



Clasificadora de Riesgo

STRATEGIC ALLIANCE WITH



Insight beyond the rating.

Securitizadora Security S.A. Quinto Patrimonio Separado

SECURITIZADORA

security

Reseña Anual de Clasificación Noviembre de 2009

"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	AA
Serie B	BBB	BBB
Serie C	C	C

Analista responsable:
Jorge Checura: jchecura@icrchile.cl

Fecha de Corte Cartera: 31 agosto de 2009

Resumen de Clasificación

ICR, ratifica en Categoría AA, en Categoría BBB y en Categoría C, con Tendencia "Estable" la serie A, serie B (subordinada) y la serie C (subordinada), respectivamente, del Quinto Patrimonio Separado de Securitizadora Security S.A., número de inscripción en la Superintendencia de Valores y Seguros N° 341 con fecha del 9 de septiembre de 2003, el cual está respaldado con mutuos hipotecarios originados por Penta Hipotecario (89,8%), H & M (4,4%), Mutuocentro (2,9%) y Hipotecaria Concreces (2,6%).

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 17,5% y del 8,7%, y un prepago anual sobre saldo insoluto vigente de 10,4% y de 6,2%, 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 2009, estaba compuesta por 383 mutuos hipotecarios y un saldo insoluto de UF 189.868. 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 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 2009 ascendía a 99 contratos, un 24,2% de la cartera original. Esta situación no es exclusiva de este patrimonio separado, y afectó 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 permitió a los deudores repactar los créditos en condiciones mas favorables. Pese a esto, la estructura de este patrimonio no se ha visto afectado, pudiendo en todo momento cumplir con sus obligaciones, además que cuenta con una baja participación de créditos sobre UF 1.000, los cuales son prepagados en mayor proporción. Con los ingresos provenientes de prepagos se

rescataron láminas y sustituyeron créditos, pero en la actualidad sólo se está rescatando láminas.

La cartera morosa presentó un alza hasta marzo de 2008 (especialmente la mora más dura, compuesta de 6 o más cuotas atrasadas), llegando la morosidad total a 44,2% del saldo insoluto de ese periodo, 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, con lo que agosto de 2009 la morosidad total llegó a 25,3%.

Definición de Categorías

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

Securitizadora Security 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., dado que GMAC-RFC vendió su participación al Grupo Security.

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 Carvallo	Director
Ramón Eluchans Olivares	Director
Renato Peñafiel Muñoz	Director
Christian Sinclair Manley	Director
Juan Enrique Montes Molina	Gerente General

A la fecha, la securitizadora tiene inscrito 10 patrimonios separados en la Superintendencia de Valores y Seguros, pero cabe destacar que la serie A y la serie B del Patrimonio n° 1 se rescató anticipadamente en julio y agosto de 2009, respectivamente. 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 2009 (M\$)	Activos de respaldo
Patrimonio n° 1	225	-	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 2	228	7.505.738	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 3	270	8.572.867	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 4	319	18.692.901	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 5	341	4.474.029	Mutuos hipotecarios endosables
Patrimonio n° 6	367	15.246.637	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 7	420	10.939.817	Mutuos hipotecarios endosables
Patrimonio n° 9	495 (*)	36.030.648	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 10	510	23.916.149	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 13	582	15.664.663	Contratos de leasing habitacional

(*) El Patrimonio n° 9 corresponde a la fusión del Patrimonio n° 9 (n° 495), Patrimonio 11 (n° 518) y el Patrimonio n° 12 (n° 586).

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 7 empresas y sus respectivas filiales y más de 2.200 trabajadores. El Grupo Security

registró utilidades acumuladas a junio de 2009 por MM\$ 15.381, lo que representó un aumento de un 29% nominal con respecto a igual mes de 2008, con activos por MM\$ 482.998 y un patrimonio que ascendió a MM\$ 268.301.

