



CLASIFICADORA DE RIESGO

*Strategic Affiliate of Standard & Poor's*

INFORME DE CLASIFICACIÓN

## **Transa Securitizadora S.A. Sexto Patrimonio Separado**

Agosto 2009

[www.feller-rate.com](http://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.*

**TRANSA SECURITIZADORA S.A.**  
Sexto Patrimonio Separado

<b>SERIE A</b>	<b>AAA</b>
<b>SERIES B1 y B2</b>	<b>AA</b>
<b>SERIE C</b>	<b>C</b>

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

**Clasificaciones**

	Dic. 2005	Sep. 2006	Dic. 2006	Dic. 2007	Dic. 2008	Jul.09
Bonos Serie A (senior)	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Bonos Serie B (subordinada)	C	AA (*)	- (**)	-	-	-
Bonos Serie B1 y B2 (subordinadas)	-	-	AA (**)	AA	AA	AA
Serie C (subordinada)	-	C (*)	C	C	C	C

(\*) Según lo estipulado en la Segunda Modificación a la Escritura Pública Especial de Emisión, de fecha 5 de septiembre de 2006, la serie B (clasificada originalmente en "C") se dividió en dos nuevas series denominadas B y C, clasificadas en AA y C, respectivamente.

(\*\*) Según lo estipulado en la Tercera Modificación a la Escritura Pública Especial de Emisión, de fecha 1 de diciembre de 2006, la serie B (clasificada en "AA" en septiembre de 2006) se dividió en dos nuevas series denominadas B1 y B2, ambas clasificadas en AA.

**ESTRUCTURA**

**Fecha escritura gral. y especial de emisión:** 29 de julio de 2004  
**Modificaciones a la escritura general y especial de emisión:** 13 de septiembre de 2004, 12 de octubre de 2004, 5 de septiembre de 2006 y 1 de diciembre de 2006.  
**Monto original:** Serie A: UF 240.000; Serie B: UF 245.000; Total: UF 485.000  
**Monto residual:** Serie A: UF 92.090; Serie B1: UF 135.221; Serie B2: UF 220; Serie C: UF 167.922; Total: UF 395.454  
**Plazo original:** Serie A: 28 trimestres; Serie B: 1 pago 1 trimestre después del vencimiento de la serie A.  
**Plazo residual:** Serie A: 10 trimestres; Series B1 y B2: 34 trimestres, con 9 de gracia para el capital e intereses. Serie C: 1 pago 1 trimestre después del vencimiento de las series B1 y B2.  
**Tasa de interés bonos:** Serie A: 3,5%; Series B1, B2: 4,5%; Serie C: 5,0%.  
**Colateral inicial:** 328 MHE y 450 CLH con valor par de UF389.830 (posterior al entero del activo).  
**Colateral actual:** 279 MHE y 372 CLH con valor par de UF 253.716.  
**Tasa interés promedio de los activos:** MHE: 9,7%; CLH: 12,7%  
**Originador:** Leasing Chile, Valoriza, Mutuo centro, HYM y Penta.  
**Administrador primario:** Transa (ACFIN) y HYM.  
**Administrador Maestro:** Transa Securitizadora.

**FUNDAMENTACION**

La clasificación asignada a los títulos de deuda se fundamenta en la estructura financiera y sobrecolateralización actual, así como en el comportamiento de los activos de respaldo. Considera, además, la estructura administrativa y operativa de la transacción, así como los cambios introducidos al contrato especial de emisión mediante las escrituras modificatorias del 5 de septiembre y 1 de diciembre de 2006, en relación a canjes de títulos de las series subordinadas.

El colateral muestra niveles de morosidad e incumplimientos muy por sobre los de otras carteras de perfil similar. Al segmentar por tipo de activos, la cartera de mutuos registra niveles de morosidad elevados que se han impactado al alza en los tramos de mayor morosidad durante los últimos meses, aunque en niveles moderados y con bajos incumplimientos.

En tanto, el portafolio de leasing también registra niveles elevados de morosidad que son compuestos mayoritariamente por los tramos de mora dura -4 o más aportes-, con niveles de incumplimientos reales que se han exacerbado durante el último año.

