



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Transa Securitizadora Tercer 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.

Tercer Patrimonio Separado

SERIE B	B
CREDITWATCH	Negativo

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

Clasificaciones

	Diciembre 2007	Diciembre 2008	Junio 2009	Febrero 2010
Serie B	A	BBB	BB	B
CreditWatch			Negativo	Negativo

ESTRUCTURA

Fecha emisión: 26 de diciembre de 1997
Monto original: Serie A: UF 230.000. Serie B: UF 317.000
 Total: UF 547.000
Monto residual: Serie B: UF 210.051.
Plazo original: Serie A: 5 años. Serie B: 20 años, con 5 años de gracia de capital e intereses.
Plazo residual: Serie B: 8,5 años.
Tasa de interés bonos: Serie A y B: 7,4%.
Colateral inicial: 794 MHE, con valor par de UF 473.654.
Colateral actual: 479 MHE, con valor par de UF 163.080.
Tasa interés mutuos: 10,1%.
Originadores: Mutuocentro, Credycasa, Procrédito, CB, Penta Hipotecario, Hogar y Mutuo, Contémpora y Valoriza.
Administradores Primarios: Transa (ACFIN), Hogar y Mutuo, Penta Hipotecario, Contémpora e Hipotecaria Cruz del Sur.
Administrador Maestro: Transa Securitizadora S.A.

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, los tramos de alta morosidad de los activos adquiridos con los recursos no operacionales se incrementaron 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 resiste escenarios de comportamiento de los activos más favorables que lo registrado por el patrimonio separado, acordes con una clasificación en categoría B. Feller Rate continuará monitoreando la administración de los recursos no operacionales, la gestión de recuperaciones

nes y el desempeño general de los activos del patrimonio separado, de no observarse significativas mejoras en estas variables, la clasificación de los bonos podría verse reducida, a lo que obedece la asignación de CreditWatch Negativo.

La relación entre activos y bonos del patrimonio separado está en torno al 98%. En tanto, el volumen de contratos adquiridos con los recursos disponibles de prepagos y recuperaciones de operaciones fallidas representa el 8% de los activos de respaldo. Si bien durante 2009 no se registraron variaciones significativas en el volumen de dicha cartera, su porcentaje de activos con alta morosidad creció significativamente. En efecto, la mora de doce o más cuotas de estos activos aumentó desde 4,7% a 11,6%.

La cartera adquirida originalmente por el patrimonio separado también registra un alza de su morosidad durante el último año, pero mucho más acotada. El comportamiento de estos activos es mejor que el de las operaciones adquiridas más recientemente. Para esta cartera, a su vez, el prepago ha sido relativamente uniforme, con niveles muy controlados.

Desde la perspectiva de recuperación de activos fallidos, 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	7,3%	7,1%	9,3%	7,8%
2 dividendos morosos	5,5%	5,3%	5,0%	4,1%
3 dividendos morosos	2,6%	3,9%	3,5%	2,0%
4 o más dividendos morosos	10,3%	8,6%	9,1%	11,5%
Total morosos	25,7%	24,9%	26,9%	25,4%
Incumplimiento potencial (%) **				
Mora mayor a 180 días	5,4%	3,8%	4,7%	4,4%
Incumplimientos reales	5,9%	6,7%	6,8%	7,1%
Total incumplimiento potencial	11,3%	10,5%	11,5%	11,5%
Prepagos acumulados (%) ***	22,0%	26,2%	28,3%	29,0%

*Porcentaje respecto al n° de operaciones vigentes

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

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

Tercer 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 y medio-bajo. A Marzo de 2009, la antigüedad promedio de la cartera es de 12 años y la relación deuda a garantía es de 44%.

A continuación se presenta un resumen con las características de las operaciones vigentes a la fecha.

