



Knowledge & Trust

STRATEGIC ALLIANCE WITH



Insight beyond the rating.

Transa Securitizadora S.A. Séptimo Patrimonio Separado



TRANSA
SECURITIZADORA S.A.

Cambio de Clasificación Marzo de 2010

"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	A+	Negativa
Serie B	BBB+	Negativa
Serie C	C	Negativa

Historia Clasificación

	<u>Actual</u>	<u>Anterior</u>
Bonos Securitizados		
Serie A	A+	A+
Serie B	BBB+	BBB+
Serie C	C	C

Analista responsable:
Jorge Checura: jchecura@icrchile.cl

Fecha de Corte Cartera: 31 de diciembre de 2009

Resumen de Clasificación

ICR modifica la tendencia del bono de "Estable" a "Negativa" y mantiene la clasificación en Categoría A+, en Categoría BBB+ y en Categoría C, a la serie A, la serie B (subordinada) y la serie C (subordinada), respectivamente, del Séptimo Patrimonio Separado de Transa Securitizadora S.A., número de inscripción en la Superintendencia de Valores y Seguros N° 449 con fecha del 30 de diciembre de 2005, el cual está respaldado con mutuos hipotecarios y contratos de leasing habitacional, originados principalmente por Leasing Chile (53,3%), Mutuocentro (27,2%) y Valoriza (16,2%).

La cartera de activos del patrimonio separado, al 31 de diciembre de 2009, estaba compuesta por 182 mutuos hipotecarios por un saldo insoluto de UF 88.849 y por 208 contratos de leasing habitacional por un saldo insoluto de UF 73.629. El monto de la emisión de títulos de deuda original fue de UF 271.520 dividida en la serie A (preferente), por un valor de UF 162.000, la serie B (subordinada), por un monto de UF 50.000, y la serie C (subordinada), por un monto de UF 59.520. La serie A y B cuenta con pagos trimestrales que incluyen capital e intereses (la serie A desde el 1 de abril de 2006 y la serie B desde 1 de enero de 2014), mientras que la serie C sólo contempla un pago de capital e intereses el 1 de abril de 2020.

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 A+ para la serie A y la categoría BBB+ para la serie B (subordinada). La clasificación asignada a la serie subordinada C se debe a que la estructura no soporta niveles de estrés para asegurar el pago íntegro de ésta.

La administración primaria de los contratos la efectúa casi en su totalidad (98,8%), ACFIN S.A., que cuenta con gran experiencia como administrador de activos financieros, y la administración maestra es desarrollada por Transa Securitizadora S.A. Por otro lado, el representante de los tenedores de bonos, Banco Pagador y Custodio es el Banco de Chile, el cual está clasificado en categoría A en escala internacional.

Destaca negativamente el alto nivel de la morosidad dura (con 6 o más cuotas morosas), ya sea sobre saldo insoluto vigente como sobre el número deudores, que se encuentra en torno al 20% de la cartera vigente (a diciembre de 2009 es de 18,1%) sin presentar un cambio de tendencia evidente. La morosidad total presentó una tendencia levemente decreciente hasta septiembre de 2009, pasando desde 44,0% en septiembre de 2007 a un 35,8% a septiembre de 2009. Esta tendencia se revirtió durante octubre y noviembre del año 2009, superando el 40%, pero que volvió a disminuir a un 37,8% en diciembre de 2009.

En cuanto a los de contratos terminados (76 en total), el monto total de estos representa el 17,1% del saldo de la cartera original, de los cuales el 88,2% son de contratos de leasing habitacional. Cabe destacar que 9 de estas propiedades se mantienen en proceso de liquidación hace más de 18 meses. Por último, el prepago anual promedio (2,0%) se ha mantenido estable y similar comparado con otras carteras, alcanzando los prepagos acumulados, a diciembre de 2009, un 8,3% del saldo insoluto original.

Cabe destacar que la tendencia del bono se modificó a "Negativa" debido al aumento de stock de propiedades terminadas que aún no han sido liquidadas, de las cuales 9 propiedades se encuentran hace más de 18 meses en stock y en promedio tienen 12 meses en stock, sumado a que la morosidad dura es alta y no presenta un evidente cambio de tendencia, los cuales afectan los flujos futuros y podría producir una baja en la clasificación del bono. Es por esto que se deberá monitorear una adecuada recuperación de los contratos terminados, en cuanto a ingresos y plazo prudentes para recuperar las propiedades.

Definición de Categorías

CATEGORÍA A

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

La subcategoría "+" denota una mayor protección dentro de la categoría A.

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.