Los plazos asociados al proceso de recuperación de activos fallidos se sitúan en rangos elevados, encontrándose en stock un

importante volumen de viviendas recuperadas que aún no han sido liquidadas, cuyo valor de tasación supera el 15% del valor par de los activos. Si bien aumentó la velocidad de venta de casas durante el último año, el crecimiento de los incumplimientos en los leasing presiona por una rápida y eficiente gestión.

Los niveles de prepago, tanto en la cartera de mutuos como de leasing, son acordes a los de portafolios comparables y no presentan quiebres de tendencia importantes como los mostrados por otras carteras hipotecarias orientadas a segmentos de mayores ingresos. No obstante, dados los cambios estructurales a nivel del mercado de financiamiento de vivienda, la evolución del prepago está siendo revisada permanentemente.

Conforme a las flexibilidades que brinda la estructura, hasta el año 2007 buena parte de los ingresos extraordinarios (por prepagos y recuperaciones de activos fallidos) fueron utilizados por la securitizadora para invertir en operaciones de mutuos hipotecarios y leasing habitacional, bajo criterios que dependen de la securitizadora y de las condiciones definidas en la escritura de emisión, no requiriéndose de la aprobación formal de los clasificadores de riesgo, con la consecuente exposición a incumplimientos de pago, liquidez y descalces. Durante 2009 se han invertido nuevamente recursos en este tipo de operaciones, aunque en niveles más moderados.

Si bien la estructura presenta resguardos coherentes con las clasificaciones asignadas, Feller Rate seguirá de cerca la evolución de la morosidad, incumplimientos -particularmente en la cartera de leasing-, stock de las viviendas recuperadas y régimen de inversiones del patrimonio separado.

**Principales Indicadores**

	MHE			CLH		
	Dic.2007	Dic.2008	Mar.2009	Dic.2007	Dic.2008	Mar.2009
<b>Morosidad dinámica*</b>						
1 cuota morosa	11,1%	10,4%	8,6%	1,1%	6,1%	6,2%
2 cuotas morosas	3,5%	5,4%	5,4%	5,3%	4,9%	5,1%
3 cuotas morosas	2,8%	2,1%	2,2%	5,5%	6,7%	5,9%
4 o más cuotas morosas	8,4%	7,5%	8,6%	25,9%	22,5%	22,0%
Total morosos	25,8%	25,4%	24,7%	44,4%	40,9%	39,2%
<b>Incumplimiento potencial**</b>						
Mora mayor a 180 días	6,1%	4,3%	6,1%	17,1%	14,0%	13,3%
Incumplimientos reales	0,9%	1,8%	1,8%	10,7%	17,6%	19,6%
Total incumplimiento potencial	7,0%	6,1%	7,9%	27,8%	31,6%	32,9%
Prepagos acumulados***	19,0%	23,0%	23,0%	9,2%	12,3%	12,9%

\*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

## Sexto Patrimonio Separado

### DESEMPEÑO DEL COLATERAL

#### Características de la cartera

El colateral está compuesto por mutuos hipotecarios endosables y contratos de leasing habitacional directos, destinados a financiar viviendas del estrato económico medio y medio-bajo. A continuación se presenta un resumen con las características de las operaciones vigentes a la fecha.

#### Resumen de la Cartera

(A marzo de 2009)

	MHE	CLH
Valor Par (UF)	83.559	170.157
Número de operaciones vigentes	279	372
Crédito otorgado promedio (UF) (*)	643	623
Tasa de interés anual (%) (*)	9,7%	12,7%
Plazo de vigencia (meses) (*)	107	65
Plazo residual (meses) (*)	129	140
Garantía promedio (UF) (*)	853	741
Saldo insoluto actual / Garantía (%) (*)	55,4%	70,2%

(\*) Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto

El 100% de los contratos de leasing habitacional fueron originados por Leasing Chile y en la actualidad son administrados por Transa Securitizadora S.A., bajo un esquema de asesoría operativa contratado con ACFIN.

