



Clasificadora de Riesgo

STRATEGIC ALLIANCE WITH



Insight beyond the rating.

# Securitizadora Security GMAC - RFC S.A. Quinto Patrimonio Separado



## Informe de Clasificación

### Noviembre de 2008

---

"La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento.

El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

Las clasificaciones asignadas son de exclusiva responsabilidad de ICR."

## Clasificación

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación</u>	<u>Tendencia</u>
Bonos Securitizados		
Serie A	AA	Estable
Serie B	BBB	Estable
Serie C	C	Estable

## Historia Clasificación

	<u>Actual</u>	<u>Anterior</u>
Bonos Securitizados		
Serie A	AA	No Tiene
Serie B	BBB	No Tiene
Serie C	C	No Tiene

Analista responsable: Alex Martinic. amartinic@icrchile.cl

Fecha de Corte Cartera: 31 agosto de 2008

## Resumen de Clasificación

ICR, Clasifica en Categoría "AA", con Tendencia "Estable" los Bonos Serie A, en Categoría "BBB", con Tendencia "Estable" los Bonos serie B (subordinada) y en Categoría "C", con Tendencia "Estable" los Bonos Serie C (subordinada), del Quinto Patrimonio Separado de Securitizadora Security GMAC - RFC S.A., el cual está respaldado con mutuos hipotecarios originados por Penta Hipotecario (89,2%), H y M (4,2%), MutuoCentro (3,7%), Hipotecaria Concreces (2,7%) y CB Mutuos Hipotecarios (0,2%). La clasificación asignada a las Series A y B, se basa fundamentalmente en las proyecciones y estimaciones del flujo de caja y a lo establecido en los contratos de emisión de los títulos de deuda. Según lo anterior, el pago de todos los cupones se produce bajo los niveles de estrés de la categoría "AA" para la serie A y de la categoría "BBB" para la serie B, con un nivel de default del 15,0% y del 6,4% y un prepago anual de 4,5% y de 2,7%, respectivamente. La clasificación asignada a la serie subordinada C se debe a que la estructura no soporta niveles de estrés para asegurar el pago integro de ésta.

La cartera de activos del patrimonio separado, al 31 de agosto de 2008, estaba compuesta por 407 mutuos hipotecarios y un saldo insoluto de UF 210.954. La administración primaria de los contratos la efectúa Penta Hipotecario Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A. y la administración maestra es desarrollada por Securitizadora Security GMAC - RFC S.A., entidad que cuenta con procedimientos y sistemas de control adecuados para el desempeño de sus funciones.

Destaca negativamente el alto nivel de prepagos registrados en los últimos años, que a agosto de 2008 ascendía a 81 contratos, un 21,70% de la cartera original. Esta situación no es exclusiva de este patrimonio separado, y ha afectado a varios patrimonios del mismo tipo (respaldados por mutuos hipotecarios endosables y contratos de leasing habitacional), ya que las bajas tasas de interés de los últimos años ha permitido a los deudores repactar los créditos en condiciones mas favorables. Nuestra opinión es que esta situación no se mantenga en los niveles actuales y tienda a la baja, principalmente por los mayores costos de refinanciamiento, y la menor participación de créditos sobre UF

1.000, los cuales son prepagados en mayor proporción. Con los ingresos provenientes de prepagos se han rescatado láminas y sustituido créditos.

La cartera morosa presentó un alza hasta marzo de 2008 (especialmente la mora más dura, compuesta de 4 o más cuotas atrasadas), situación que se revirtió en los meses siguientes, producto principalmente a los planes de acción implementados por la securitizadora para optimizar los ingresos del patrimonio separado en los plazos pactados.

#### **CATEGORÍA AA**

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

#### **CATEGORÍA BBB**

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

#### **CATEGORÍA C**

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

## Antecedentes del emisor

Securizadora Security GMAC - RFC S.A. se encuentra inscrita en el Registro de Valores de la Superintendencia con fecha 1 de abril de 1998 y bajo el n° 640. Es una empresa filial del Grupo Security, importante conglomerado financiero nacional. Hasta agosto de 2008, Grupo Security S.A. tenía un 51,01% de la propiedad y el 48,99% restante pertenecía a GMAC-RFC Chile Inversiones Limitada. A la fecha, la entidad pertenece en un 99,98% al Grupo Security S.A. y en un 0,02% a Asesorías Security S.A., vendiendo su participación la entidad ligada a General Motors. Próximamente la securitizadora convocará a Junta General Extraordinaria de Accionistas con el objeto de modificar su razón social, de manera que ésta deje de incluir en su nombre "GMAC-RFC".

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

Los miembros del directorio y gerencia general son:

Nombre	Cargo
Francisco Silva Silva	Presidente
Carlos Budge Carvalho	Director
Ramón Eluchans Olivares	Director
Renato Peñafiel Muñoz	Director
Christian Sinclair Manley	Director
Juan Enrique Montes Molina	Gerente General

A la fecha, la securitizadora ha inscrito 11 patrimonios separados, de los cuales se han colocado 10, todos ellos vigentes al 31 de diciembre de 2007 (cabe señalar que en 2006 la securitizadora procedió a resciliar y dejar sin efecto la octava emisión de títulos de deuda con formación de patrimonio separado). Los activos de respaldo para los bonos son exclusivamente contratos de leasing habitacional y mutuos hipotecarios endosables (MHE). A continuación, el resumen de las emisiones vigentes:

Patrimonio	N° de inscripción	Valor Par al 31 de agosto de 2008 (UF)	Activos de respaldo
Patrimonio n° 1	225	398.156	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 2	228	370.522	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 3	270	425.841	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 4	319	932.599	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 5	341	235.347	Mutuos hipotecarios endosables
Patrimonio n° 6	367	508.988	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 7	420	568.720	Mutuos hipotecarios endosables
Patrimonio n° 9	495 (*)	696.770	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 10	510	1.198.736	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 11*	495 (*)	495.022	Contratos de leasing habitacional

(\*) Los Patrimonios n° 9 y n° 11 se fusionaron.

