

*Feller-Rate*



CLASIFICADORA DE RIESGO

*Strategic Affiliate of Standard & Poor's*

INFORME DE CLASIFICACIÓN

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

Noviembre 2001

---

*Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.*

---

*Los informes de clasificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.*

---

*Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.*

---



CLASIFICADORA DE RIESGO

**TRANSA SECURITIZADORA S.A.**

<b>SERIE A</b>	<b>AA</b>
<b>SERIE B</b>	<b>C</b>

**Quinto Patrimonio Separado**

Analista: Marcelo Arias Fono: 56 (2) 246 5388

<i>Clasificaciones</i>		<i>Noviembre 2001</i>
<b>Bonos Serie A</b>	Nueva Emisión	AA
<b>Bonos Serie B</b>	Nueva Emisión	C

**ESTRUCTURA**

<p><b>Títulos:</b> Bonos de securitización.</p> <p><b>Emisor:</b> Transa Securitizadora S.A.</p> <p><b>Fecha contrato de emisión:</b> 28 de septiembre de 2001.</p> <p><b>Monto Total:</b> UF 560.800</p> <p>Serie A: UF 438.000</p> <p>Serie B (subordinada): UF 122.800</p> <p><b>Plazo:</b> Serie A: 44 cuotas semestrales</p> <p>Serie B (subordinada): 1 cuota al vencimiento de la serie senior</p> <p><b>Tasa de interés bonos:</b> 6,0%.</p> <p><b>Colateral:</b> 349 contratos de leasing habitacional con AFV y 363 contratos de leasing habitacional directo.</p> <p><b>Tasa interés promedio de los activos:</b> 12,5%.</p> <p><b>Valor par activos:</b> UF405.343</p> <p><b>Mejoramientos Crediticios Externos:</b> No hay.</p> <p><b>Originadores y administradores primarios:</b> Delta Leasing y Leasing Habitacional Chile.</p> <p><b>Administrador maestro:</b> ACFIN.</p> <p><b>Representante tenedores:</b> Banco de Chile.</p>
---

deuda, incluso en escenarios de crisis correspondientes a la categoría AA. Los flujos netos positivos generados por los diferenciales de tasa permiten la formación de un fondo de reserva, que no se libera hasta el pago del último cupón de la serie preferente.

Los activos fueron originados por Leasing Chile y Delta Leasing. La cartera está relativamente diversificada y cuenta en su mayoría con subsidio y cobertura de cesantía. Las operaciones presentan ciertos niveles de morosidad actual en el pago de aportes y protestos o morosidades vigentes en el sistema. No obstante, estos factores han sido evaluados detenidamente, efectuándose ajustes a los flujos para efectos de estructuración, lo que se refleja en el nivel de la probabilidad de incumplimiento de la cartera.

La administración primaria de los activos que conforman el patrimonio separado quedará en manos de los originadores respectivos. La administración maestra será realizada por ACFIN, una entidad especializada en administración de carteras e independiente de los originadores y de la securitizadora, lo que fortalece el control del proceso de administración de los contratos.

Los contratos de administración estipulan claramente las obligaciones y derechos de las partes, así como las causales de término anticipado.

Del mismo modo, en el contrato de emisión se han acotado los gastos del patrimonio separado y establecido claramente las políticas de inversión de los excedentes de caja producto de la operatoria tradicional, de prepagos o liquidación de garantías.

Dado que la serie subordinada fue estructurada sobre la base de los flujos teóricos de los activos, no resiste ningún stress y, por tanto, su clasificación es C. Esta serie no paga intereses hasta el final y se amortiza en una sola cuota al semestre siguiente del vencimiento de la serie preferente.

**FUNDAMENTACION**

La clasificación asignada a la serie A preferente de bonos de securitización se fundamenta en la fortaleza de la estructura financiera, que soporta severos escenarios de stress, correspondientes a un nivel de riesgo AA. Se fundamenta, además, en la adecuada estructura legal, en la revisión de las políticas y procedimientos de originación de los contratos y en la evaluación de la administración, seguimiento y control de la cartera.