Por otro lado, un 43,4% de la cartera vigente de mutuos hipotecarios fueron originadas por Valoriza, un 34,4% por Mutuocentro, un 15,4% por Credycasa, un 4,3% por Hogar y Mutuo, un 1,4% por CB y un 1,1% por Procrédito. En tanto, un 90% de la cartera de mutuos es administrada por Transa bajo un esquema de asesoría operativa contratado con ACFIN, un 8,6% por Hogar y Mutuos, y un 1,4% por Penta Hipotecario.

#### Morosidad de la cartera

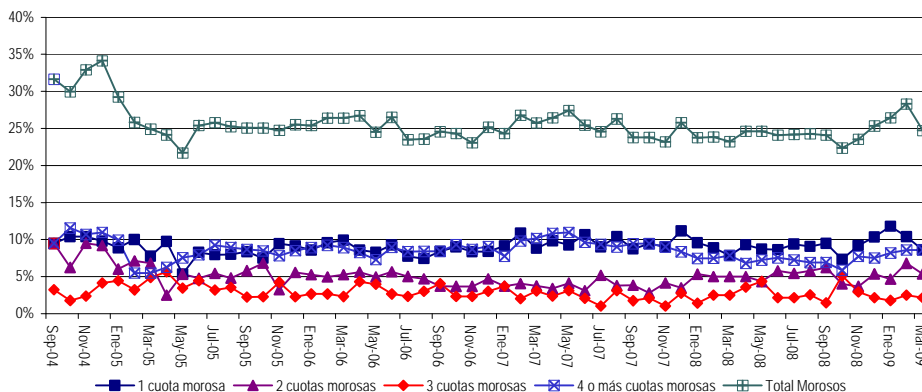
En el gráfico siguiente se muestra la evolución de la morosidad de la cartera de mutuos hipotecarios en número de operaciones, desde septiembre de 2004 hasta marzo de 2009. En él se puede observar que la mora en sus distintos tramos ha sido estable, si bien en niveles superiores a los observados en carteras de perfil similar.

Los quiebres en la morosidad durante los primeros seis meses del patrimonio separado obedecen a reconfiguraciones de cartera por sustituciones de contratos antes del entero del activo.

Sexto Patrimonio Separado

Evolución Morosidad de la Cartera de Contratos de Mutuos Hipotecarios Endosables

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones)

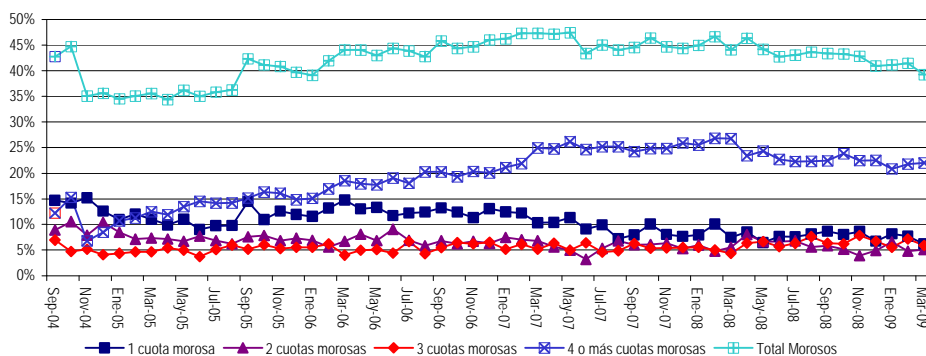


Se consideran al día las cuotas pagadas dentro del mes de vencimiento

En el gráfico siguiente se presenta la evolución de la morosidad de la cartera de leasing habitacional en número de operaciones, para el periodo comprendido entre septiembre de 2004 y marzo de 2009.

Evolución Morosidad de la Cartera de Contratos de Leasing Habitacional

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones)



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

La cartera de leasing habitacional muestra índices de morosidad total elevados que son explicados mayoritariamente por el tramo de morosidad de 4 o más aportes. De este modo, la mora total y de 4 o más, a marzo de 2009, llegaban a 39,2% y 22,0%, niveles muy superiores a los observados en carteras de características similares. A juicio de Feller Rate, es necesario aumentar los esfuerzos en controlar y reducir los niveles de morosidad, particularmente en lo que se refiere a los tramos más largos.