Antecedentes del Patrimonio Separado

Características del Bono Securitizado

El quinto patrimonio separado de Securitizadora Security S.A. se encuentra respaldado por mutuos hipotecarios endosables emitidos por Penta Hipotecario, H & M, Mutuocentro y Hipotecaria Concreces. El monto de la emisión de títulos de deuda fue de UF 341.200 dividida en tres series, una preferente y las otras dos subordinadas. La serie A fue por un valor de 320.000 y está compuesto por 640 títulos de un valor nominal de UF 500. La serie B (subordinada) fue 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 vencimiento del bono, el 1 de julio de 2027. Los intereses de las series comenzaron a devengarse el 1 de octubre de 2003.

Al 31 de agosto de 2009 el saldo insoluto de la serie A asciende a UF 179.668, 56,15% del monto original, el de la serie B alcanza a UF 9.094, 151,56% respecto al monto de emisión original, y de la serie C es de UF 21.692, lo que equivale a un 151,56% 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.

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. 09 (UF)	179.668	9.094	23.038	211.800
Tasa de Interés anual	5,8%	7,5%	7,5%	-
Pago de Intereses	Trimestral (Enero, Abril, Julio y Octubre)	Al vencimiento	Al vencimiento	
Amortizaciones	Trimestral (Enero, Abril, Julio y Octubre)	Al Vencimiento	Al Vencimiento	
Vencimiento	01 de Julio 2027	01 de Julio 2027	01 de Julio 2027	
Rescate Anticipado	Contempla y Registra	No pueden ser rescatados anticipadamente	No pueden ser rescatados 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:

- a. 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.
- b. Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizadas por éstas.
- c. Letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras.
- d. Bonos y efectos de comercio, emitidos por empresas públicas y privadas, que se encuentren registradas en la Superintendencia de Valores y Seguros.
- e. Cuotas de fondos mutuos que inviertan en renta fija de corto plazo nacional.

A agosto de 2009 sólo se han invertido los recursos en cuotas de fondos mutuos (Banchile, Banco Bice, Santander y Celfin Capital), manteniendo un porcentaje suficiente en la cuenta corriente. El saldo total disponible asciende a UF 11.961, de los cuales UF 4.066, pertenecen al fondo de prepago.

Según consta en la escritura específica, la cuenta "Valores Negociables" tiene como única restricción el no permitir que el saldo deudor de esta cuenta sea menor a UF 2.000.

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, auditoría externa, entre otros.

Características del activo de respaldo

El activo subyacente que respalda la emisión, a agosto de 2009, se encuentra constituido por 383 mutuos hipotecarios endosables, originados por Penta Hipotecario (89,8% del total de contratos), H & M (4,4%), Mutuocentro (2,9%) y Hipotecaria Concreces (2,6%), con un saldo insoluto de UF 189.868. La relación deuda (saldo insoluto actual) - garantía (menor valor entre compraventa y la tasación) como promedio y promedio ponderado es un 55,5% y 58,3%, respectivamente, mientras que el promedio ponderado de la tasa de interés de los activos alcanza a 9,0% y el plazo remanente de la cartera a 170 meses. El 85,9% de las viviendas están ubicadas en la región metropolitana, mientras que la distribución por comuna está encabezada por Quilicura con un 34,7%, seguida por Puente Alto, Maipú y Macul con un 9,7%, 6,3% y 5,0%, respectivamente.