La subcategoría "+" denota una mayor protección dentro de la categoría BBB.

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

Transa Securitizadora S.A. se encuentra inscrita en el Registro de Valores de la Superintendencia con fecha 5 de agosto de 1996 y bajo el n° 574. Esta es una securitizadora no bancaria, que pertenece en un 62,1% a Servihabit S.A. y en un 37,9% a Leasing Chile S.A. Cabe destacar que la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) solicitó la quiebra de Leasing Chile, como se publicó en hecho esencial de Leasing Chile con fecha de 19 de junio 2009, proceso que estuvo en suspensión hasta el 23 de septiembre de 2009 esperando llegar a un acuerdo, cosa que no ocurrió. Como hecho esencial del 26 de noviembre de 2009 se comunicó que el tribunal resolvió: "Que no ha lugar a la solicitud de quiebra deducida en lo principal de fojas 1 y siguientes, con costas".

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
Orlando Poblete Iturrate	Presidente
Fernando Gardeweg Ried	Director
José Pedro Silva Prado	Director
Carlos Marín Varas	Director
Manuel Aravena Fraile	Gerente General

A diciembre de 2009, la securitizadora posee 9 patrimonios separados inscritos en la Superintendencia de Valores y Seguros. El noveno patrimonio separado, debido a que el activo no pudo ser enterado, se procedió a liquidar anticipadamente, y con esto se restituyeron los montos recaudados y retenidos por la colocación de la serie A del bono, como se informó en hecho esencial de la securitizadora el 9 de junio de 2009. Los activos de respaldo para los bonos son exclusivamente contratos de leasing habitacional y mutuos hipotecarios. A continuación, el resumen de las emisiones vigentes:

Patrimonio	N° de inscripción	Valor Par al 31 de diciembre de 2009 (M\$)	Activos de respaldo
Patrimonio n° 1	193	2.720.515	Mutuos hipotecarios
Patrimonio n° 2	199	2.808.955	Mutuos hipotecarios
Patrimonio n° 3	202	4.558.055	Mutuos hipotecarios
Patrimonio n° 4	236	6.002.554	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 5	283	11.112.124	Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 6	392	7.851.205	Mutuos hipotecarios y Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 7	449	4.670.592	Mutuos hipotecarios y Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 8	501	5.027.209	Mutuos hipotecarios y Contratos de leasing habitacional
Patrimonio n° 9	557	-	Mutuos hipotecarios y Contratos de leasing habitacional

Antecedentes del Patrimonio Separado

Características del Bono Securitizado

El séptimo patrimonio separado de Transa Securitizadora S.A. se encuentra respaldado por mutuos hipotecarios y contratos de leasing habitacional, emitidos por Leasing Chile, Mutuocentro, Valoriza, Credycasa, Hogar y Mutuo, CB Mutuos, Contémpora y Procrédito. El monto de la emisión de títulos de deuda fue de UF 271.520 dividida en tres series, una preferente y las otras dos subordinadas. La serie A fue por un valor de UF 162.000 y compuesta por 1.620 títulos de un valor nominal de UF 100. La serie B (subordinada) fue por un monto de UF 50.000, compuesta por 500 títulos de un valor nominal de UF 100. La serie C (subordinada) por un monto de UF 59.520, compuesta por 1 título por el mismo monto de la serie. La tasa de interés de la serie A es de 4,8% anual y la de las series B y C es de 5,4% y 4,5% anual, respectivamente. La serie A y B cuenta con pagos trimestrales que incluyen capital e intereses (la serie A desde el 1 de abril de 2006 y la serie B desde 1 de enero de 2014), mientras que la serie C sólo contempla un pago de capital e intereses al vencimiento del bono, el 1 de enero de 2021. Los intereses de las series comenzaron a devengarse el 1 de enero de 2006.

Al 31 de diciembre de 2010 el saldo insoluto de la serie A asciende a UF 89.306, 55,1% del monto original, el de la serie B alcanza a UF 60.901, 121,8% respecto al monto de emisión original, y de la serie C es de UF 70.202, lo que equivale a un 117,9% del monto original.