Los mayores niveles de morosidad, tanto en la cartera de mutuos hipotecarios como de contratos de leasing, en relación a otros portafolios, son acordes a lo esperado. Dado el perfil de la cartera, ello fue incorporado, en el modelo inicial de clasificación que involucró factores de castigo muy superiores a los niveles tradicionales.

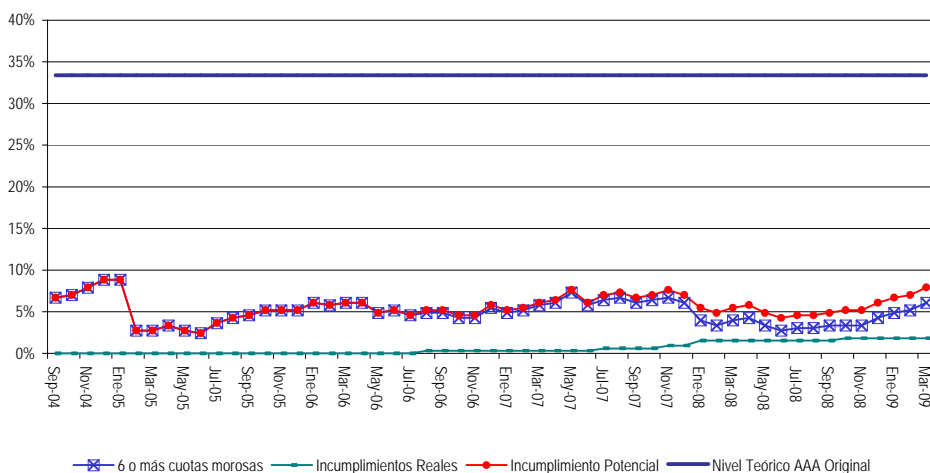
## Sexto Patrimonio Separado

Con todo, es claro que esta cartera requiere una gestión de administración de cobranza bastante activa, sobre todo tomando en cuenta el comportamiento de la cartera de leasing durante el último año. El incremento de riesgo de esta cartera no se aprecia en la morosidad, pero si en el de incumplimientos reales que se presenta más adelante.

En los siguientes gráficos se presenta la evolución del incumplimiento potencial de las carteras de mutuos y leasing, desde septiembre de 2004 hasta marzo 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 de mutuos**

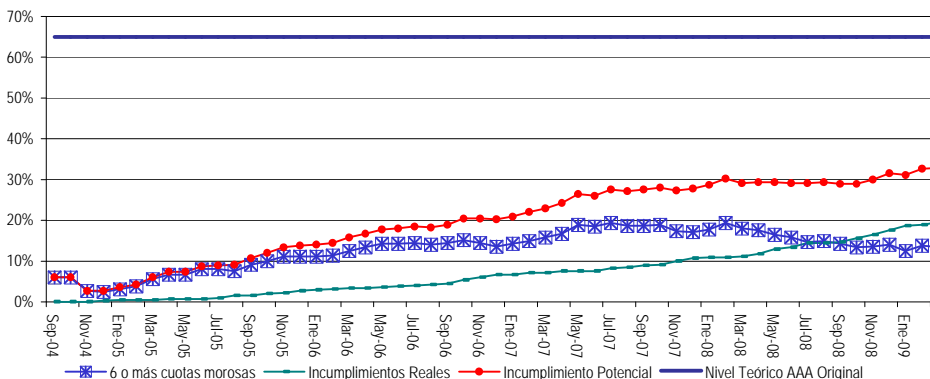
(En número de operaciones)



A marzo de 2009, se habían registrado 6 incumplimientos reales en la cartera de mutuos. Así, el incumplimiento potencial, que registra un quiebre al alza durante el último semestre, es de 7,9%, siendo explicado mayoritariamente por la mora de 6 o más cuotas impagas, que a igual fecha llegaba a 6,1% del portafolio original.