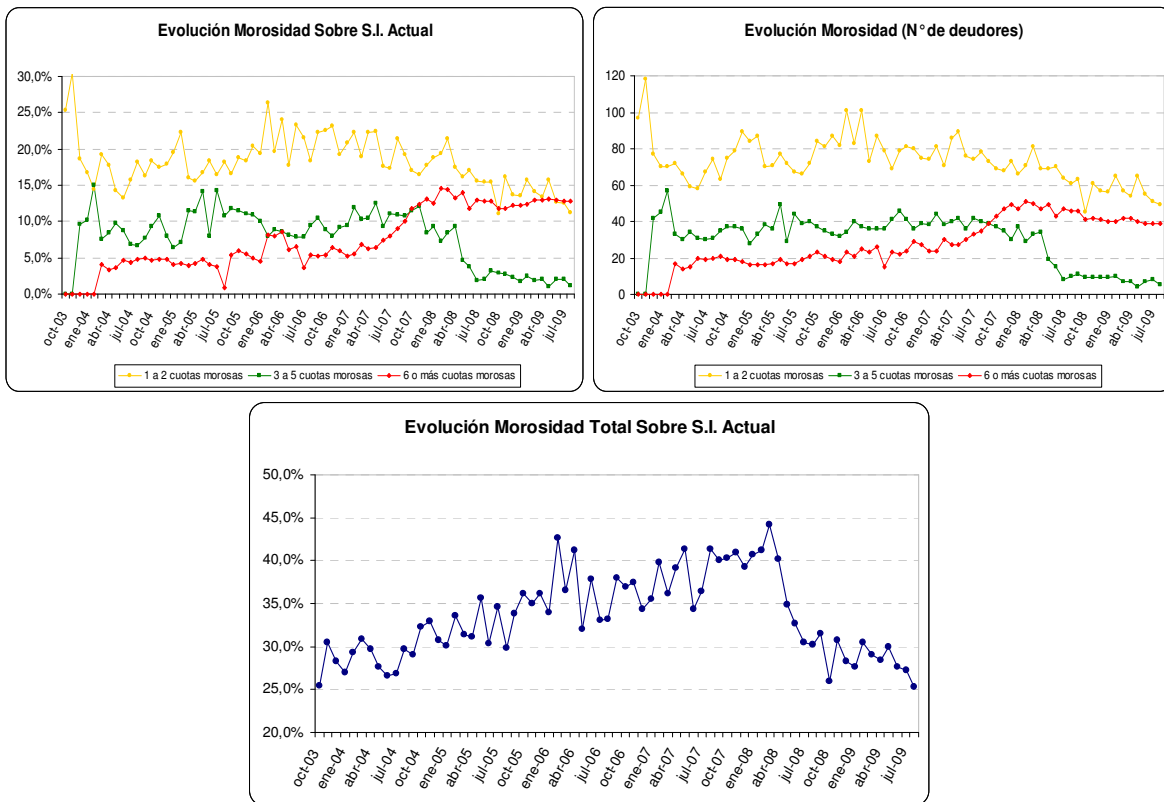
La cartera original estaba compuesta por 482 contratos por un valor contable de UF 323.515, una tasa de interés promedio de 9,03% y un plazo promedio remanente de 240 meses.

Los principales datos de los activos son:

	Actual (31/08/2009)	Original
Saldo Insoluto	189.868	323.514
Nº de Operaciones	383	482
Valor Promedio Garantía	893	968
Valor Promedio Saldo Insoluto	496	671
Plazo Transcurrido	92	16
Plazo Remanente	170	240
Relación Deuda Garantía	55,5%	69,3%
Tasa Interés Promedio	9,0%	9,0%

Morosidad de la Cartera

La morosidad total de la cartera mostró un comportamiento creciente hasta marzo de 2008, mes en el que se ubicó en un 44,22% del saldo insoluto de la cartera en ese periodo (mes de peor desempeño, explicado por el crecimiento que experimentó la morosidad de 6 o más cuotas a esa fecha). Sin embargo, dicha situación logró ser revertida desde marzo 2008, bajando a un 25,3% a agosto de 2009, que además se compara favorablemente con lo observado en igual mes de 2008, donde llegó a un 30,3%. Se puede notar, que desde marzo 2008, las morosidad de 3 a 5 cuotas disminuyó drásticamente, mientras que las morosidad de 6 o más cuotas se ha mantenido estable el último año (con un promedio de 12,6%). A agosto 2009, los mutuos hipotecarios con una 1 o 2 cuotas morosa representan un 11,3% y los con 3 y 5 cuotas atrasadas un 1,2%, los que se comparan favorablemente con los indicadores registrados en agosto 2008, que fueron de un 15,5% y un 2,0%, respectivamente, mientras que la morosidad de 6 o más cuotas se mantuvo, al igual que el año anterior, en 12,8%. Cabe destacar que la evolución de la morosidad con respecto al número de deudores ha variado de similar manera que sobre el saldo insoluto de ese periodo, por lo que la cartera no está influenciado por algún deudor específico.



