de 2002 y junio de 2008, se mantuvo en torno a 6% con relativa estabilidad. A posterior, registra una tendencia al alza, llegando a septiembre de 2009 a 8,1%.

El siguiente gráfico presenta la evolución del incumplimiento potencial de la cartera. Este indicador es definido por Feller Rate como la suma de los incumplimientos reales acumulados y aquellas operaciones con más de 180 días de mora sobre el número de operaciones originales de la cartera.

Incumplimiento Potencial de la Cartera

(En número de operaciones)



A septiembre de 2009, se habían registrado 17 incumplimientos reales, que representaban un 4,5% de la cartera original. En tanto, los contratos con 6 o más dividendos morosos correspondían a un 2,9%.

Este indicador de incumplimiento presentó una importante baja en agosto de 2002, debido a la operación de sustitución masiva de contratos morosos realizada. Posteriormente, se observó un aumento que se prolongó hasta el primer trimestre de 2004, lo que coincide con el cambio en la administración primaria realizado a mediados de 2003. Luego, se observó estabilidad en el indicador con valores cercanos al 7%.

Prepago de operaciones, remates e incorporaciones

A septiembre de 2009 se habían realizado 165 prepagos totales y 13 prepagos parciales por un monto de UF 76.587, representando un 27% del valor par inicial del portafolio.

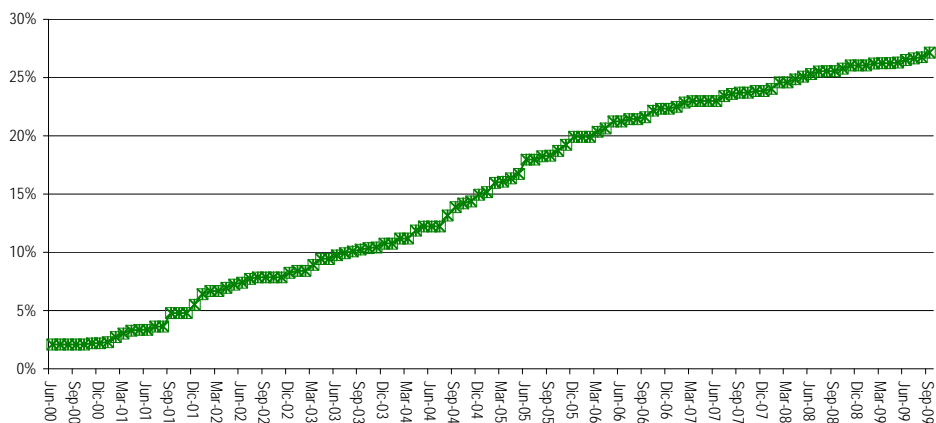
En el siguiente gráfico, se observa la evolución de la curva de prepago acumulado de la cartera. Los montos de prepago histórico son acordes a los observados en otros portafolios de perfil similar y no presentan quiebres de tendencia relevantes

Segundo Patrimonio Separado

como los mostrados recientemente por otras carteras hipotecarias, dado que en este patrimonio el perfil de los deudores y los montos involucrados son menores, a la vez que los créditos tienen ya un plazo de vigencia superior a los 12 años. A saber, la tasa de prepago mensual promedio anualizada sobre la cartera vigente alcanza a cerca del 4,7% durante los últimos 36 meses.

Prepago Acumulado de la Cartera

(Como porcentaje del saldo insoluto inicial de la cartera)



Hasta la fecha de análisis se habían producido 16 remates, que representaban un 4,2% del número inicial de operaciones. De éstos, 14 contratos correspondían a Mutuo centro y 2 a Credycasa.

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, en 8 ocasiones Transa se ha adjudicado las viviendas, todas ellas ya han sido vendidas.

Los plazos de recuperación de las viviendas se observan elevados en relación a los supuestos de la clasificación original. El plazo promedio entre el inicio de la cobranza judicial y la fecha de recuperación efectiva es 26 meses desde la primera cuota impaga. No obstante, la vigencia promedio de la cartera es superior a 12 años y las relaciones deuda a garantía son bajas, lo que acota bastante la exposición al riesgo crediticio.

A septiembre de 2009, había una vivienda en stock con un plazo desde la primera cuota impaga hasta el corte de 40 meses.