Algunas características de la emisión:

	Serie A	Serie B	Serie C	Total
Valor Nominal Original (UF)	162.000	50.000	59.520	271.520
Valor Nominal Título (UF)	100	100	59.520	-
Valor Par al 31 de dic. 09 (UF)	89.306	60.901	70.202	220.409
Tasa de Interés anual	4,8%	5,4%	4,5%	-
Pago de Intereses	Trimestral (Enero, Abril, Julio y Octubre)	Trimestral (Enero, Abril, Julio y Octubre)	Al vencimiento	
Amortizaciones	Trimestral (Enero, Abril, Julio y Octubre)	Trimestral (Enero, Abril, Julio y Octubre)	Al Vencimiento	
Inicio pago intereses y capital	1 de abril 2006	1 de enero 2014	1 de enero 2021	
Vencimiento	1 de octubre 2013	1 de octubre 2020	1 de enero 2021	
Plazo Original	7 años y 9 meses	14 años y 9 meses	15 años	
Plazo Residual	3 años y 10 meses	10 años y 10 meses	11 años y 1 mes	

Ingresos Netos de Caja

El patrimonio separado registra sus ingresos en tres tipos de cuentas: el Fondo de Prepago, el Fondo de Recuperación y los Ingresos del Patrimonio Separado. El primero se compone por los ingresos provenientes de los prepagos parciales y totales de la cartera que compone el patrimonio separado, incluidas las comisiones de prepago y deducidos los gastos que se originen en el prepago. El segundo fondo incluye los ingresos provenientes del ejercicio de acciones judiciales o extrajudiciales, incluidas las liquidaciones o ventas de las viviendas en cartera vencida, deducido todos los gastos que se incurran en este procedimiento (mantención, primas de seguros, gastos judiciales, entre otros). El último

fondo ("Ingresos del Patrimonio Separado") se compone de todos los otros ingresos del patrimonio no contemplados en los dos fondos mencionados anteriormente.

Prelación de los pagos

En caso de que no existan fondos suficientes para pagar todas las obligaciones del patrimonio separado o en el caso de rescate anticipado se seguirá la siguiente prelación de pagos:

1. Cargas, costos, gastos o remuneraciones a que se obliga el patrimonio separado.
2. Pago de intereses de los Títulos de deuda de la serie A preferente.
3. Amortización del capital de los Títulos de deuda de la serie A.
4. Pago de intereses de los Títulos de deuda de la serie B subordinada a la serie A y preferente con respecto a las serie C.
5. Amortización del capital de los Títulos de deuda de la serie B.
6. Pago de intereses de los Títulos de deuda de la serie C subordinada a la serie A y B.
7. Amortización del capital de los Títulos de deuda de la serie C.

Amortización extraordinaria

Con los ingresos provenientes del Fondo de Prepago y del Fondo de Recuperación, el emisor debe optar por uno de los siguientes mecanismos:

- Sustituir íntegramente los contratos prepagados total o parcialmente por otros contratos de características de riesgo similares a las de los contratos que se pagan anticipadamente y/o puede adquirir con cargo a dichos prepagos nuevos contratos.
- Rescatar anticipadamente y por sorteo los Títulos de Deuda de la serie A hasta concurrencia de la suma de los recursos acumulados en estos fondos del patrimonio separado (en el caso de rescate anticipado de la serie A y B, se deberá respetar el orden de prelación de pago mencionado anteriormente). Esto sólo lo podrá efectuar siempre y cuando exista acumulado en los Fondos la suma igual o superior a UF 500.

En el caso de que la totalidad de los Títulos de Deuda de la serie A y B sean pagados, los fondos remanentes disponibles (ingresos en cualquiera de las cuentas una vez deducidas todas las obligaciones del patrimonio separado) deberán destinarse a extinguir las obligaciones de los Títulos de Deuda de la serie C.

Por último, en el caso de prepagos parciales de la serie C con cargo a los excedentes acumulados en los Ingresos Netos de Caja del patrimonio separado, sólo se podrán realizar una vez efectuado el respectivo servicio ordinario y extraordinario de la serie B y no podrán hacerse sino que después de pagado el cupón de la serie B con vencimiento de 1 de enero de 2014.

Inversiones

La Securitizadora esta facultada, según consta en el contrato de emisión, a invertir los ingresos netos de caja del patrimonio separado, cuyas inversiones se contabilizan en la cuenta "Valores Negociables", en los siguientes instrumentos:

- a. Títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile y en general títulos emitidos por el Estado y/o por sus organismos

dependientes y/o que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor hasta su total extinción.

- 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, cuya emisión haya sido registrada en las respectivas Superintendencias.
- e. Cuotas de fondos mutuos que inviertan en renta fija de corto plazo nacional preferentemente, o en el caso que ya se encuentre acumulado en instrumentos de corto plazo una cantidad que asegure los pagos del patrimonio separado (vencimiento de cupones y gastos del siguiente período), se podrá invertir los ingresos adicionales en instrumentos de largo plazo.