Resumen de la cartera

(Al 30 de septiembre de 2009)

	Total
Número de mutuos	479
Valor Par (UF)	163.080
Valor garantía promedio (*) (UF)	931
Monto crédito original (*) (UF)	674
Crédito original / Garantía (*)	72,7%
Saldo insoluto actual / Garantía (*)	44,5%
Tasa de interés anual (*)	10,1%
N° de cuotas mensuales pagadas (*)	143
Plazo residual en meses (*)	98

(*) Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto

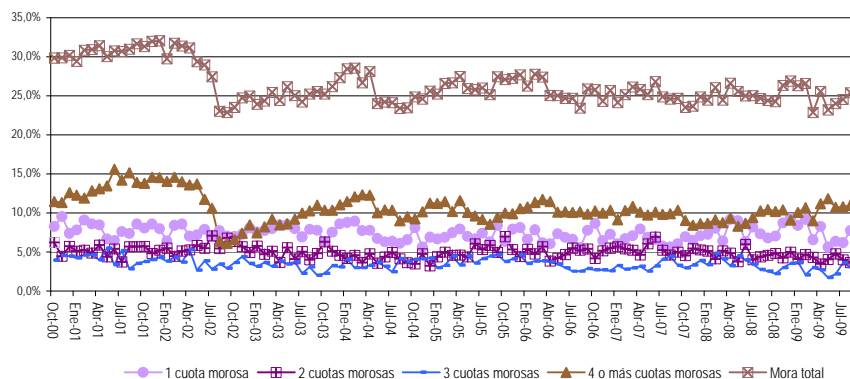
Un 56% de las operaciones vigentes fueron originadas por Mutuocentro, un 30% por Credycasa, 5% por Procrédito, 3% por CB, 3% por Penta Hipotecario, 1% por Hogar y Mutuos, 1% por Contémpora y 1% por Valoriza. En tanto, un 62% de la cartera es administrada por Transa (bajo un esquema de asesoría operativa contratado con ACFIN), un 28% por Hogar y Mutuos, un 5% por Penta Hipotecario, un 3% por Credycasa, un 1% por CB y un 1% por Contémpora.

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. Se puede observar que durante los últimos 8 años, la mora total se ha mantenido en torno a 25%; en tanto, el nivel de 4 o más cuotas impagas oscila alrededor del 10% de la cartera vigente. A su vez, el resto de los tramos también mantiene un nivel muy uniforme.

Evolución morosidad de la cartera

(En porcentaje, medida sobre número de operaciones)



Tercer Patrimonio Separado

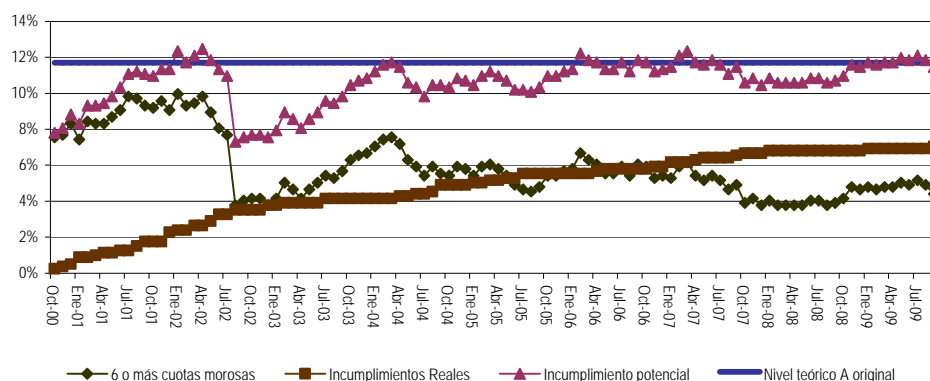
Los niveles de morosidad presentan una disminución en agosto de 2002 y, en menor medida, en junio de 2004. Esto se debe a operaciones de fortalecimiento en que se sustituyeron contratos morosos por contratos al día, con deudores sin informes comerciales negativos vigentes.

Durante los últimos 8 años, la mora ha presentado estabilidad. No obstante, los niveles mostrados son superiores a los registrados por otros portafolios de perfil similar, diferencia que se incrementa al analizar la composición de la mora. A juicio de Feller Rate, es necesario aumentar los esfuerzos en controlar y reducir los niveles de mora dura.

El siguiente gráfico presenta la evolución del incumplimiento potencial de la cartera desde junio de 2000 hasta septiembre de 2009. 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 inicial de contratos del patrimonio separado.