## Grupo Security

Con más de 20 años de experiencia, el Grupo Security tiene operaciones diversificadas dentro del mercado financiero local, participando en: financiamiento, inversiones, seguros, viajes y proyectos inmobiliarios. Para desarrollar tales negocios, el holding cuenta

con 10 empresas y más de 1.600 trabajadores. El Grupo Security registró utilidades acumuladas a junio de 2008 por \$ 11.885 millones, lo que representó una baja de un 44% respecto a igual mes de 2007. El Ebitda alcanzó a \$ 15.273 millones, un 37% inferior a lo registrado en el segundo trimestre de 2007. El patrimonio aumentó en un 0,8%, entre junio de 2007 y junio de 2008, y ascendió a \$ 246.271 millones.

## Antecedentes del Patrimonio Separado

### Características del Bono Securitizado

El quinto patrimonio separado de Securitizadora Security GMAC - RFC está respaldado por mutuos hipotecarios endosables emitidos por Penta Hipotecario, H y M, Mutuocentro, Hipotecaria Concreces y CB Mutuos Hipotecarios. El monto de la emisión de títulos de deuda es de UF 341.200 dividida en tres series, una preferente y las otras dos subordinadas. La serie A es por un valor de 320.000 y está compuesto por 640 títulos de un valor nominal de UF 500. La serie B (subordinada) es por un monto de UF 6.000, compuesta por 30 títulos de un valor nominal de UF 200. La serie C (subordinada) es por un monto de UF 15.200, compuesta por 76 títulos de UF 200. La tasa de interés de la serie A es de 5,8% anual y la de las series B y C es de 7,5% anual. La serie A cuenta con pagos trimestrales que incluyen capital e intereses, mientras que las series B y C sólo contempla un pago de capital e intereses al final, el 1 de julio de 2027. Los intereses de ambas series comenzaron a devengarse el 1 de octubre de 2003. El banco pagador es el Banco de Chile.

Al 31 de agosto de 2008 el saldo insoluto de la serie A asciende a UF 205.094 (incluye devengo), 64,09% del monto original, el de la serie B alcanza a UF 8.562, 142,70% respecto al monto de emisión original, y de la serie C es de UF 21.692, lo que equivale a un 142,71% del monto original.

Con los fondos que ingresan al patrimonio separado producto del prepago de créditos, la securitizadora podrá efectuar: a) sustitución de activos, y b) rescate anticipado y por sorteo de títulos de la serie preferente.

A la fecha se han rescatado 167 láminas, en 18 fechas diferentes, la última de ellas el 1º de octubre de 2008, las que en total suman UF 75.853.

Algunas características de la emisión:

	Serie A	Serie B	Serie C	Total
Valor Nominal Original (UF)	320.000	6.000	15.200	341.200
Valor Nominal Título (UF)	500	200	200	-
Valor Par al 31 de Ago. 08 (UF)	205.094	8.562	21.692	235.348
Tasa de Interés anual	5,8%	7,5%	7,5%	-
	Trimestral (Enero, Abril, Julio y Octubre)	Al vencimiento	Al vencimiento	
Pago de Intereses				
	Trimestral (Enero, Abril, Julio y Octubre)	Al Vencimiento	Al Vencimiento	
Amortizaciones				
Vencimiento	Julio de 2027	Julio de 2027	Julio de 2027	
		No pueden ser rescatados	No pueden ser rescatados	
Rescate Anticipado	Contempla y Registra	anticipadamente	anticipadamente	

## Inversiones

La Securitizadora esta facultada, según consta en el contrato de emisión, a invertir los ingresos netos de caja del patrimonio separado, los que se contabilizarán en la cuenta valores negociables. Se podrá invertir en los siguientes instrumentos:

- Títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile, o que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor al vencimiento.
- Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizadas por éstas.
- Letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras.
- Bonos y efectos de comercio, emitidos por empresas públicas y privadas, que se encuentren registradas en la Superintendencia de Valores y Seguros.
- Cuotas de fondos mutuos que inviertan en renta fija de corto plazo nacional.

A agosto de 2008 sólo se han invertido los recursos en cuotas de fondos mutuos, manteniendo un porcentaje suficiente en la cuenta corriente. El saldo disponible asciende a UF 11.892, de los cuales UF 3.964, pertenecen al fondo de prepago.

## Costos

Los costos fijos del patrimonio separado, según el contrato de emisión, no podrán superar las UF 2.448 anuales, lo que comprende al representante de los tenedores de bonos, administrador maestro, clasificadoras de riesgo, banco pagador y auditoría externa.