A diciembre de 2009 se encuentran invertidos recursos en cuotas de fondos mutuos (en Celfin Capital) un monto que asciende a UF 2.180. En total se cuenta con un saldo de recursos por UF 9.841, con un saldo disponible por UF 9.402 (parte de estos recursos forman parte del pago del cupón del 1 de enero 2010) de los cuales UF 579 pertenecen al fondo de prepago del bono.

Costos

Los costos fijos del patrimonio separado, según el contrato de emisión, no podrán superar las UF 2.100 anuales, lo que comprende al administrador maestro, clasificadoras de riesgo, auditoría externa y publicaciones. Además se deben incluir los gastos variables como la administración primaria (ACFIN), la custodia y banco pagador (ambas realizadas por Banco de Chile), entre otros.

Características del activo de respaldo

El activo subyacente que respalda la emisión, a diciembre de 2009, se encuentra constituido por mutuos hipotecarios y contratos de leasing habitacional, originados principalmente por Leasing Chile (53,3%), Mutuocentro (27,2%) y Valoriza (16,2%). De estos contratos, 182 son mutuos hipotecarios, originados por Mutuocentro (58,2%), Valoriza (34,6%), Credycasa (3,8%), Hogar y Mutuo (1,6%), CB Mutuos (0,5%), Contémpora (0,5%) y Procrédito (0,5%), por un saldo insoluto de UF 88.849, y 208 son contratos de leasing habitacional, originados en su totalidad por Leasing Chile, por un saldo insoluto de UF 73.629.

Del total de la cartera el 93,6% de las viviendas están ubicadas en la región metropolitana, mientras que la distribución por comuna está encabezada por Puente Alto con un 20,5%, seguida por Maipú, La Florida y Pudahuel con un 15,4%, 7,4% y 6,2%, respectivamente. Cabe destacar que 9 de las propiedades se encuentra en la VIII región, que en el caso de haber sufrido daños causados por el terremoto y posterior maremoto ocurrido el 27 de febrero de 2010 se deberá reclamar los seguros correspondientes.

La relación deuda (saldo insoluto actual) / garantía (menor valor entre compraventa y la tasación) como promedio y promedio ponderado por saldo insoluto es un 60,9% y 66,1%, respectivamente, mientras que el promedio ponderado por saldo insoluto de la tasa de interés de los activos alcanza a 10,6% y el plazo residual de la cartera a 154 meses.

La cartera original* estaba compuesta por un total de 443 contratos por un valor contable de UF 238.310, una tasa de interés promedio ponderado por saldo insoluto de 10,8% y un plazo residual promedio ponderado de 193 meses.

Los principales datos de los activos son:

	Original			Actual (31 de dic. 2009)		
	Mutuos	Leasing	Total	Mutuos	Leasing	Total
Saldo Insoluto (UF)	114.862	123.448	238.310	88.849	73.629	162.479
Nº de Operaciones	170	273	443	182	208	390
Valor Promedio Garantía (UF)	1.086	589	780	795	586	684
Valor Promedio Saldo Insoluto (UF)	676	452	538	488	354	417
Plazo Transcurrido** (meses)				64	55	60
Plazo Remanente** (meses)	214	173	193	175	128	154
Saldo Insoluto/Garantía promedio	62,2%	76,7%	69,0%	61,4%	60,4%	60,9%
Saldo Insoluto/Garantía**				65,7%	66,5%	66,1%
Tasa Interés Promedio**	8,8%	12,7%	10,8%	8,9%	12,6%	10,6%