Los activos corresponden a 712 contratos de leasing habitacional. El flujo generado por los arriendos y pagos de precio es suficiente para cubrir oportunamente los costos generados por el patrimonio separado y las obligaciones contraídas con los títulos de

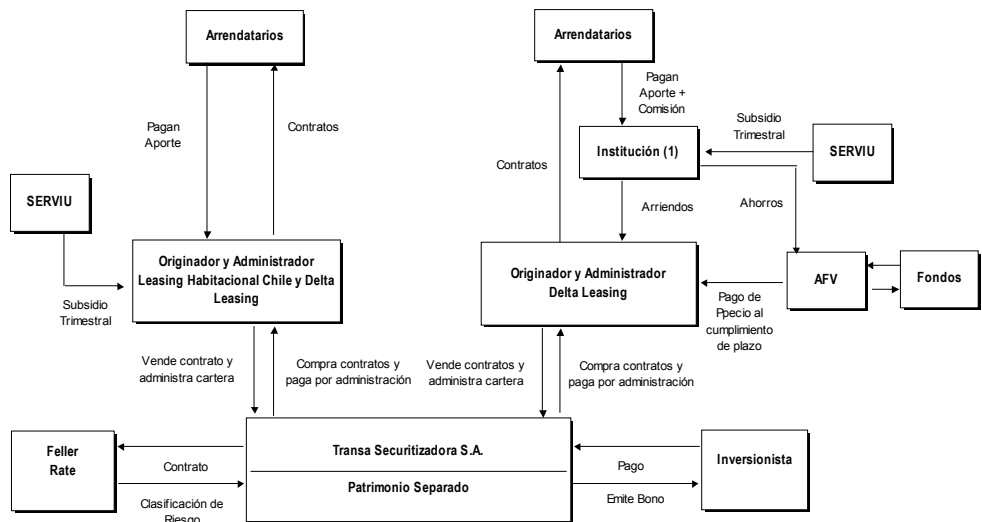
## Quinto Patrimonio Separado

### ESTRUCTURA DE LA EMISION

#### Características generales de la emisión

La quinta emisión de bonos de securitización de Transa Securitizadora S.A. está conformada por una serie preferente y una subordinada, respaldadas por una cartera de 299 contratos de leasing habitacional directos, originados por Leasing Habitacional Chile; 349 contratos de leasing habitacional con AFV y 64 contratos de leasing habitacional directos, originados por Delta Leasing. Los originadores mantendrán la administración primaria de los activos.

Diagrama simplificado de la estructura de esta emisión



(1) Banco del Estado, CCAF Los Andes, CCAF Los Héroes y CCAF Javiera Carrera

En el caso de los contratos de leasing habitacional, la sociedad inmobiliaria vende las viviendas y los contratos de arrendamiento asociados a la securitizadora, la que durante la vigencia de dichos contratos, tiene derecho a recibir los arriendos y los pagos de precio.

Existen dos modalidades de leasing habitacional, el leasing habitacional directo y con AFV. En los primeros, la operatoria de pagos es bastante similar a un mutuo, los fondos van directamente a la inmobiliaria, determinándose una cuota que se compone del arriendo y amortización del precio de compraventa de la vivienda.

Bajo la modalidad de leasing con AFV, el arrendatario firma un contrato con una institución, donde realiza aportes mensuales. Dicha institución distribuye el total del monto cancelado por el arrendatario de la siguiente forma: paga el arriendo a la sociedad securitizadora, cobra para sí una comisión de administración de los fondos y colocando la diferencia en una cuenta de ahorro individual en una administradora de fondos para la vivienda (AFV), que invertirá en el mercado de capitales el dinero acumulado. Para ello, las AFV tienen similares obligaciones, derechos y limitaciones que las AFP.