**Incumplimiento Potencial de la Cartera de Contratos de Leasing Habitacional**

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



## Sexto Patrimonio Separado

El incumplimiento potencial de leasing presenta una tendencia al alza, llegando a marzo de 2009 al 32,9% de la cartera original. Actualmente, está compuesto por 88 términos de contratos – 39 durante el último año-, que representan un 19,6% de la cartera inicial y una mora mayor a 180 días correspondiente al 13,3% restante. Los niveles registrados son ampliamente superiores a la media de la industria de leasing habitacional y se han exacerbado durante el último año. Feller Rate seguirá de cerca la evolución de esta variable.

### *Prepago de operaciones, remates e incorporaciones*

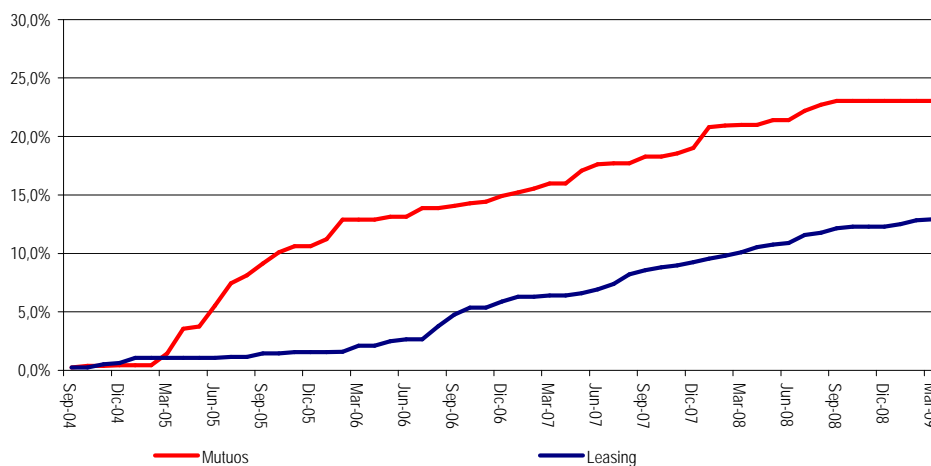
Los niveles observados de prepagos son acordes a la clasificación asignada. Desde el inicio del patrimonio hasta marzo de 2009, se habían prepagado UF 31.329 en la cartera de mutuos y UF 32.775 en la cartera de leasing.

En el siguiente gráfico, se observa la evolución de la curva de prepago acumulado de ambos portafolios. Los montos de prepago para la cartera de leasing llegan al 12,9% del valor par original. Por otro lado, en la cartera de mutuos se han realizado prepagos equivalentes al 23,0% de la cartera original. Cabe mencionar parte importante del prepago de mutuos se concentró en el año 2005 y correspondió a contratos sobre UF 1.500, que difieren en forma importante del perfil de contratos residuales de la cartera.

Los montos de prepago son relativamente similares a los observados en otros portafolios de igual perfil y no presentan quiebres de tendencia tan relevantes como los apreciados en otras carteras orientadas a segmentos de menores ingresos. Esto, dado que en este patrimonio el perfil de los deudores y los montos involucrados son menores, a la vez que en el caso de la cartera de leasing existen subsidios implícitos que se traducen en barreras al refinanciamiento. No obstante, dados los cambios estructurales a nivel del mercado de financiamiento de viviendas, la evolución del prepago está siendo revisada permanentemente.

### Prepago acumulado

(Como porcentaje del saldo insoluto inicial de la cartera)



---

## Sexto Patrimonio Separado

---

A marzo de 2009, se habían registrado 88 términos de contratos en la cartera de leasing, en contraste con la cartera de mutuos que registraba 6 incumplimientos reales a la misma fecha.