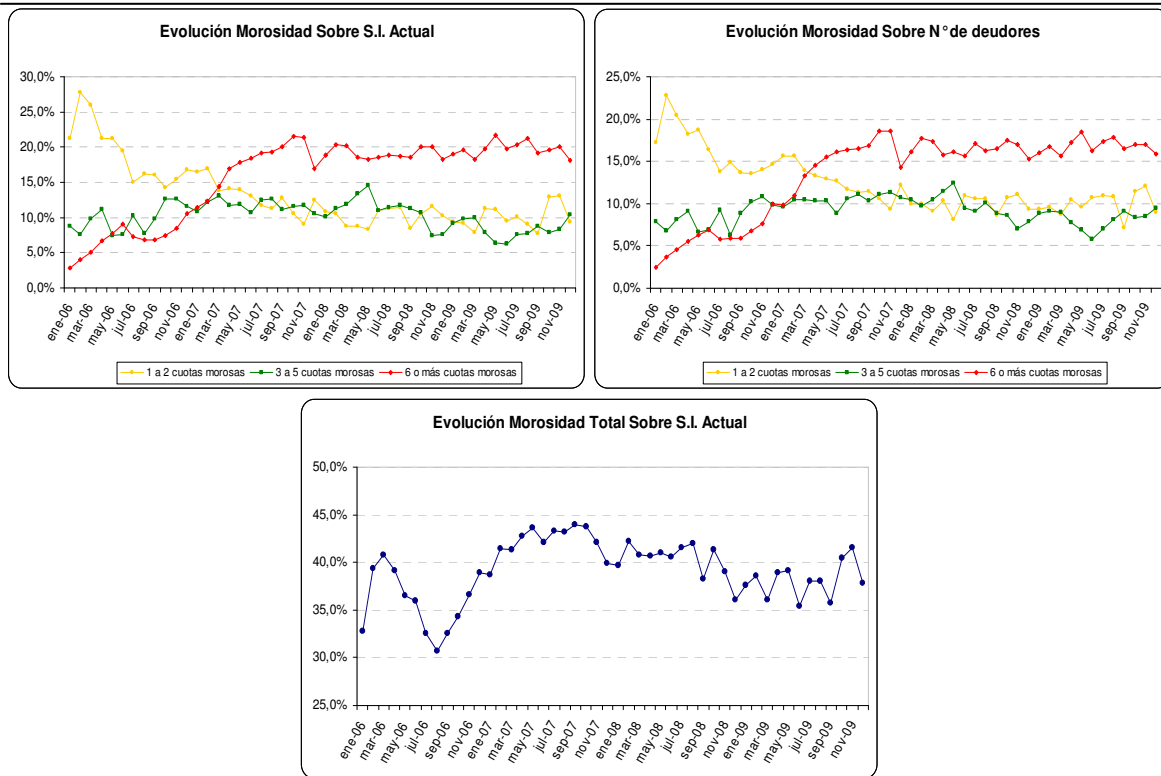
**promedio ponderado por saldo insoluto.

Morosidad de la Cartera

La morosidad total sobre el saldo insoluto del respectivo periodo presentó una tendencia levemente decreciente hasta septiembre de 2009, pasando desde 44,0% en septiembre de 2007 a un 35,8% a septiembre de 2009. Esta tendencia se revirtió durante octubre y noviembre del 2009, superando el 40%, pero que volvió a disminuir a un 37,8% en diciembre de 2009. Esta tendencia ha sido influida principalmente por lo deudores con cuotas morosas menores a cinco, ya que los deudores con 6 o más cuotas morosas se han mantenido estable durante ese periodo, ya sea sobre saldo insoluto o como sobre el número de deudores.

A diciembre de 2009, la cartera con una 1 o 2 cuotas morosa representa un 9,4% del total de la cartera, los con 3 y 5 cuotas atrasadas un 10,3%, mientras que los con 6 o más cuotas morosas representan el 18,1%. Los deudores morosos sobre 6 cuotas o más se han mantenido estable los último meses, pero cercano a 20%, valor alto para este tipo de morosos (morosidad dura) sin presentar un cambio de tendencia evidente, pese a la gran cantidad de contratos terminados como se muestra más adelante. Es por esto, que se deberá seguir monitoreando esta morosidad debido al efecto que puede producir esta constante alta morosidad en los flujos futuros. Además, debido a la gran cantidad de contratos terminados y a los posibles deudores que caigan en default conlleva a la necesidad de que las viviendas se liquiden con rapidez y en condiciones favorables para no tener problemas en los flujos futuros del patrimonio (para prepagar parte del bono o para sustituir cartera). En este caso sucede que el stock de propiedades terminadas que aún no han sido liquidadas ha aumentado, razón por la cual la tendencia del bono se modificó de "Estable" a "Negativa". Cabe destacar que la tendencia 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 morosidad no se encuentra influenciada por un deudor en particular.

* Según la escritura especial de formación del patrimonio separado con fecha del 6 de diciembre 2005, y sus respectivas modificaciones.

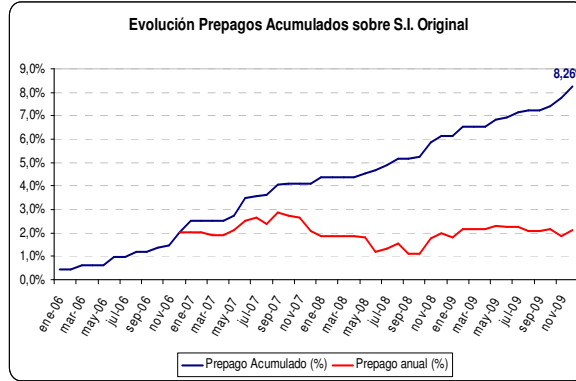


Prepagos de la cartera

Desde enero de 2006 a diciembre de 2009, el número de prepagos anuales promedio (prepagos totales más prepagos parciales, sin incluir comisiones ni multas por prepago) se ha mantenido estable y similar comparado con otras carteras. El promedio de prepagos anual sobre el saldo insoluto original es de 2,0%, mientras que los prepagos acumulados a diciembre de 2009 llegan a un 8,3% del saldo insoluto original.