Los pagos de arriendos mensuales y los pagos de precio pactados, en la medida que se vayan realizando, los recibirá la sociedad securitizadora. Cuando se com-

---

## Quinto Patrimonio Separado

---

pleta en la AFV un monto igual al precio de compraventa, se resuelve el contrato de arriendo y se celebra un contrato de venta de la vivienda.

Bajo la modalidad de contratos de leasing, el arrendatario puede obtener subsidio habitacional por parte del Estado en forma inmediata. Este subsidio, a diferencia del subsidio habitacional más tradicional, es desembolsado trimestralmente y está condicionado a la continuidad en los pagos del arrendatario.

Desde el punto de vista de riesgo para un inversionista, existen características del sistema de leasing que son ventajosas, respecto de los colaterales formados por mutuos hipotecarios endosables:

- La propiedad de la vivienda es de la securitizadora, lo que facilita la liquidación de las garantías en caso de incumplimiento del arrendatario.
- La pérdida del subsidio trimestral en caso de mal comportamiento de pago del arrendatario crea un importante incentivo a los deudores a mantener sus cuotas al día.
- En el caso de leasing con AFV, si el arrendatario lo requiere, luego del quinto año y hasta por cuatro oportunidades, puede hacer uso de los fondos acumulados en su cuenta de ahorro individual para cancelar los aportes, los arriendos, primas de seguros o comisiones. Luego, el arrendatario deberá acordar la cancelación de estos adelantos de efectivo con la institución. Esta posibilidad también opera a favor del acreedor en el caso de morosidad del deudor durante tres aportes consecutivos o cuatro no consecutivos.
- La ley establece jueces árbitros especiales para la resolución de conflictos, que agilizan las eventuales disputas legales, especialmente las relacionadas a liquidación de garantías.

Por otra parte, existe una dificultad en la estructuración financiera de una emisión respaldada con contratos de leasing habitacional con AFV. El plazo para el pago de precio de la vivienda está condicionado a la existencia de ahorros voluntarios y a la rentabilidad real respecto de la proyectada inicialmente del fondo de ahorro individual del arrendatario. Si la rentabilidad real es mayor y/o existen ahorros voluntarios, el pago del precio se producirá antes de lo proyectado. Si la rentabilidad es menor, el contrato puede prorrogarse, al igual que la fecha de pago de precio. El diseño de la emisión incorpora este factor a través de la creación de un fondo de reserva y cláusulas de rescate anticipado de bonos.

### **Descripción del emisor**

Transa Securitizadora S.A es una sociedad constituida por escritura pública el 4 de agosto de 1995 e inscrita en el registro de Valores de la Superintendencia con fecha 5 de agosto de 1996. La propiedad de la entidad está dividida en dos accionistas mayoritarios: Servihabit, relacionado a Leasing Habitacional Chile, posee el 62% y Administradora de Mutuos Hipotecarios del Centro es dueña del 38% restante.

La securitizadora gestionó su primer patrimonio separado a mediados de 1996 y, a la fecha, registra un total de cuatro emisiones, cuyas principales características se presentan a continuación.

## Quinto Patrimonio Separado

### Emisiones Transa Securitizadora S.A.

Patrimonio Separado	Series	Inscripción en SVS	Monto Emisión (UF)	Plazo	Clasificación Feller Rate	Tasa Emisión	Colateral	Originadores y Administradores Primarios	Administración Maestra
Primero	A	Nº 193	163.000	11,5 años	A	6,5%	368 MHE,	Mutuocentro, Credycasa, H y M y Las Américas	Transa
	B	10-12-96	139.000	24,5 años (1)	A	6,3%	Valor par UF260.018		
	Total: 302.000						Tasa implícita 9,7%		
Segundo	A	Nº 199	168.000	11,5 años	A	6,5%	380 MHE,	Mutuocentro, H y M, CB, Credycasa y Las Américas	Transa
	B	30-05-97	143.000	24,5 años (1)	A	6,3%	Valor par UF282.185		
	Total: 311.000						Tasa implícita 9,4%		
Tercero	A	Nº 202	230.000	5 años	A	7,4%	788 MHE,	Mutuocentro, H y M, CB, Credycasa, Las Américas, Procrédito, Contémpora y Mutuoban	Transa
	B	10-03-98	317.000	20 años (2)	A	7,4%	Valor par UF473.654		
	Total: 547.000						Tasa implícita 10,0%		
Cuarto	A	Nº 236	403.000	19 años	AA	7,0%	612 CLH,	Leasing Chile	ACFIN
	B (3)	24-10-00	35.500	20 años (4)	C	6,5%	Valor par UF363.945		
	Total: 438.500						Tasa activos 12,3%		