De los 94 contratos fallidos, sólo 35 han terminado su proceso de liquidación con la venta de las viviendas, con un plazo de recuperación elevado - de 32 meses - y una pérdida de valor de vivienda favorable -en torno al 10%-. Si bien, desde 2007 se agilizó el proceso de venta de viviendas - 83% de las ventas de viviendas se realizaron desde entonces -, el porcentaje en stock es muy elevado -59-, con un plazo promedio transcurrido desde la primera cuota morosa hasta la fecha de análisis de 49 meses. La tardanza en la liquidación de las viviendas tiene efectos desfavorables, tanto desde el punto de vista de descalce de flujos como respecto de los intereses no ganados.

Según el contrato de emisión, los ingresos percibidos por el pago anticipado total o parcial, de una o más de las operaciones que conforman el activo del patrimonio separado, pueden ser destinados a sustituir activos del patrimonio separado o a rescatar anticipadamente por sorteo los títulos de deuda. En este caso, con los fondos provenientes de prepagos y recuperaciones de garantías, a mayo de 2009 se habían incorporado a la cartera securitizada 57 contratos de leasing habitacional originados por Leasing Chile y 11 mutuos hipotecarios originados por Valoriza y Mutuocentro, todos ellos aprobados por Feller Rate.

### *Inversiones*

Los flujos de ingresos procedentes del pago de aportes se incorporan al patrimonio separado en forma mensual, mientras los pagos de cupones de bonos son trimestrales. 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 de esta estructura se explicita los instrumentos en que se pueden invertir las cuentas de reservas del patrimonio separado. En éste se establece la posibilidad de invertir los fondos provenientes de la cuenta ingresos extraordinarios en contratos de leasing habitacional y mutuos hipotecarios con ciertas restricciones, tales como: sin morosidad actual, relación aporte/renta del deudor menor a 25% y carga financiera mensual del deudor no mayor al 50%.

Hasta 2007 la securitizadora invirtió mayoritariamente los fondos de su cuenta de ingresos extraordinarios en contratos de leasing habitacional y mutuos hipotecarios, año en que se liquidaron dichas posiciones. No obstante, durante 2009 se han retomado estas inversiones, por un valor par de UF 3.633 a marzo de 2009. Así, se vuelve a exponer, aunque en niveles más moderados que los registrados en periodos anteriores, al patrimonio separado a riesgos de incumplimiento y liquidez de dichos activos, así como de descalce de plazos respecto de los bonos vigentes. Feller Rate seguirá de cerca el régimen de inversiones del patrimonio separado.

---

## Sexto Patrimonio Separado

---

### ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

#### *Administración primaria de los activos*

La cartera de activos que forma el colateral debe ser administrada apropiadamente para que los flujos por ella generados lleguen al patrimonio separado en los montos y condiciones estipulados al momento de la emisión.

La legislación chilena autoriza a la securitizadora a contratar los servicios de administración a terceros, o a efectuar la administración internamente. En este caso, los activos son administrados por Transa Securitizadora con el soporte operativo de ACFIN.

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 así mismo, la prestación de servicios de outsourcing de los procesos de Back-Office necesarios. El contrato se ha hecho extensible a los activos bajo el amparo de la presente emisión.

La asesoría ofrecida por ACFIN considera 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.

Feller Rate evalúa a ACFIN en su calidad de administrador directo, 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 procedimientos estipulados para las distintas fases del proceso de administración de activos están bien estructurados. Los sistemas de la empresa se caracterizan por un alto grado de automatización en la manipulación de la información. Su base de datos y su solución tecnológica le otorgan una alta flexibilidad para la implementación de sistemas de información, que son una de las variables claves para el desempeño de los activos.

La recaudación por concepto de aportes se efectúa en un 100% a través de Servipag. Cada pago va directamente a la cuenta corriente del patrimonio separado, el cual 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 prejudicial durante los primeros 30 días de mora la realiza ACFIN. Luego, los deudores son traspasados a Servinco (Mutuos) o a Leasing Chile (Contratos de Leasing Habitacional) quienes realizan un servicio integral con cartas, llamados, visitas en terreno y acuerdos de pago (con la aprobación de Transa). Las políticas y procesos de cobranza prejudicial, acuerdos de pago y recaudación están establecidos en detalle en los contratos de prestación de servicios suscritos con los terceros involucrados.