A diciembre de 2006 los prepagos acumulados alcanzaron un 2,1%, a diciembre de 2007 llegaron a un 4,1%, a diciembre de 2008 llegaron a un 6,1%, mientras que diciembre de 2009, como ya se mencionó, llegaron a un 8,3%. A diciembre de 2009 se han prepagado totalmente 39 créditos por un total de UF 17.665 (un 7,4% del saldo insoluto original), de los cuales 12 corresponden a mutuos hipotecarios por un monto de UF 4.989 (un 4,3% de la cartera original de los mutuos hipotecarios), y 27 a contratos de leasing habitacional por un monto de UF 12.677 (un 10,3% de la cartera original de contratos de leasing). Por otro lado, los prepagos parciales acumulan un 0,9% de la cartera original a diciembre de 2009, por un monto de UF 2.027.

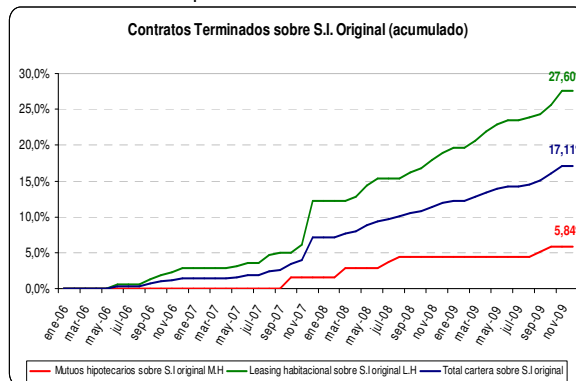
Si los prepagos de la cartera fueran mayores, puede afectar fuertemente los flujos, ya que disminuyen los ingresos futuros del patrimonio separado (disminuyen los ingresos por concepto de intereses y pueden producir bajas en la tasa de interés promedio de la cartera), cambiándolo por un ingreso presente. En el caso de esta cartera, los prepagos se encuentran en niveles acorde a los supuestos aplicados para la clasificación asignada al bono.



Los ingresos por concepto de prepago se mantienen en la cuenta Fondo de Prepago, mientras que los ingresos por liquidación de las viviendas que se encuentran en cartera vencida en la cuenta Fondo de Recuperación, los cuales pueden ser usados para sustituir créditos o prepagar láminas del bono, como ya se mencionó anteriormente. A diciembre de 2009, estos fondos fueron utilizados principalmente para incorporar nuevos activos (sustitución de créditos), pero en octubre de 2009 se prepagaron 35 láminas (de un total de 1.620 láminas), por un monto total de UF 1.845.

Término de Contratos

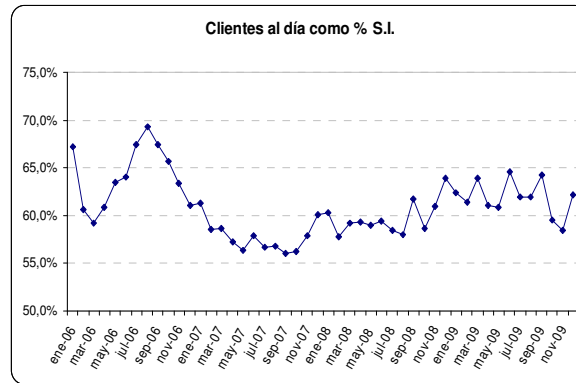
Al 31 de diciembre de 2009, se han registrado en total 76 términos de contratos como resultado del no pago de parte del deudor, de los cuales 24 fueron el año 2009 (un 5,2% del saldo insoluto original), por un saldo a enterar de los contratos terminados por UF 40.783 que representa un 17,1% de la cartera original. De estos contratos, 67 pertenecen a contratos de leasing habitacional, por un monto de UF 34.075 (representa un 27,6% de la cartera original de los contratos de leasing), y los otros 9 corresponden a mutuos hipotecarios, por un monto de UF 6.708 (que corresponder al 5,8% de la cartera original de mutuos). De estos contratos, 38 ya han sido liquidados, vendiéndose las viviendas (un promedio de 10,2 meses duraron estas liquidaciones), mientras que las otras 38 viviendas se mantienen en stock o proceso de liquidación. Cabe destacar que 9 de estas propiedades se mantienen en proceso de liquidación hace más de 18 meses, por lo si se sigue repitiendo esta situación con otras propiedades, y no se liquidan rápidamente, podría afectar la liquidez a mediano plazo.