## Características del activo de respaldo

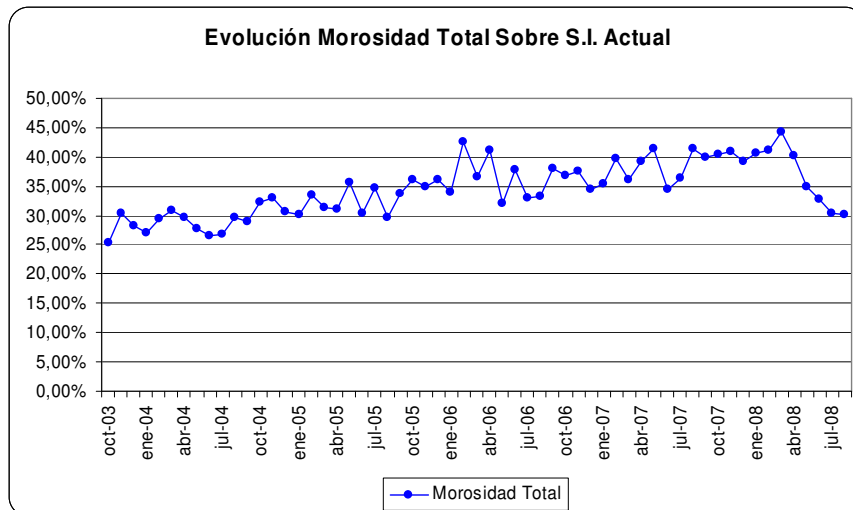
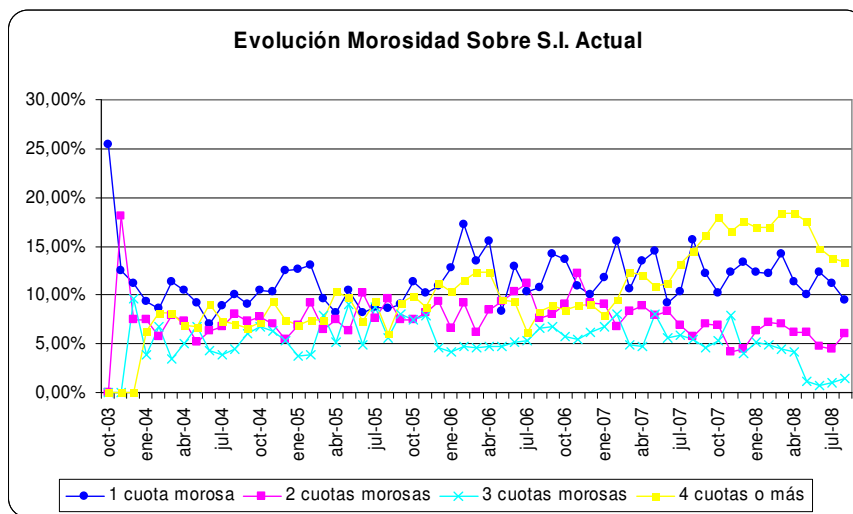
El activo subyacente que respalda la emisión esta constituido por mutuos hipotecarios endosables originados por Penta Hipotecario, H y M, Mutuocentro, Hipotecaria Concreces y CB Mutuos Hipotecarios. La cartera original estaba compuesta por 482 contratos por un valor contable de UF 323.514 y una tasa de interés promedio de 9,03%. A agosto de 2008 la cartera esta formada por 407 contratos y un saldo insoluto de UF 210.954. La relación deuda - garantía es de un 67,1% y la tasa de interés promedio de los activos alcanza a 9,00%. El 85,01% de las viviendas están ubicadas en la región metropolitana, mientras que la distribución por comuna está encabezada por Quilicura con un 33,42%, seguida por Puente Alto, Maipú y Macul con 9,83%; 6,63% y 5,16%; respectivamente.

Los principales datos de los activos son:

	Actual (31/08/2008)	Original
Saldo Insoluto	210.954	323.514
Nº de Operaciones	407	482
Valor Promedio Garantía	896	968
Valor Promedio Saldo Insoluto	518	671
Plazo Remanente	180	241
Relación Deuda Garantía	57,8%	69,3%
Tasa Interés Promedio	9,0%	9,0%

## Morosidad de la Cartera

La cartera mostró un comportamiento en términos de morosidad total creciente hasta marzo de 2008, mes en el que se ubicó en un 44,22% del saldo insoluto de la cartera (mes de peor desempeño, explicado mayoritariamente por la morosidad de cuatro o más cuotas). Sin embargo, dicha situación ha logrado ser revertida, bajando al 30,25% a agosto de 2008, que se compara favorablemente con lo observado en igual mes de 2007 (41,36%). Los mutuos hipotecarios con una cuota morosa representan un 9,44%, los con tres cuotas atrasadas un 1,39% y los con cuatro o más cuotas un 13,39% a agosto de 2008. Estos indicadores son inferiores a los registrados en agosto de 2007, donde las morosidades en 1, tres y cuatro o más cuotas representaron el 15,68%, 5,45% y 14,51% del saldo insoluto, respectivamente. Aquellos mutuos con 2 cuotas atrasadas exhiben un leve aumento entre agosto de 2007 y agosto de 2008, desde 5,72% a 6,01%.

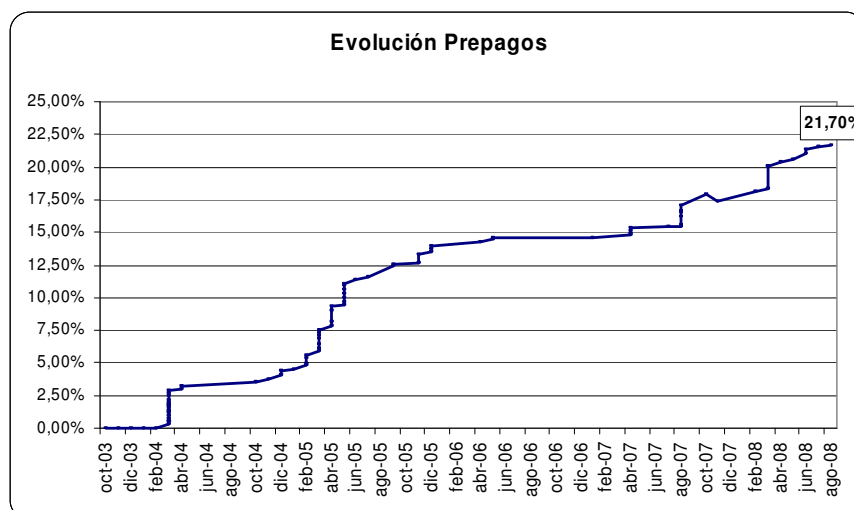


## Prepagos de la cartera

En el año 2005, el número de prepagos aumentó de manera importante respecto a 2004. Los años siguientes tuvieron un alza menor. A diciembre de 2004 los prepagos acumulados totales no superaban el 5% de la cartera (4,42%), pero a diciembre de 2005 acumulaban 13,96% (año con mayor incremento a la fecha, en el que los prepagos representaron un 9,54% solo ese período), a diciembre de 2006 acumulaban 14,61% (0,65% en el año), y a diciembre de 2007 acumulaban 17,91% (3,30% en el año). Entre el inicio del patrimonio y agosto de 2008 se han prepagado 81 contratos, por un valor de UF 70.189, lo que representa un 21,70% de la cartera original (en los primeros ocho meses de 2008 se han prepagado 10 contratos por UF 12.248, lo que representa un 3,79% de la cartera original). La tasa de prepago anual promedio alcanza a un 4,34%, porcentaje que aún se sitúa en el nivel esperado para esta estructura.