---

## Sexto Patrimonio Separado

---

La cobranza judicial, a cargo de ACFIN, es llevada por medio de cuatro estudios de abogados. 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 de cada cliente. Esto redundará en un mejor seguimiento de los deudores y respuestas rápidas que permitirán corregir las acciones de cobranza que no den resultados.

### *Administración maestra de los activos*

El desempeño del colateral depende también de la calidad del seguimiento que se haga del comportamiento de la cartera. Para ello, la información entregada por los administradores primarios debe ser consolidada, verificada y analizada respecto de las proyecciones iniciales, debiendo existir indicadores que permitan un monitoreo continuo y preciso, que facilite la activación de decisiones correctivas.

La Administración Maestra (*Master Servicing*) comprende la administración, control, monitoreo y generación de estadísticas sobre el desempeño del patrimonio separado.

Transa securitizadora es quien realiza estas funciones. La entidad partió a principios de 1996, siendo la primera entidad 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 del orden de MMUF 3.

La empresa enfrentó un proceso de crecimiento del volumen de operaciones con una estructura relativamente liviana. Lo anterior se ha dejado sentir en el comportamiento de los colaterales, sobretodo tomando en cuenta el perfil de éstos, que requieren una gestión de administración y control bastante activa. A fines de 2003, la administración de la securitizadora decidió implementar un plan de reforzamiento de su estructura, las que a la fecha se encuentran implementadas y en plena ejecución. A juicio de Feller Rate las medidas tomadas son positivas.

La propiedad de Transa está distribuida en dos accionistas mayoritarios, Servihabit posee el 62% y Leasing Habitacional Chile el 32% restante, ambos a su vez con accionistas comunes. Cabe mencionar que, de acuerdo a un hecho esencial enviado por Leasing Habitacional Chile a la Superintendencia de Valores y Seguros con fecha 19 de junio de 2009, en su proceso de negociación de créditos con CORFO no ha sido posible llegar a un acuerdo, habiendo procedido esta última a solicitar la quiebra de la compañía. No obstante, las partes han acordado proseguir las negociaciones y suspender el procedimiento por 60 días que expiran el 17 de agosto de 2009.

### PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

La metodología de Feller Rate considera un ajuste a la cartera de activos, de modo de reflejar sus pérdidas potenciales ante una eventual crisis económica. La magnitud de la crisis es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo. Así, los supuestos correspondientes a un escenario AAA son más exigentes que para uno

---

## Sexto Patrimonio Separado

---

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 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 para los flujos estimados en condiciones normales, sino también para los esperados en condiciones de crisis, incluyendo situaciones de prepagos voluntarios.

### *Cartera de activos*

Para las proyecciones de los flujos de caja de los activos se siguieron las etapas que a continuación se indican:

- Se consideró como fecha corte el 31 de marzo de 2009.
- Se proyectaron los flujos esperados de dividendos y aportes a partir de la fecha de corte.
- Se calculó la cantidad de operaciones fallidas sobre la base de los supuestos. Luego, se aplicaron al flujo de caja estimado a partir del mes uno, 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 contratos fallidos. Lo anterior:
  - Para el caso de leasing, sobre la base de un periodo de recuperaciones de 21 meses y costos asociados al proceso de 25% del saldo insoluto
  - Para el caso de mutuos, sobre la base de un plazo de recuperación de 24 meses y costos asociados al proceso de 13% del saldo insoluto
- Se estimaron los eventuales pagos de Tesorería por concepto de garantía crediticia respecto de los contratos fallidos;
- Con las recuperaciones producidas por liquidación de garantías y prepagos voluntarios, se realizaron rescates de bonos y/o se sustituyeron activos, de acuerdo a lo establecido en el contrato de emisión;

## Sexto Patrimonio Separado

- Se obtuvo una proyección depurada de ingresos antes de gastos;
- Se estimaron los diversos componentes de gastos para cada período: administración maestra, auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, clasificación de riesgo, custodia, administración primaria y otros;
- Se obtuvo un flujo de ingresos de la cartera de activos, neto de gastos.
- Se llevaron a cabo los rescates de los títulos de deuda serie C bajo las condiciones estipuladas en el contrato de emisión;