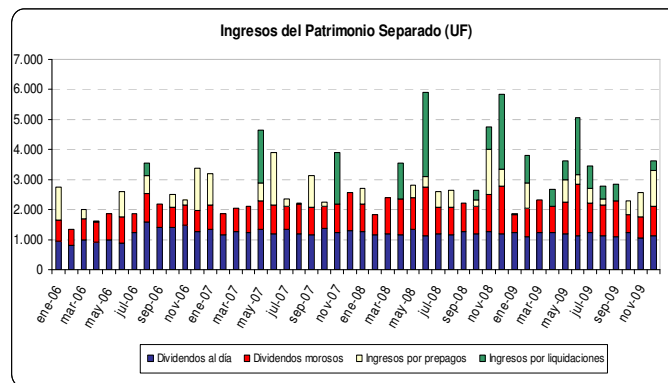
Flujos del activo

Los ingresos producto de los pagos de clientes al día, como vemos en el siguiente gráfico, ha oscilado entre un 55% y un 70% aproximadamente, con un promedio de 60,9% desde la

formación del patrimonio. Las mejores tasas de cumplimiento se observaron en agosto de 2006, con un 69,3%, periodo en que comenzaron a decrecer los clientes al día, llegando a septiembre del 2007 a un 56,0%. Los últimos meses, el rango osciló entre un 60% y 65%, exceptuando octubre y noviembre de 2009, llegando a un 62,2% en diciembre de 2009.



Además de los pagos ordinarios, los ingresos del patrimonio separado se componen de los pagos morosos, los prepagos y las liquidaciones de activos (valor venta menos intereses devengados menos gastos judiciales), como se muestra en el siguiente gráfico. Desde la formación del patrimonio, los ingresos por pago de cuotas al día representan un 41,3% del total de ingresos acumulados (incluye pagos al día, morosos, prepagos y liquidaciones), los ingresos por pagos morosos el 31,9%, mientras que los ingresos por prepagos un 14,2% y los ingresos por liquidaciones un 12,6%. Además, desde la formación del patrimonio, el promedio de los ingresos de los pagos por cuotas al día más los morosos ha sido de UF 2.120.



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 y contratos de leasing utilizado en el cálculo es la siguiente:

Clasificación	Probabilidad de Default Mutuos Hipotecarios	Probabilidad de Default Leasing Habitacional (ahorro previo 10%)
AAA	15%	24%
AA	12%	19%
A	8%	13%
BBB	6%	9%
BB	3%	5%
B	1%	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 alguna de 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 Modificada Mutuos	Probabilidad de Default Modificada Leasing
AAA	27%	49%
AA	21%	39%
A	14%	27%
BBB	11%	19%
BB	5%	10%
B	2%	6%

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 para las viviendas 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 estima 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.

Como ya se mencionó, 9 de las propiedades se mantienen en proceso de liquidación hace más de 18 meses. El año 2009 ya se liquidaron 16 propiedades y el año 2008 también se liquidaron 16 propiedades (quedan en stock 38 propiedades para ser liquidadas).

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, al momento de la emisión, es mayor al valor par de la cartera

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 y contratos de leasing habitacional (como se muestra en la tabla). En este caso se utilizó una base de 2,0%.

<i>Clasificación</i>	<i>Tasa de Prepago (ponderador)</i>	<i>Tasa de Prepago (%)</i>
AAA	3,2	6,4
AA	2,5	5,0
A	2	4,0
BBB	1,5	3,0
BB	1,3	2,5
B	1	2,0
Base	2,0%	

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 (no incluye ingresos por prepagos y liquidaciones), 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.

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 A+ y BBB+, respectivamente, pero se encuentra sensible ante un mayor debilitamiento de la cartera (si continua en los niveles actuales de morosidad y no se ve una rápida y adecuada liquidación de las propiedades) y por esto la tendencia es "Negativa". Además, la 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 A+, la estructura para la serie A soporta la caída en los ingresos de esta categoría, la cual se distribuye en forma irregular desde que se formó el patrimonio separado y que 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 el stress efectuado para la Categoría BBB+.

La estructura además soporta una tasa de prepagado anualizada por la serie A de un 4%, calculada sobre saldo insoluto vigente (modificado), durante la duración de la cartera, mientras que para la serie B una tasa cercana a 3%. Además, el nivel del prepagado en la estructura puede aumentar cierto rango, sin que se vean comprometidos los pagos de las obligaciones del patrimonio separado, pero sí reduce 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.