Este aumento en la tasa de prepago no es una situación exclusiva de este patrimonio separado, sino algo que se ha extendido en la industria, producto de las bajas tasas de interés observadas en el periodo. La reducción de las tasas, ha permitido que muchos deudores refinancien sus créditos a tasas más convenientes y prepaguen las obligaciones contraídas anteriormente a tasas más elevadas. Los ingresos por concepto de prepago se mantienen en la cuenta Fondo de Prepago y han sido utilizados para incorporar nuevos activos y para prepagar el bono. Los prepagos disminuyen los ingresos futuros del patrimonio separado, cambiándolo por un ingreso presente. Además, disminuye el diferencial de spread existente entre activos y pasivos, que sostiene la estructura. Sin embargo, las incorporaciones efectuadas mitigan en parte la pérdida de spread generada por este concepto.

Con todo, en el actual escenario económico se está observando que las tasas de interés han comenzado a subir, lo que implicaría una reducción, o al menos una estabilización, en las tasas de prepagos de los créditos, con el consiguiente beneficio para el patrimonio separado.



## Término de Contratos

Al 31 de agosto de 2008, se han registrado 6 términos de contrato como resultado del no pago de parte del deudor. El saldo insoluto de los contratos terminados es de UF 4.698, que representa un 1,45% de la cartera original. Dos contratos ya han sido recuperados, vendiéndose las viviendas, mientras que otros cuatro se mantienen en stock.

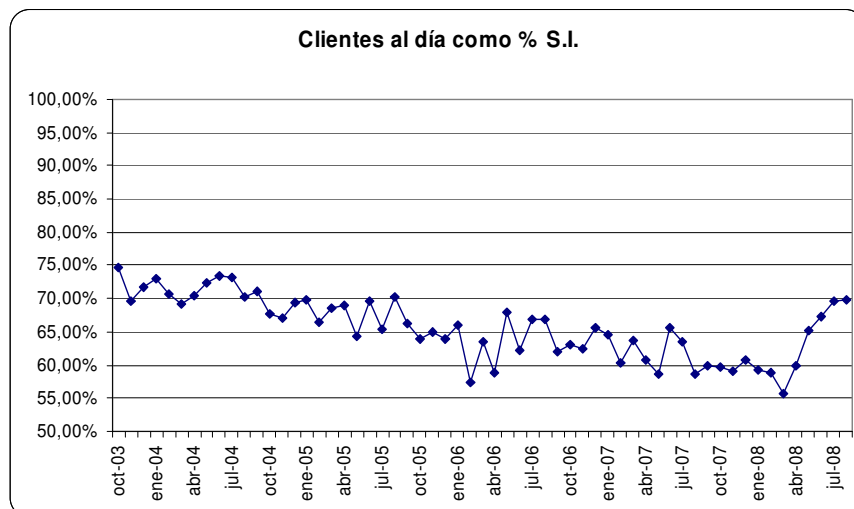
## Sustitución de Contratos

Con los ingresos provenientes de los prepagos parciales y totales, al 31 de agosto de 2008 se han efectuado dos sustituciones de activos por un monto de UF 12.003 (saldo insoluto inicial). Dichas sustituciones implicaron la incorporación de 19 nuevos mutuos hipotecarios, de los cuales 2 fueron prepagados, en julio de 2007 y junio de 2008, respectivamente. El detalle es el siguiente:

	Abr - 04	Ene- 06	Total
Nº de Contratos	6	11	17
Saldo Insoluto inicial (UF)	3.921	5.791	9.712
Saldo Insoluto 31/ago/08 (UF)	3.444	5.136	8.580

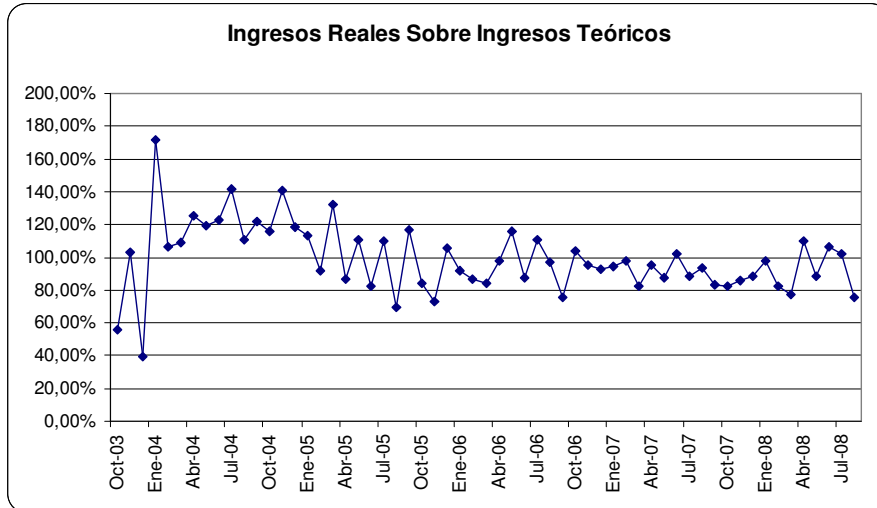
## Flujos del activo

Los ingresos producto de los pagos de clientes al día están por debajo de los flujos teóricos, lo que es esperable, y como vemos en el siguiente gráfico, ha oscilado entre un 55% y un 75% aproximadamente, con un promedio de 69,75% en los últimos 5 años. Las mejores tasas de cumplimiento se observaron en 2004 con un promedio de 70,62%, mientras que la más baja fue en 2007 con un 61,28%. A partir de mayo de 2008 este indicador presenta una mejoría, alcanzando un 69,75% a agosto (el promedio del año se ubica en un 63,18%).