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

### Bonos

La emisión de bonos contempló originalmente 2 series –A y B- por un total de UF 485.000, con un saldo insoluto al 1 de junio de 2006 de UF 456.649, las que a partir de las modificaciones a la estructura introducidas por las escrituras modificatorias del 5 de septiembre y 1 de diciembre de 2006, se dividen en las series cuyas características al 1 de marzo de 2009, se muestran a continuación:

#### Características de los bonos

(A marzo de 2009, después del pago de cupón)

Serie	A	B	B1	B2	C	Total
Monto original (UF)	240.000	245.000	-	-	-	485.000
Plazo original (trimestres)	28	29	-	-	-	
Tasa anual (%)	3,5	4,5	4,5	4,5	5,0	
Monto residual (UF)	92.090	-	135.221	220	167.922	395.454
Plazo residual (trimestres)	10	-	34	34	35	
Periodo de gracia capital(trimestres)	0	-	9	9	34	
Periodo de gracia interés (trimestres)	0	-	9	9	34	

La serie A contempla pagos trimestrales. La serie B1 y B2 también, iniciándose los pagos al vencimiento de la serie A. La serie C, por su parte, se paga en una sola cuota al vencimiento de las series B1 y B2.

Los fondos provenientes por prepagos y recuperaciones de activos se pueden destinar al rescate de la serie A. Una vez extinguida esta serie, dichos recursos pueden ser destinados al rescate de las series B1 y B2. La serie C, por su parte, puede ser rescatada, luego de efectuado el pago de cupón correspondiente en marzo de 2012, esto es un semestre después del vencimiento de la serie A, en la medida que en cada corte de cupón de las series B1 y B2 los ingresos operacionales excedan UF 21.000.

La serie A, B1 y B2 pueden ser rescatadas en su totalidad, en la medida que el saldo insoluto de cada serie sea inferior al 30% de su monto original.

---

## Sexto Patrimonio Separado

---

### *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 éstos, se compararon los flujos de los activos, netos de cartera fallida y gastos, y los flujos de los bonos y:

- Se tomó en cuenta el saldo de ingresos operacionales (UF 24.131) y de fondos acumulados de pagos extraordinarios y recuperaciones (UF4.760) al 31 de marzo de 2009;
- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficit 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.

El pago de todos los cupones de la serie A se realiza cabalmente en un escenario AAA y el pago de las series B1 y B2 se realiza sobre la base de un escenario consecuente con la categoría AA de clasificación. En tanto, la serie C fue estructurada asumiendo un escenario sin mayor estrés, por lo que su pago íntegro se realiza en un escenario C.

### *Sensibilizaciones*

Los flujos de caja resultantes se sensibilizaron ante distintas situaciones de prepagos voluntarios, caídas de contratos fallidos, plazos y valores de recuperación de las viviendas. Los procedimientos de sustitución de activos y de rescate de bonos contemplados en el contrato, aseguran aceptablemente el pago de los cupones restantes de las series A, B1 y B2 en las condiciones pactadas.

A título de ejemplo, el pago de la serie A resiste un escenario de estrés en que cae en incumplimiento el 35% de la cartera vigente de mutuos y el 70% del portafolio de leasing, con desvalorizaciones promedio de vivienda sobre el 50%. Esto, aplicando conjuntamente una tasa anual de prepagos voluntarios sobre saldo proyectado de cartera equivalente a 4 veces el promedio histórico del patrimonio separado.

Por su parte, el pago de las series B1 y B2 resiste un escenario de estrés en que cae en incumplimiento el 28% de la cartera vigente de mutuos y el 55% del portafolio de leasing, con desvalorizaciones promedio de vivienda sobre el 44%. Esto, aplicando conjuntamente una tasa anual de prepagos voluntarios sobre saldo proyectado de cartera equivalente a 3 veces el promedio histórico del patrimonio separado.