- (1) Con 11,5 años de gracia para el capital  
 (2) Con 5 años de gracia para el capital  
 (3) Subordinado  
 (4) Paga capital e intereses al vencimiento de la deuda senior

Las primeras tres emisiones, llevadas a cabo entre 1996 y 1998, tuvieron como activos de respaldo mutuos hipotecarios endosables originados por diversas administradoras de créditos hipotecarios. En estas operaciones el sobrecolateral requerido a los activos fue financiado con capital, mientras en las operaciones siguientes ello se ha hecho a través de la emisión de bonos subordinados.

Cabe señalar que, de acuerdo con la normativa de securitización, cada patrimonio separado debe ser analizado individualmente, ya que la insolvencia de uno de ellos no acarrea ninguna obligación a los otros. Es decir, están aislados con respecto a sus obligaciones de pago.

#### CALIDAD CREDITICIA DEL COLATERAL Y GARANTÍAS

##### Proceso de originación

Feller Rate realizó una evaluación del proceso de originación de Delta Leasing y Leasing Chile, que incluyó una revisión de los antecedentes de las empresas, sus políticas y procedimientos crediticios.

##### Delta Leasing

Inmobiliaria Delta fue constituida el 5 de septiembre de 1996 y comenzó a generar sus primeros contratos de leasing en abril de 1998. Inicialmente, la empresa fue creada con el propósito de desarrollar dos áreas de negocios: leasing habitacional e inversión inmobiliaria.

A fines de 1998, el directorio de la empresa decidió concentrar sus esfuerzos en la puesta en marcha del negocio del leasing habitacional, traspasando a otra de sus filiales todas las inversiones en negocios inmobiliarios.

Hoy en día, la propiedad de Inmobiliaria Delta S.A. radica, tanto en forma directa como indirecta, en un 80,8% en el Grupo Delta y en un 19,2% en la Corporación Interamericana de Inversiones, ligada al Banco Interamericano de Desarrollo. La Empresa Constructora Delta, matriz del grupo Delta, es una de las compañías de mayor tamaño en su rubro en Chile. El grupo, participa activamente en el área de

## Quinto Patrimonio Separado

la construcción, concesiones e infraestructura y posee experiencia en el sector inmobiliario. Además, ha participado activamente en el proceso de concesiones viales realizado por el MOP.

Son propietarios de Constructora Delta: Inversiones Hachegé Limitada (24,5%) vinculada a Sergio Henríquez; Stehr y Compañía (15,5%), cuyo principal accionista es Helmut Stehr; Fondo de Inversiones de Desarrollo de Empresas Orión (16,6%); y otros accionistas minoritarios dentro de los cuales existen ejecutivos de la empresa. El Presidente del Directorio es Héctor Henríquez y su gerente general es Helmut Stehr.

A continuación se presenta la composición del directorio y la plana ejecutiva de Delta Leasing. El directorio participa activamente en la empresa.