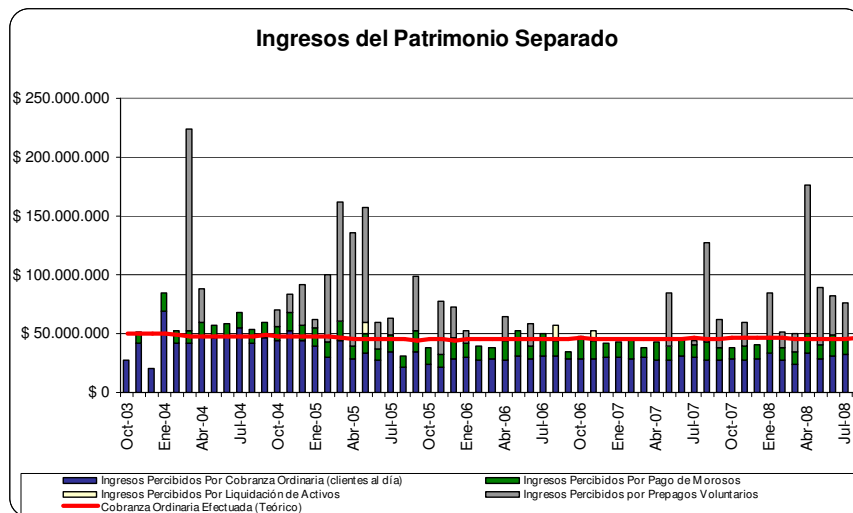


Además de los pagos ordinarios, los ingresos del patrimonio separado se componen de los pagos morosos, las liquidaciones de activos y los prepagos, los que han tenido una participación importante en los ingresos totales.

Si analizamos los ingresos provenientes de pagos al día más los morosos (incluyen intereses por el atraso), los flujos efectivos se tienden a estabilizar entre el 80% y el 110% de los flujos teóricos a partir de 2006. En el acumulado los ingresos efectivos representaron un 100,90% de los ingresos teóricos.



En los últimos 5 años, los ingresos por pago de cuotas al día representan un 48,25% del total acumulado, mientras que los ingresos por prepagos representan un 32,62% de los ingresos acumulados por el patrimonio separado. En el gráfico, la línea roja muestra los flujos teóricos, la barra de color azul corresponde a los ingresos efectivos por pagos al día y la sección gris a los ingresos por prepagos.



## Proyección Flujo de Caja

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

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

Para realizar este análisis, proyectamos los siguientes flujos:

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

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

### Ingresos generados por activos

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

### Costos del patrimonio separado

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

### Pérdida potencial

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

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

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

Para cada tipo de activos que pueden formar parte del colateral existen supuestos sobre su probabilidad de default. Los supuestos sobre los cuales se estima esta pérdida máxima son más estrictos mientras mejor sea la clasificación de riesgo que se desea obtener. La tabla base de probabilidad de default para mutuos hipotecarios endosables utilizada en el cálculo es la siguiente:

<b>Clasificación</b>	<b>Probabilidad de Default</b>
<b>AAA</b>	15%
<b>AA</b>	12%
<b>A</b>	8%
<b>BBB</b>	6%
<b>BB</b>	3%

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

- Cantidad de préstamos en la cartera
- Relación Deuda / Garantía
- Relación Carga Financiera / Ingresos
- Destino de la vivienda (Primera vivienda, Vacaciones, Inversión)
- Trabajador dependiente o independiente
- Historial crediticio del deudor y aval
- Tasa de interés variable o fija
- Madurez del préstamo
- Plazo residual del préstamo
- Monto del préstamo
- Respeto de las políticas de originación
- Información completa y confiable
- Seguro de cesantía
- Concentración Geográfica

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

<b>Clasificación</b>	<b>Probabilidad de Default Base</b>	<b>Probabilidad de Default Modificada</b>
<b>AAA</b>	15%	15,99%
<b>AA</b>	12%	12,79%
<b>A</b>	8%	8,53%
<b>BBB</b>	6%	6,39%
<b>BB</b>	3%	3,20%

Sin embargo, adoptando un criterio más conservador, se optó por utilizar una probabilidad de default de 15,00% y no el 12,79% que utiliza el modelo original para una categoría de riesgo de "AA".

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

- Las pérdidas se comienzan a aplicar el mes 13, en forma creciente hasta el mes 24.
- A partir del mes 24 y hasta el mes 36 las pérdidas por mes se mantienen constantes.
- A partir del mes 36 y hasta el mes 72 las pérdidas aplicadas comienzan a descender.
- Al mes 72 se han aplicado el 100% de las pérdidas.

De esta manera se calcula la cantidad de contratos que caen en default cada mes, desde el mes 13 hasta el mes 72.

### Liquidación de Garantías

Ante la cesación de pagos de uno o más contratos, y luego de pasar por lo trámites legales correspondientes y con el fin de recuperar el saldo insoluto aún adeudado, se procede al remate de las viviendas dejadas en garantía, las cuales constituyen un ingreso a considerar en el flujo de caja.