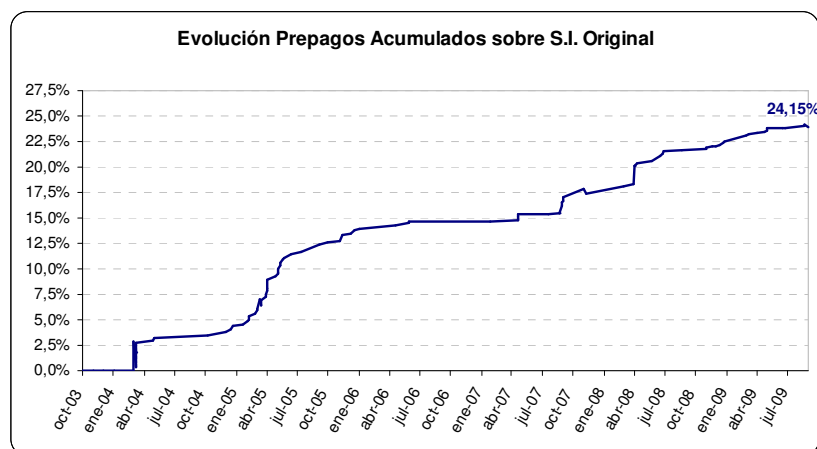
Prepagos de la cartera

En el año 2005, el número de prepagos totales aumentó de manera importante respecto a 2004, mientras que los años siguientes tuvieron un crecimiento más moderado. A diciembre de 2004 los prepagos acumulados totales no superaban el 5% de la cartera original, pero a diciembre de 2005 acumulaban 14,0% (año con mayor incremento a la fecha, en el que los prepagos representaron un 9,5% solo ese período). A diciembre de 2006 acumulaban 14,6% (0,7% en el año), a diciembre de 2007 acumulaban 17,9% (3,3%

en el año) y a diciembre de 2008 un 22,5%. Entre el inicio del patrimonio y agosto de 2009 se han prepagado 99 contratos, por un valor de UF 78.129, lo que representa un 24,2% de la cartera original (en el año 2009 se han prepagado 11 contratos por UF 5.250, lo que representa un 1,6% de la cartera original).

La tasa de prepago anual promedio alcanza a un 4,2%, lo cual es un nivel alto de prepago comparado con otras carteras de características similares, esto debido a la reducción de las tasas de los últimos años, que permitió que muchos deudores repactaran sus créditos a tasas más convenientes y prepagasen las obligaciones contraídas anteriormente a tasas más elevadas, produciéndose el prepago de la cartera. Pese a esto, la estructura de este patrimonio no se ha visto afectado, pudiendo en todo momento cumplir con sus obligaciones, además que cuenta con una baja participación de créditos sobre UF 1.000, los cuales son prepagados en mayor proporción

Los ingresos por concepto de prepago se mantienen en la cuenta Fondo de Prepago y anteriormente fueron utilizados para incorporar nuevos activos, mientras que en la actualidad se utilizan 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.



Término de Contratos

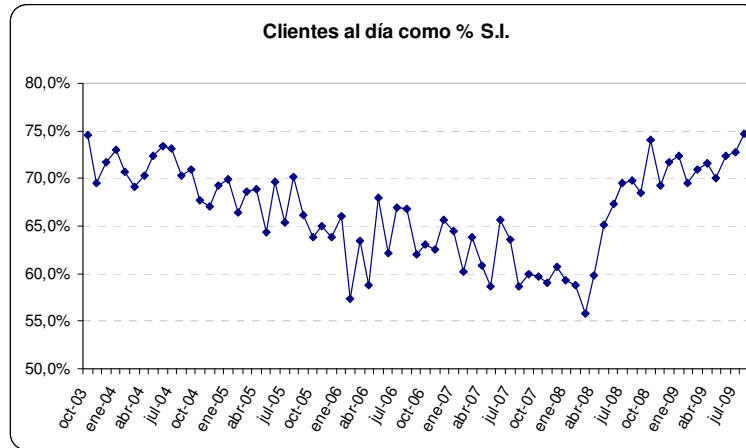
Al 31 de agosto de 2009, se han registrado 12 términos de contrato como resultado del no pago de parte del deudor. El saldo a enterar de los contratos terminados es de UF 7.462, que representa un 2,3% de la cartera original. De estos contratos, seis ya han sido recuperados, vendiéndose las viviendas, dos se encuentran en proceso de escritura y los otros cuatro se mantienen en stock.