Según el contrato de emisión, los ingresos percibidos por el pago anticipado, total o parcial, de precios de las operaciones que conforman la cartera, pueden ser destinados a sustituir activos del patrimonio separado o a rescatar anticipadamente bonos senior. En este patrimonio se ha optado por ambas alternativas. A septiembre de 2009 se habían realizado 24 incorporaciones, bajo la aprobación de los clasificadores de riesgo, con un valor nominal total de UF 14.849 y una tasa promedio de emisión del 10,8%. En tanto, se han prepagado bonos por UF 7.000. Lo anterior, si bien se mantienen en cuentas de ingresos no operacionales, por prepagos y recuperaciones de activos fallidos, más de UF31.000 invertidos en mutuos hipotecarios

Segundo Patrimonio Separado

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.

En el contrato de emisión se establecen los instrumentos en que se pueden invertir las cuentas de reservas del patrimonio separado, haciendo mención explícita sobre la posibilidad de invertir en mutuos hipotecarios endosables. Esta opción ha sido utilizada por la securitizadora, destinando la mayor parte de sus fondos en estos instrumentos. Esto, 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 UF31.846, con un plazo residual y una relación deuda a garantía promedio de 14 años y 46%, 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 6,1% a 23,8%, representando el tramo de 12 o más aportes morosos el 15,9% del total del portafolio al cierre de año.

La cartera de mutuos de reinversión de cuentas no operacionales representa el 24% de los activos de respaldo. Considerando que los bonos de la serie B concentran el 87% de la amortización de capital hasta enero de 2017, su plazo residual de 14 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

Segundo Patrimonio Separado

a cabo de los mutuos hipotecarios endosables y contratos de leasing habitacional de su propiedad o de los patrimonios separados que administra, como asimismo, 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.

Segundo Patrimonio Separado

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 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 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 proceso, 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.

Segundo Patrimonio Separado

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 relacionadas 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

Esta labor la realiza Transa Securitizadora. 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 pre-pago.

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*.

Segundo Patrimonio Separado

Fortalecimientos del patrimonio separado

Con el fin de fortalecer la estructura de este patrimonio separado, en septiembre de 2002 se realizó una sustitución de contratos que presentaban alta morosidad o que su estructura de flujos no calzaba con la de los pasivos que estaban respaldando.

Para esto, se sacaron de la cartera 42 contratos (11% de la cartera), de los cuales 13 tenían 6 o más dividendos morosos (3% de la cartera), y entraron 68 operaciones con sus pagos al día. Las operaciones que ingresaron eran créditos antiguos, acoopiados en el patrimonio común de la securitizadora, con un historial de pagos para los últimos dos años sin cuotas con mora mayor a 30 días. A la vez, los nuevos deudores no presentaban protestos ni morosidades vigentes en el sistema financiero a la fecha de ingreso al patrimonio separado.

Por compra de deuda morosa de los contratos que salieron de la cartera, ingresó a la caja del patrimonio separado UF 2.062. Esto, además provocó un aumento en el flujo teórico del colateral de UF 92 mensuales hasta el año 2009. Esta operación se materializó y perfeccionó legalmente durante el segundo semestre de 2002.

Adicionalmente, durante abril de 2004 se realizó una segunda operación de fortalecimiento del patrimonio separado, que constó de varias medidas, tales como:

- Sustitución de contratos morosos equivalente al 3% de la cartera total, por contratos de similares características de flujo pero al día y sin protestos ni morosidades en el sistema financiero.
- Pago de las cuotas morosas de los créditos sustituidos por UF 500.
- Venta a relacionados de 3 viviendas adjudicadas al 80% de su valor de tasación, esto es en total UF 2.906.
- Venta a relacionados de 4 mutuos hipotecarios pertenecientes a la cartera de valores negociables con una utilidad de UF 541.

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

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

Segundo Patrimonio Separado

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 mutuos se siguieron las etapas que a continuación se indican:

- 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 periodo: 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.

Bonos

La emisión de bonos fue por un total de U.F. 311.000 dividido en dos series A y B por UF 168.000 y UF 143.000, respectivamente. En enero de 2009 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 eran las siguientes:

Segundo Patrimonio Separado

- Serie B: Monto y plazo residual de UF 130.111 y 12,5 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 enero de 2017 – concentrando en torno al 90% de la amortización de capital- y cupones en torno a UF 2.000 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 de mutuos soporta el servicio de los bonos se compararon los flujos netos de cartera fallida y gastos de los mutuos y los flujos de los bonos y:

- Se tomaron los saldos en las cuentas de ingresos operacionales (UF 10.886) e ingresos extraordinarios (UF34.259) 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 4,5% de la cartera 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 prepagos y recuperaciones de activos fallidos. En tanto, se liquida la cartera de mutuos adquirida con ingresos no operacionales a valor par.