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

<b>CLASIFICACIÓN</b>	<b>% Pérdida valor de la vivienda</b>	<b>% Costos Legales *</b>	<b>% Intereses Devengados *</b>
<b>AAA</b>	55%	17%	13%
<b>AA</b>	48%	17%	13%
<b>A</b>	44%	17%	13%
<b>BBB</b>	40%	17%	13%
<b>BB</b>	35%	17%	13%
<b>B</b>	28%	17%	13%

\* En base al saldo insoluto de la deuda, al momento de producirse la cesación de pagos

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

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

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

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

La información histórica del patrimonio muestra que la recuperación efectiva por liquidación de activos ha sido superior a la supuesta en el modelo.

### Prepagos

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

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

En la estructuración del flujo de caja, ICR considera los siguientes niveles de prepago, para carteras compuestas por mutuos hipotecarios:

<b>Clasificación</b>	<b>Tasa de Prepago Anualizada</b>
<b>AAA</b>	5,8%
<b>AA</b>	4,5%
<b>A</b>	3,6%
<b>BBB</b>	2,7%
<b>BB</b>	2,3%

### Ingresos Financieros y Retiros de Excedentes y otros

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

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

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

### **Resultado del Flujo de Caja**

Los flujos de ingresos calculados en el caso en que todos los pagos de la cartera de créditos fuesen realizados en los plazos y montos pactados, fueron modificados de acuerdo a los niveles de default y prepagos calculados. A éstos flujos se les restan los gastos del patrimonio separado y se obtienen los excedentes o déficit de caja mes a mes. Los flujos finales mensuales, acumulados en un fondo de reserva, deben ser siempre positivos y suficientes para el pago de todas las obligaciones contraídas por el patrimonio separado.

Por otra parte, los ingresos mensuales producidos por prepagos y liquidación de garantías (netos de gastos de liquidación) se utilizan para prepagar la serie senior de los títulos de deuda emitidos, según lo descrito en el contrato de emisión.

La estructura de ingresos y egresos obtenida para el patrimonio separado soporta todos los costos y el pago a cabalidad de los cupones de las series A y B (subordinada) de la emisión en un escenario con categoría de riesgo "AA" y "BBB", respectivamente. Esta misma estructura no soporta niveles de stress para poder cumplir con el pago de la serie C (subordinada), por lo cual su clasificación de riesgo es en categoría C.

### **Análisis del Flujo**

Bajo los niveles de stress correspondientes a la categoría "AA", la estructura soporta la caída en un 15,0% en los ingresos, los cuales se distribuyen de manera irregular desde el mes 13 y hasta el mes 72 (ver Aplicación de la Pérdida Potencial), lo cual provoca una reducción tanto en el valor par como en los ingresos futuros esperados de la cartera, afectando sus posibilidades de generar el spread necesario para cubrir el diferencial de los títulos de deuda emitidos.

La estructura además soporta una tasa de prepagos anualizada de un 4,5%, calculada sobre saldo insoluto vigente, durante la duración de la cartera, llegando a un prepagos acumulado total de un 28%, respecto al saldo insoluto inicial de la cartera.

Los pagos anticipados (forzados y voluntarios), provocan una caída de los ingresos totales recibidos en relación al escenario donde todos los pagos de la cartera se realizan en el plazo y monto acordados, debido principalmente a la baja en el rendimiento de la cartera.

Esta baja en el rendimiento de la cartera se compensa, en parte, al tomar la opción de prepagar los cupones de la serie senior de los títulos de deuda, opción utilizada por ser más conservadora que la sustitución de activos a tasas similares a las de los activos

originales. La opción de prepago de la serie senior reduce significativamente tanto la rentabilidad como el duration de la serie.

Otras variables como la morosidad, distribución de la pérdida esperada, tiempo y distribución de garantías fueron sensibilizadas, obteniéndose resultados acordes a la clasificación en Categoría "AA".

## Administración

### Administración Primaria y Cobranza

La administración primaria es ejercida por Penta Hipotecario que depende directamente de Penta Compañía de Seguros de Vida S.A., por lo que las políticas de originación de Penta Hipotecario son definidas por su matriz. La originación de mutuos hipotecarios es una línea de producto dentro de la compañía de seguros. El comité de crédito está integrado por analistas y gerentes de la matriz y, en caso de operaciones por montos mayores y para el análisis de las excepciones, por el gerente general.

Servipag y el Banco de Chile prestan el servicio de recaudación de los dividendos al día y hasta 15 días después de vencido el plazo de pago. Además, Penta promueve la utilización de sistemas de pagos automáticos (PAC).

La cobranza prejudicial está a cargo de SERVINCO, que genera información diaria de recaudación 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 llamadas telefónicas, avisos 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. 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. El comité de cobranza se reúne mensualmente y analiza la gestión de cobranza del período, así como los deudores con casos problemáticos.

La emisión de dividendos se realiza en forma automática, siendo enviados por correo a los deudores. Las cuotas hasta el día 25 pueden ser pagadas en los centros de recaudación tradicionales. Estos informan periódicamente sobre el estado de la cobranza. Posteriormente, la información es procesada en la empresa por medios magnéticos y son preparados listados por cada cartera bajo administración.

### Administración Maestra

Esta labor es efectuada por Securitizadora Security GMAC - RFC S.A. La información proveniente del administrador primario es recibida por la securitizadora la segunda semana de cada mes. Esta información es recepcionada y procesada por el área de

operaciones. En una primera instancia se realiza una cuadratura que permite validar los datos, comparando la información con los pagos ingresados a la securitizadora.

Posteriormente se generan reportes diferenciados para clasificadores de riesgo (según requisitos individuales), y para análisis interno de la securitizadora. Este proceso aún mantiene operaciones manuales pero se encuentra en desarrollo una automatización total de la administración de la información.

El análisis interno efectuado por la securitizadora se basa principalmente en la liquidez y la solvencia de los patrimonios separados, para lo cual se proyectan flujos de caja estresados según el historial particular de cada patrimonio. Se generan de forma automática cuadros de prepago y mora.