Incumplimiento potencial de la cartera

(En número de operaciones)



A septiembre de 2009, se habían registrado 56 incumplimientos reales, que representaban un 7,1% de la cartera original. En tanto, los contratos con 6 o más dividendos morosos correspondían a un 4,4%.

Posteriormente al quiebre a la baja que experimentó el indicador en septiembre de 2002, debido a una operación de sustitución masiva, se apreció una tendencia creciente que terminó a principios de 2004, observándose en adelante cierta estabilidad, aunque en niveles elevados. Dado el elevado nivel del indicador, la entidad tiene la obligación de monitorear de cerca y mantener controlado las operaciones con problemas crediticios.

Prepago de operaciones, remates e incorporaciones

Desde el inicio del patrimonio separado hasta septiembre de 2009, se habían realizado 268 prepagos totales y 23 parciales por un monto total de UF 137.497, equivalente a un 29% del valor par inicial del portafolio.

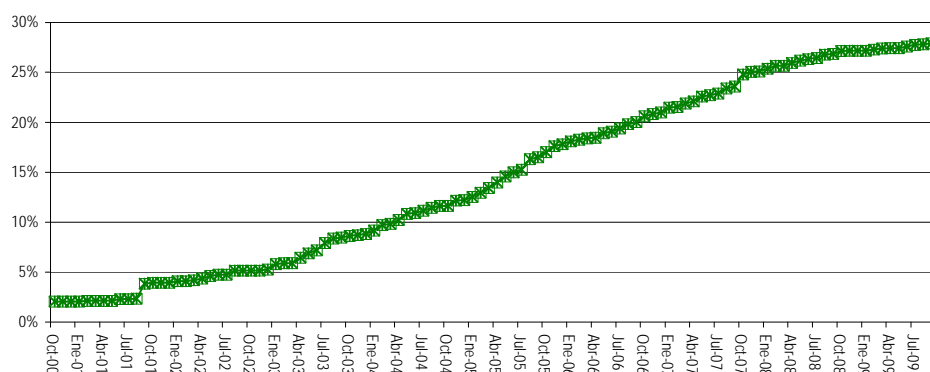
En el siguiente gráfico, se observa la evolución de la curva de prepago acumulado de la cartera. Los montos de prepago similares a los observados en otros portafolios

Tercer Patrimonio Separado

de perfil similar y no presentan quiebres de tendencia tan drásticos como los mostrados en años anteriores 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 cercano a los 12 años.

Prepago acumulado de la cartera

(Como porcentaje del saldo insoluto inicial de la cartera)



A septiembre de 2009 se habían producido 56 términos de contrato, que representaban un 7,1% 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 más de la mitad de las viviendas.

Los plazos de recuperación de las viviendas han estado muy por sobre los supuestos de la clasificación original. El plazo promedio desde la primera cuota morosa hasta la venta de la vivienda es de 35 meses.

La tardanza en la recuperación tiene efectos desfavorables, tanto desde el punto de vista de descalce de flujos como respecto de los intereses no ganados, a lo que se suman los gastos asociados a la gestión de cobranza y recuperación. No obstante, la pérdida de valor de vivienda promedio es de 23%.

A septiembre de 2009, había 6 viviendas en stock, 2 de ellas provenientes de la cartera de reinversión de recursos no operacionales, con un plazo promedio desde la primera cuota impaga al corte de 54 meses.

Según el contrato de emisión, los ingresos percibidos por el pago anticipado, total o parcial, de las operaciones que conforman el portafolio, pueden ser destinados a sustituir activos del patrimonio separado o a rescatar anticipadamente los títulos de deuda.

Dado lo anterior, se han realizado 53 incorporaciones, con una tasa promedio de 10,1%. 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. Por otra parte, se han prepagado 73 láminas de la serie B de bonos por un monto aproximado de UF 80.000.