	Directorio	Administración	
Presidente	Helmut Stehr Wilkens	Gerente General	Gonzalo Bernaldes Cuevas
Vicepresidente	Sergio Almarza Alamos	Gerente de Operaciones	Sergio Pérez Cortes
Directores	Sergio Orellana Salcedo	Gerente de Adm. y Finanzas	Juan Enrique Cruz
	Héctor Henríquez Recabarren	Abogado	Emilia Araya
	Sebastián Escobar Cruchaga		
	Máximo Israel López		

### Segmento Objetivo

El mercado objetivo de Inmobiliaria Delta es el conformado por las personas naturales del estrato socioeconómico medio-bajo. Esto corresponde al estrato que va desde la mitad inferior del segmento C2, el segmento C3 y el 20 o 30 % superior del segmento D.

En sus inicios, la empresa se concentró en clientes que buscaban viviendas entre UF 350 y UF 700. En la actualidad, ha aumentado la gama de clientes, atendiendo solicitudes de viviendas con valor de hasta UF 1.500 (promedio UF 800).

Inmobiliaria Delta ha dividido su segmento objetivo en seis clientes tipos, de acuerdo al grado de formalidad y estabilidad de los ingresos que perciben. Esta clasificación permite distinguir los riesgos asociados a cada tipo de cliente y así fijar las tasas correspondientes.

Inmobiliaria Delta incluye dentro de su segmento a clientes con ingresos informales. Sin embargo, la experiencia ha mostrado las dificultades de atender a este segmento y, en la actualidad, no representa más del 2% de la cartera.

### Fuentes de captación y canales de distribución

Hasta mediados de 1999, la casi totalidad de los contratos de leasing fueron a través del mecanismo de AFV (salvo 5). En la actualidad, sólo el 50% de los contratos se realizan a través de la modalidad de AFV.

El área comercial ha centrado sus esfuerzos en captar clientes de empresas que están desarrollando conjuntos habitacionales cuyas características coinciden con el segmento objetivo de Inmobiliaria Delta. Para garantizar un flujo adecuado de solicitudes de financiamiento, personal del área comercial de Delta tiene presencia

---

## Quinto Patrimonio Separado

---

física en las salas de venta de los conjuntos y, cuando no se dan las condiciones capacita a los encargados de venta.

### *Antecedentes del área de crédito*

El personal del área comercial se preocupa de realizar la preevaluación de los solicitantes y, cumplida esa etapa, la solicitud pasa a operaciones, área en que un analista de riesgo realiza la evaluación y prepara la presentación para el comité de crédito.

El comité de crédito está formado por el gerente general, un miembro del Grupo Delta, el analista de riesgo responsable y el gerente comercial. El comité tiene la atribución de aprobar excepciones a la política de crédito, en casos justificados y respaldados por mayores antecedentes o mayores garantías.

La división funcional entre el área de evaluación de crédito y el área comercial permite mantener un adecuado equilibrio entre crecimiento y riesgo.

La empresa adquirió y adaptó a sus necesidades, un sistema diseñado especialmente para la originación y el control de avance de las solicitudes en estudio. El sistema automatiza todo el procedimiento de originación. Permite llevar el control del estado de los diferentes procesos, como recopilación de antecedentes, tasaciones, estudios legales, etc.

El proceso de tasación es realizado por empresas y profesionales externos con experiencia en el tipo de viviendas que se financian, mientras los estudios legales y la escrituración son realizados por personal propio. Esto último, implica un cambio de esquema respecto del que se utilizaba originalmente, en que se subcontrataban los servicios legales con terceros.

En general, el grado de formalización de los procedimientos desarrollados por Delta, es superior al promedio visto en empresas similares, considerando a sus pares no bancarios y a las administradoras de mutuos hipotecarios.

### *Políticas y procedimientos crediticios*

Las políticas de otorgamiento están claramente establecidas en manuales. Los requisitos exigidos son similares a los del mercado en cuanto a edad, informes comerciales, ahorro mínimo, relación cuota/renta y carga financiera/renta. Sin embargo, a diferencia de sus competidores, se permite que los codeudores no tengan una relación directa con el deudor y se aceptan deudores con parte o el total de sus ingresos informales.