La decisión, respecto a las inversiones de los diferentes patrimonios separados, es tomada por el subgerente de operaciones, cumpliendo en todo momento con lo señalado en los contratos de emisión respectivos. Además, la securitizadora se encarga de administrar la caja para el pago de los cupones trimestrales y el recate anticipado de láminas producto de prepagos. Cuentan con un respaldo de información diario y mensual en servidores externos de propiedad del Grupo Security.

### **Representante de los Tenedores de Bonos**

Banco de Chile es el representante de los tenedores de bonos. La entidad es la segunda institución financiera en el país medida en volumen de colocaciones, que a agosto de 2008 alcanzaba una participación de mercado de 19,34%. Tiene una red de 438 sucursales y 1.503 cajeros automáticos, además de los canales de distribución electrónicos. Es un banco universal, dirigido a todos los segmentos del mercado: personas, pequeñas y medianas empresas y corporaciones, ofreciendo una amplia gama de productos y servicios financieros. Adicionalmente al banco, existen empresas filiales que completan la oferta de servicios financieros. Su clasificación de riesgo en escala internacional es A. Las colocaciones totales del banco a agosto de 2008 ascendían a MM\$ 12.992.099, mientras que las utilidades alcanzaban a MM\$ 187.090.

## Resumen transacción

Monto de la emisión	Serie A: UF 320.000 Serie B: UF 6.000 Serie C: UF 15.200
Títulos	Serie A: 640 títulos por un valor de UF 500 Serie B: 30 títulos por un valor de UF 200 Serie C: 76 títulos de UF 200
Monto actual	Serie A: UF 205.094 Serie B: UF 8.562 Serie C: UF 21.692
Tasa de interés	Serie A: 5,8% anual Series B y C: 7,5% anual
Pago de intereses	Serie A: 95 cuotas trimestrales Series B y C: un pago al final (01/07/27)
Amortizaciones de capital	Serie A: 95 cuotas trimestrales Series B y C: un pago al final (01/07/27)
Activo de respaldo	Contratos de mutuos hipotecarios
Administrador Maestro	Securitizadora Security - GMAC RFC S.A.
Representante de los tenedores de bonos	Banco de Chile
Administrador Primario	Penta Hipotecario
Originadores	Penta Hipotecario, H y M, Mutuocentro, Hipotecaria Concreces y CB Mutuos Hipotecarios

## Anexo: Tabla de Desarrollo Serie A

Fecha	Cuota Interés	Cuota Amortiz.	Intereses	Amortiz.	Total Cuota	Saldo Insoluto
01/01/2004	1	1	7,1	0,18	7,27	499,82
01/04/2004	2	2	7,09	0,18	7,27	499,65
01/07/2004	3	3	7,09	5,23	12,32	494,42
01/10/2004	4	4	7,02	5,31	12,32	489,11
01/01/2005	5	5	6,94	4,69	11,63	484,42
01/04/2005	6	6	6,88	4,76	11,63	479,66
01/07/2005	7	7	6,81	4,83	11,63	474,84
01/10/2005	8	8	6,74	4,89	11,63	469,94
01/01/2006	9	9	6,67	4,96	11,63	464,98
01/04/2006	10	10	6,6	5,03	11,63	459,94
01/07/2006	11	11	6,53	4,22	10,75	455,72
01/10/2006	12	12	6,47	4,28	10,75	451,45
01/01/2007	13	13	6,41	4,34	10,75	447,11
01/04/2007	14	14	6,35	4,4	10,75	442,7
01/07/2007	15	15	6,28	4,46	10,75	438,24
01/10/2007	16	16	6,22	4,53	10,75	433,71
01/01/2008	17	17	6,16	4,59	10,75	429,12
01/04/2008	18	18	6,09	4,64	10,73	424,48
01/07/2008	19	19	6,03	4,71	10,73	419,78
01/10/2008	20	20	5,96	4,77	10,73	415
01/01/2009	21	21	5,89	4,84	10,73	410,16
01/04/2009	22	22	5,82	5,87	11,69	404,29
01/07/2009	23	23	5,74	5,92	11,66	398,38
01/10/2009	24	24	5,65	6	11,66	392,38
01/01/2010	25	25	5,57	6,08	11,65	386,3
01/04/2010	26	26	5,48	6,07	11,55	380,23
01/07/2010	27	27	5,4	6,09	11,49	374,13
01/10/2010	28	28	5,31	6,11	11,42	368,02
01/01/2011	29	29	5,22	6,2	11,42	361,83
01/04/2011	30	30	5,14	6,28	11,42	355,54
01/07/2011	31	31	5,05	6,37	11,42	349,17
01/10/2011	32	32	4,96	6,46	11,42	342,71
01/01/2012	33	33	4,86	6,53	11,4	336,17
01/04/2012	34	34	4,77	6,54	11,32	329,63
01/07/2012	35	35	4,68	6,55	11,23	323,08
01/10/2012	36	36	4,59	6,64	11,23	316,44
01/01/2013	37	37	4,49	6,73	11,23	309,71
01/04/2013	38	38	4,4	6,83	11,23	302,88
01/07/2013	39	39	4,3	6,93	11,23	295,96
01/10/2013	40	40	4,2	7,02	11,22	288,94
01/01/2014	41	41	4,1	7,11	11,21	281,83
01/04/2014	42	42	4	7,19	11,19	274,63
01/07/2014	43	43	3,9	7,24	11,14	267,39
01/10/2014	44	44	3,8	7,26	11,06	260,13
01/01/2015	45	45	3,69	7,27	10,97	252,86
01/04/2015	46	46	3,59	7,33	10,92	245,52
01/07/2015	47	47	3,49	7,42	10,9	238,11
01/10/2015	48	48	3,38	7,52	10,9	230,58
01/01/2016	49	49	3,27	7,63	10,9	222,95
01/04/2016	50	50	3,16	7,74	10,9	215,22
01/07/2016	51	51	3,06	7,83	10,89	207,39
01/10/2016	52	52	2,94	7,88	10,82	199,5
01/01/2017	53	53	2,83	7,66	10,49	191,85
01/04/2017	54	54	2,72	7,4	10,12	184,45
01/07/2017	55	55	2,62	7,18	9,8	177,27
01/10/2017	56	56	2,52	7,05	9,56	170,22
01/01/2018	57	57	2,42	6,91	9,33	163,31
01/04/2018	58	58	2,32	6,61	8,93	156,7
01/07/2018	59	59	2,22	6,43	8,65	150,27
01/10/2018	60	60	2,13	6,32	8,45	143,96
01/01/2019	61	61	2,04	6,27	8,32	137,68
01/04/2019	62	62	1,95	6,34	8,29	131,35
01/07/2019	63	63	1,86	6,41	8,28	124,94
01/10/2019	64	64	1,77	6,47	8,24	118,47
01/01/2020	65	65	1,68	6,56	8,24	111,91
01/04/2020	66	66	1,59	6,58	8,16	105,34
01/07/2020	67	67	1,5	6,66	8,16	98,68
01/10/2020	68	68	1,4	6,73	8,13	91,95
01/01/2021	69	69	1,31	6,8	8,11	85,14
01/04/2021	70	70	1,21	6,86	8,07	78,28
01/07/2021	71	71	1,11	6,87	7,99	71,41
01/10/2021	72	72	1,01	6,81	7,82	64,6
01/01/2022	73	73	0,92	6,68	7,6	57,92
01/04/2022	74	74	0,82	6,26	7,08	51,66
01/07/2022	75	75	0,73	5,74	6,47	45,92
01/10/2022	76	76	0,65	4,94	5,59	40,98
01/01/2023	77	77	0,58	3,95	4,53	37,03
01/04/2023	78	78	0,53	2,93	3,46	34,1
01/07/2023	79	79	0,48	2,31	2,8	31,79
01/10/2023	80	80	0,45	2,26	2,71	29,53
01/01/2024	81	81	0,42	2,26	2,68	27,26
01/04/2024	82	82	0,39	2,3	2,68	24,97
01/07/2024	83	83	0,35	2,33	2,68	22,64
01/10/2024	84	84	0,32	2,3	2,62	20,34
01/01/2025	85	85	0,29	2,29	2,58	18,05
01/04/2025	86	86	0,26	2,18	2,44	15,87
01/07/2025	87	87	0,23	2,14	2,36	13,73
01/10/2025	88	88	0,19	1,94	2,14	11,79
01/01/2026	89	89	0,17	1,95	2,12	9,83
01/04/2026	90	90	0,14	1,92	2,06	7,92
01/07/2026	91	91	0,11	1,89	2	6,03
01/10/2026	92	92	0,09	1,82	1,91	4,2
01/01/2027	93	93	0,06	1,67	1,73	2,53
01/04/2027	94	94	0,04	1,41	1,45	1,12
01/07/2027	95	95	0,02	1,12	1,13	0