No obstante, a septiembre de 2009, el patrimonio separado tenía una cuenta por prepagos y liquidaciones de garantías por un monto de UF 16.431, invertida en su

Tercer Patrimonio Separado

totalidad en mutuos hipotecarios endosables, que no han sido incorporados 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 UF16.431 -8% de los activos de respaldo-, con un plazo residual y una relación deuda a garantía promedio de 9 años y 50%, 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. En efecto, la mora de doce o más cuotas de estos activos aumentó desde 4,7% a 11,6%.

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 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 co-

Tercer Patrimonio Separado

branza 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 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.

Tercer Patrimonio Separado

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 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 nexo con varios estudios jurídicos.

Tercer Patrimonio Separado

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 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*.

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 31 contratos, de los cuales 24 tenían 6 o más dividendos morosos (3% de la cartera) y entraron 40 operaciones con sus pagos al día. Las operaciones que ingresaron eran créditos antiguos, acopiados 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

Tercer Patrimonio Separado

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 4.517. Esto, además provocó un aumento en el flujo teórico del colateral de UF 6 mensuales hasta el año 2005.

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

- Se firmó un contrato de pago por subrogación de derechos, entre Inmobiliaria del Sur y Transa Securitizadora, por las cuotas morosas de toda la cartera, en un monto de UF 6.726. Inmobiliaria del Sur es una sociedad relacionada a la securitizadora, por medio de propietarios comunes.
- Sustitución de contratos morosos equivalente al 2% de la cartera total, por contratos de similares características en flujo, pero al día y sin protestos ni morosidades en el sistema financiero. Esto implicó también el pago de las cuotas morosas de los créditos sustituidos por UF 1.056.
- Venta a relacionados de 7 viviendas adjudicadas al 80% de su valor de tasación, por un monto total de UF 5.550.
- Venta a relacionados de 4 mutuos hipotecarios de la cartera de valores negociables y 3 de la cartera securitizada, con una utilidad de UF 1.216.

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 modifican conforme al comportamiento registrado. La estimación de pérdidas depende del perfil promedio de las garantías asociadas a la cartera vigente.

Flujos de caja

Para cada revisión de los bonos de securitización, se proyectan los flujos de caja de acuerdo a los ajustes que la metodología de Feller Rate supone, considerando la información actualizada disponible y los cambios en las características de la cartera: saldos insolutos, relaciones deuda-garantía, comportamiento de morosidad y prepagos de los activos de respaldo; saldo en las cuentas de reservas; y saldo de los títulos de deuda.

La metodología requiere para bonos de securitización que los flujos proyectados de ingresos de los activos, netos de pérdidas y gastos, sean capaces de soportar en cada periodo, los egresos generados por el pago bonos. Esto debe cumplirse no sólo

Tercer Patrimonio Separado

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 del 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: auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, administración de mutuos, clasificación de riesgo 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 UF 547.000 dividido en dos series A y B por UF 230.000 y UF 317.000, respectivamente. En enero de 2003 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 serie B son las siguientes:

- Serie B: Monto y plazo residual de UF 210.051 y 8,5 años, respectivamente. Los pagos son semestrales y la tasa de interés de emisión es del 7,4% anual.

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 22.656) e ingresos extraordinarios (UF16.431) 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;

Tercer Patrimonio Separado

- Se proyectó el comportamiento del excedente acumulado o fondo de reserva sobre la base de: la reserva del período anterior, la rentabilidad de esa reserva, los excedentes del período y los retiros permitidos, en conformidad con los resguardos establecidos en el contrato de emisión.

En general, para alcanzar una determinada clasificación, la estructura de activos y pasivos debe implicar que siempre se pueda cumplir con los resguardos del contrato de emisión. Esto es, en el caso específico de la emisión en análisis, que siempre la reserva debe ser no negativa.

Sensibilizaciones

Los flujos de caja resultantes 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 B, 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% de la cartera securitizada vigente, con niveles de desvalorización de viviendas de los contratos fallidos del 26% y plazos de recuperación de 18 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. Asimismo, se testeó la mantención a término o eventual rescate de los mutuos hipotecarios adquiridos a la fecha con los recursos no operacionales. Para el primer caso, se aplicaron a esta cartera parámetros de prepagos similares a la historia del patrimonio separado y una probabilidad de incumplimiento del 12%. Para el segundo, se rescató la cartera a valor par.