Entre otros, el manual de políticas establece una definición clara del tipo de deudor, tipo de vivienda y los requerimientos financieros para poder ser sujeto de crédito; así como las excepciones a los criterios y las instancias de aprobación.

La empresa ha contratado un seguro de cesantía para gran parte de su cartera, que cubre un período de seis meses sin trabajo.

Todo el proceso de aplicación de manuales y procedimientos, fue verificado por Feller Rate mediante la revisión de una muestra del 10% de las carpetas asociadas al proceso de securitización. De esta revisión se obtuvieron las siguientes conclusiones generales:

## Quinto Patrimonio Separado

- El contenido de las carpetas permitió constatar que sus procedimientos efectivos concuerdan con las especificaciones del manual de crédito. La información en las carpetas era homogénea y estaba ordenada.
- Cada carpeta contenía los documentos que acreditan la calidad crediticia del deudor (sustentación de rentas, estabilidad laboral y honorabilidad crediticia) y de los codeudores en los casos correspondientes.
- Todas las carpetas incluían una completa minuta con un resumen de la operación y un detalle del cálculo de ingresos e índices financieros.

### Leasing Chile

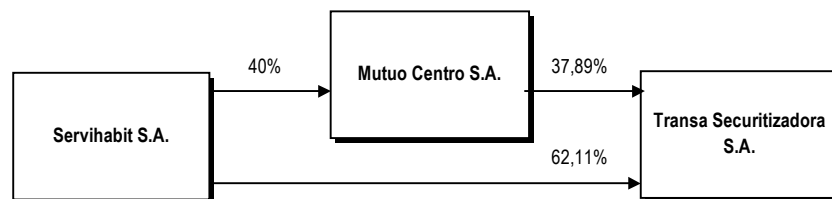
La Sociedad Inmobiliaria Leasing Habitacional Chile S.A. se constituyó por escritura pública el 30 de mayo de 1996 e inició sus operaciones en el negocio inmobiliario en septiembre de 1996.

La propiedad de Leasing Chile está en manos de dueños comunes con Transa Securitizadora. En el siguiente cuadro se detalla la propiedad:

Principales accionistas

Accionista	Leasing Chile	Servihabit
Insigne S.A.	21,7%	21,7%
Inmob. e Invers. Westfalia S.A.	13,0%	13,0%
José D. Godoy	13,0%	13,0%
Carlos Marín Varas	10,9%	10,9%
Orlando Poblete	8,7%	8,7%
Soc. de Inv. Manuel Rengifo S.A.	8,2%	8,2%
Marta Ried Undurraga	6,5%	6,5%
Unión Americana S.A.	6,5%	6,5%
Guillermo Marín Varas	6,5%	6,5%
Fernando Gardeweg Leigh	3,8%	3,8%
Fernando Gardeweg Ried	0,8%	0,8%
Douglas Crawford	0,5%	0,5%
TOTAL	100,0%	100,0%

Los 10 accionistas principales de Leasing Chile poseen, a su vez, el 76,6% de Transa Securitizadora, a través de Servihabit e indirectamente a través de la propiedad de Mutuocentro. En la siguiente figura se ve la relación de propiedad con Transa Securitizadora.



---

## Quinto Patrimonio Separado

---

La compañía está estructurada en cuatro áreas dependientes de la gerencia general. Estas son: ventas, cobranzas, estadísticas y tasaciones.

Para acceder a su mercado objetivo, fuertemente concentrado en viviendas usadas, la empresa ha desarrollado vínculos con una red de corredores de propiedades especializados en ese tipo de vivienda. Esta es la fuente mayoritaria de sus operaciones, si bien una parte también se genera a través de personas que llegan directamente a las oficinas.

La recopilación y posterior procesamiento de la información y antecedentes para la evaluación, es realizada por la empresa. A diferencia con el resto de las empresas del sector, las tasaciones son realizadas por personal de Leasing Habitacional Chile. De acuerdo a lo expresado por la empresa, las tasaciones externas no son necesarias, debido a que las viviendas del segmento objetivo de Leasing Chile son homogéneas en sus características (materiales, tamaño).