Sustitución de Contratos y Rescate de Láminas

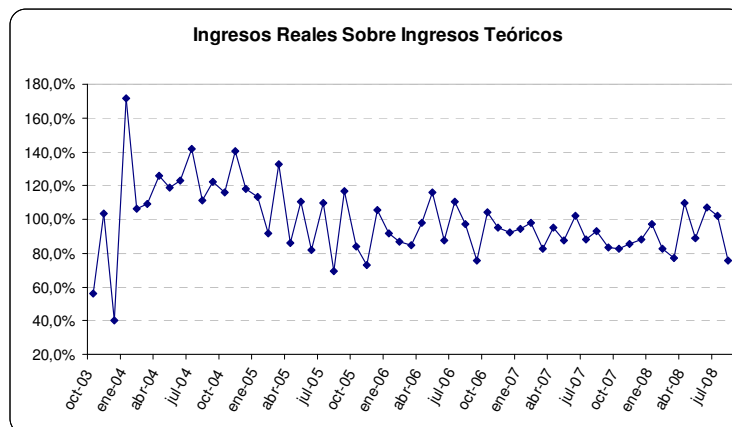
Con los ingresos provenientes de los prepagos parciales y totales, al 31 de agosto de 2009, se han efectuado 19 sustituciones de activos por un monto total de UF 12.002 (saldo insoluto inicial) y una tasa de interés promedio de originación de 8,8%, de los cuales 7 fueron realizados el año 2004 y 12 el 2006, por un monto de UF 5.972 y UF 6.030, respectivamente. Durante el último tiempo, la política de la Securitizadora ha sido la de no incorporar nuevos mutuos hipotecarios a la cartera, sino que de prepagar láminas del bono. A la fecha se han rescatado 189 láminas (de un total de 640 láminas), en 21 fechas diferentes, la última de ellas el 1° de julio de 2009, las que en total suman UF 84.765.

Flujos del activo

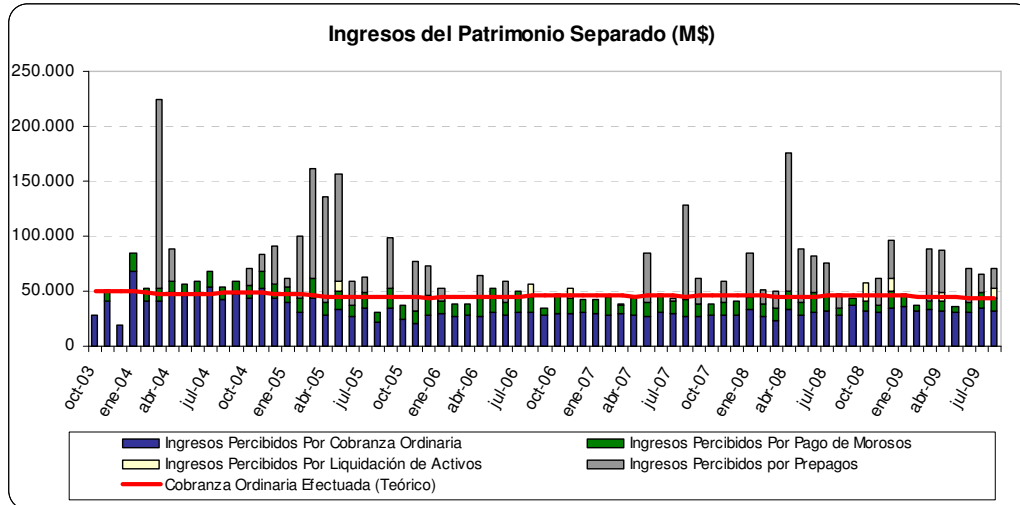
Los ingresos producto de los pagos de clientes al día están por debajo de los flujos teóricos, lo que es esperable, y como vemos en el siguiente gráfico, ha oscilado entre un 55% y un 75% aproximadamente, con un promedio de 67% desde la formación del patrimonio. Las mejores tasas de cumplimiento se observaron el año 2004 con un promedio de 70,6% (aunque desde enero a agosto de este año lleva un promedio 71,8%, superior al del 2004), mientras que la más baja fue en 2007 con un 61,3%. A partir de marzo de 2008 este indicador ha presentado una mejoría, alcanzando un 74,7% a agosto 2009.