Otras variables como la morosidad, distribución y periodo de aplicación de la pérdida esperada, tiempo y distribución de garantías fueron sensibilizadas, obteniéndose resultados acordes a la clasificación en Categoría A+ para la serie A y Categoría BBB+ para la serie B del bono securitizado.

Cabe destacar que la tendencia del bono se modificó a "Negativa" debido al aumento de stock de propiedades terminadas que aún no han sido liquidadas, de las cuales 9 propiedades se encuentran hace más de 18 meses en stock y en promedio tienen 12 meses en stock, sumado a que la morosidad dura es alta y no presenta un evidente cambio de tendencia, los cuales afectan los flujos futuros y podría producir una baja en la clasificación del bono. Es por esto que se deberá monitorear una adecuada recuperación de los contratos terminados, en cuanto a ingresos y plazo prudentes para recuperar las propiedades.

Administración

Administración Primaria y Cobranza

La administración primaria es ejercida por ACFIN, empresa que cuenta con gran experiencia como administrador de activos financieros. Esta empresa realiza los servicios

de administración primaria relacionados con el proceso de recaudación y las gestiones de cobranza prejudicial y judicial.

En cuanto a las recaudaciones estas pueden provenir de los pagos regulares (pago en cajas recaudadoras o por convenios con bancos), de empresas de cobranza, estudios jurídicos y/o abogados, recaudaciones de prepagos totales o parciales y pagos de seguros. Estos dineros recaudados se depositan en la cuenta corriente del patrimonio separado.

La administración de la morosidad está dividida en tres estados: morosidad temprana, prejudicial y judicial. La primera se inicia a partir del primer día de morosidad hasta el inicio de la cobranza prejudicial. ACFIN encarga la cobranza prejudicial a empresas especializadas para lograr el pago de la deuda, cuya remuneración se carga a los deudores. Además, a partir del día 30 se hace una publicación en DICOM hasta que dura la morosidad de la cuota. Por último, ACFIN encarga a oficinas jurídicas especializadas, la cobranza judicial.

Por último, ACFIN deberá generar información con el monto a pagar a cada deudor, su morosidad, entre otras cosas, y a Transa Securitizadora S.A. también deberá entregarle información sobre el estado de la cartera para ser analizado por la entidad, entre otras funciones a realizar.

Administración Maestra

Esta labor es efectuada por Transa Securitizadora S.A. La información proveniente del administrador primario es recibida por la securitizadora y procesada, realizando una comparación entre sus propios registros, de manera de verificar que el procesos de percepción de los flujos de pagos de las carteras administradas sea correcta.

Además, debe mantener un control y una administración de todos los contratos que le prestan servicio al patrimonio, debe administrar y realizar las inversiones, llevar a cabo los procedimientos de sorteos de títulos de deuda, los de sustitución de activos, la coordinación con la Superintendencia u otras instituciones, debe generar informes, publicaciones y cualquier otra tarea relacionada con la administración de este patrimonio separado.

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 diciembre de 2009 alcanzaba una participación de mercado de 19,5%. 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 diciembre de 2009 ascendían a MM\$ 13.634.711, mientras que las utilidades acumuladas a MM\$ 257.887.

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 el día

bancario previo al pago. Si Banco de Chile no recibiese todos los fondos necesarios en forma oportunamente, 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 162.000 Serie B: UF 50.000 Serie C: UF 59.520
Títulos	Serie A: 1.620 títulos por un valor de UF 100 Serie B: 500 títulos por un valor de UF 100 Serie C: 1 título de UF 59.520
Monto actual	Serie A: UF 89.306 Serie B: UF 60.901 Serie C: UF 70.202
Tasa de interés	Serie A: 4,8% anual Serie B: 5,4% anual Serie C: 4,5% anual
Pago de intereses	Serie A: 31 cuotas trimestrales Series B: 28 cuotas trimestrales desde 01/01/14 Serie C: un pago al final (01/01/21)
Amortizaciones de capital	Serie A: 31 cuotas trimestrales Series B: 28 cuotas trimestrales desde 01/01/14 Serie C: un pago al final (01/01/21)
Activo de respaldo	Contratos de mutuos hipotecarios y de leasing habitacional.
Administrador Maestro	Transa Securitizadora S.A.
Representante de los tenedores de bonos	Banco de Chile
Administrador Primario	ACFIN
Originadores	Leasing Chile, Mutuocentro, Valoriza, Credycasa, Hogar y Mutuo, CB Mutuos, Contémpora y Procrédito.