STRATEGIC ALLIANCE WITH



Clasificadora de Riesgo

Insight beyond the rating.

## Tabla de Desarrollo Series B y C

Fecha	Cuota Interés	Cuota Amortiz.	Intereses	Amortiz.	Total Cuota	Saldo Insoluto
01/01/2004						203,65
01/04/2004						207,36
01/07/2004						211,15
01/10/2004						215
01/01/2005						218,92
01/04/2005						222,92
01/07/2005						226,98
01/10/2005						231,13
01/01/2006						235,34
01/04/2006						239,64
01/07/2006						244,01
01/10/2006						248,46
01/01/2007						252,99
01/04/2007						257,61
01/07/2007						262,31
01/10/2007						267,09
01/01/2008						271,97
01/04/2008						276,93
01/07/2008						281,98
01/10/2008						287,13
01/01/2009						292,36
01/04/2009						297,7
01/07/2009						303,13
01/10/2009						308,66
01/01/2010						314,29
01/04/2010						320,03
01/07/2010						325,86
01/10/2010						331,81
01/01/2011						337,86
01/04/2011						344,03
01/07/2011						350,3
01/10/2011						356,7
01/01/2012						363,2
01/04/2012						369,83
01/07/2012						376,58
01/10/2012						383,45
01/01/2013						390,44
01/04/2013						397,57
01/07/2013						404,82
01/10/2013						412,21
01/01/2014						419,73
01/04/2014						427,38
01/07/2014						435,18
01/10/2014						443,12
01/01/2015						451,21
01/04/2015						459,44
01/07/2015						467,82
01/10/2015						476,36
01/01/2016						485,05
01/04/2016						493,9
01/07/2016						502,91
01/10/2016						512,08
01/01/2017						521,43
01/04/2017						530,94
01/07/2017						540,63
01/10/2017						550,49
01/01/2018						560,53
01/04/2018						570,76
01/07/2018						581,17
01/10/2018						591,78
01/01/2019						602,57
01/04/2019						613,57
01/07/2019						624,76
01/10/2019						636,16
01/01/2020						647,77
01/04/2020						659,58
01/07/2020						671,62
01/10/2020						683,87
01/01/2021						696,35
01/04/2021						709,05
01/07/2021						721,99
01/10/2021						735,16
01/01/2022						748,57
01/04/2022						762,23
01/07/2022						776,14
01/10/2022						790,3
01/01/2023						804,72
01/04/2023						819,4
01/07/2023						834,35
01/10/2023						849,57
01/01/2024						865,07
01/04/2024						880,85
01/07/2024						896,92
01/10/2024						913,29
01/01/2025						929,95
01/04/2025						946,92
01/07/2025						964,19
01/10/2025						981,78
01/01/2026						999,7
01/04/2026						1.017,94
01/07/2026						1.036,51
01/10/2026						1.055,42
01/01/2027						1.074,67
01/04/2027						1.094,28
01/07/2027	1	1	19,96	1.094,28	1.114,25	0