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 101,9% de los ingresos teóricos.



Desde la formación del patrimonio, los ingresos por pago de cuotas al día representan un 48,8% del total de ingresos acumulado, mientras que los ingresos por prepagos representan un 31,8%, los ingresos por pagos morosos el 17,8% y los ingresos por liquidación de activos el 1,6%. En el siguiente gráfico se muestra la evolución de cada uno de estos ingresos.



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:

Clasificación	Probabilidad de Default
AAA	15%
AA	12%
A	8%
BBB	6%
BB	3%
B	1%

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:

Clasificación	Probabilidad de Default Base	Probabilidad de Default Modificada
AAA	15%	22%
AA	12%	18%
A	8%	12%
BBB	6%	9%
BB	3%	4%
B	1%	2%

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:

Clasificación	% Pérdida valor de la vivienda	% Costos Legales *	% Intereses Devengados *
AAA	55%	17%	13%
AA	48%	17%	13%
A	44%	17%	13%
BBB	40%	17%	13%
BB	35%	17%	13%
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 bastante largo (más de lo estimado inicialmente), pero en el último año se han logrado recuperar 6 contratos, con lo que queda sólo un contrato que fue terminado hace más de 18 meses y aún no ha sido liquidado (el resto tiene aproximadamente 10 meses desde la fecha de término del contrato a la fecha).

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 spreads 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 como base un 1,8% de tasa de prepago anual para los bonos securitizados respaldados con mutuos hipotecarios (como

se muestra en la tabla), pero dado que esta cartera ha tenido un promedio de cerca de un 4% anual sobre el saldo insoluto original, esta será la base a utilizar.

Clasificación	Tasa de Prepago (ponderador)
AAA	3,2
AA	2,5
A	2
BBB	1,5
BB	1,3
B	1
Base	1,8%

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 para la serie A soporta la caída en un 17,5% en los ingresos, los cuales se distribuyen de manera irregular, 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. Mientras que para la serie B, la estructura soporta la caída en un 6,2%, correspondiente a la categoría "BBB".

La estructura además soporta una tasa de prepago anualizada de un 10,4%, calculada sobre saldo insoluto vigente (modificado), durante la duración de la cartera, mientras que para la serie B una tasa de 6,2%. Además, el nivel del prepago en la estructura puede aumentar cierto rango, sin que se vean comprometidos los pagos de las obligaciones del patrimonio separado, pero si reduce significativamente la duración de la serie senior. 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. Esta caída en los ingresos totales 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.

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" para la serie A del bono securitizado.

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 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 2009 alcanzaba una participación de mercado de 18,5%. Tiene una red de 376 sucursales y 1.649 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 2009 ascendían a MM\$ 12.637.710, mientras que las utilidades acumuladas a MM\$ 162.990.

Banco Pagador

Esta función es ejercida por el Banco de Chile, quien efectúa los pagos por orden y cuenta del patrimonio separado. Este debe recibir del emisor los fondos suficientes con dos días hábiles bancarios de anticipación. Si Banco de Chile no recibiese todos los fondos necesarios en forma oportuna, no procederá el pago del capital e intereses de los títulos de deuda, sin responsabilidad alguna para él.

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 179.668 Serie B: UF 9.094 Serie C: UF 23.038
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	Securizadora Security S.A.
Representante de los tenedores de bonos	Banco de Chile
Administrador Primario	Penta Hipotecario
Originadores	Penta Hipotecario, H & M, Mutuocentro y Hipotecaria Concreces.

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

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