Dado el tamaño de la empresa, el gerente general está directamente involucrado en las principales áreas, siendo en especial responsable de finanzas y de la gestión comercial.

Los sistemas y procedimientos de la empresa han ido mejorando en la medida que sus operaciones están siendo destinadas a ser securitizadas y debe cumplir con los requerimientos de información de los diferentes partícipes.

Cabe señalar no obstante, que parte relevante del negocio que desarrolla Leasing Chile es inmobiliario, es decir, se privilegian las operaciones en que junto con financiar las viviendas, es posible obtener diferenciales entre el valor de compra y de leasing.

### *Antecedentes del área de crédito*

Cada potencial cliente es evaluado por un analista de crédito, quien debe completar una minuta con la información relevante, la que es luego analizada por el Comité de Crédito, conformado por el Gerente de Ventas y el Gerente General. Este sesiona todos los días. Las observaciones del comité, quedan explicitadas en la antes referida minuta.

Si los miembros del comité estiman que una operación que no cumple íntegramente con la política de créditos tiene un grado de riesgo asumible en atención a sus características particulares, puede recomendarlo. En tales casos, el Presidente del Directorio debe concurrir a la aprobación.

Según lo señalado por el gerente general, la tasa de rechazo es del orden del 50% del total de personas que se acercan a solicitar crédito. Las principales causas de rechazo son: incumplimiento de nivel de renta, razones de endeudamiento y protestos. Estos casos son filtrados por los vendedores, por lo tanto no llegan al comité de crédito. Esta última instancia, rechaza alrededor de un 5 a 10% de las operaciones que le son presentadas.

### *Políticas y procedimientos crediticios*

Al comparar las operaciones iniciales de Leasing Chile, con las originadas en la actualidad, se aprecia un mayor grado de formalidad en el tratamiento de la información, en los procesos y en las políticas de crédito. El Manual de Políticas, que establece el tipo de deudor y los requerimientos para ser sujeto de crédito, así

---

## Quinto Patrimonio Separado

---

como la forma de determinar los niveles de ingreso y carga financiera, es relativamente básico. En todo caso, las exigencias que en el se establecen, corresponden a las usuales en la industria. Llama la atención eso sí, que si bien existe un límite de carga financiera total renta (menor al 50%), no está explicitado el límite para el cociente arriendo/renta.

La política establece que las operaciones no pueden ser inferiores a UF 400 y lo normal es que no se realicen operaciones superiores a UF 1.000, que coincide con el segmento objetivo C2-C3. La mayor parte de los contratos de Leasing Habitacional Chile corresponden a viviendas usadas, en que es posible realizar el ya señalado negocio inmobiliario. La gran mayoría de las operaciones corresponden a viviendas ubicadas en Santiago; no obstante, posee algunas operaciones en Valparaíso y Chillán.

La política de la empresa establece financiar la adquisición de viviendas de dependientes con al menos 6 meses de trabajo en una empresa y de 1 año de continuidad laboral. Para los independientes, se requiere que tengan al menos dos años de actividad. En este último caso, no queda clara la forma en que se establecen sus rentas.

La cobranza es realizada directamente por la empresa, debiendo las personas concurrir a pagar sus aportes en las oficinas. Según la administración, si bien ello no es comercialmente una ventaja, permite un mejor control y detectar problemas potenciales con anticipación. La política de la compañía es facilitar la reprogramación en los casos de personas con problemas subsanables e incentivar la recolocación de la vivienda en la eventualidad de problemas mayores o, en su defecto, resciliar el contrato.

La aplicación de la pauta de créditos y procedimientos fue verificado por Feller Rate mediante la revisión de una muestra del 10% de las carpetas de las operaciones a securitizar, en las que se observó lo siguiente:

- Todas las carpetas tenían una ficha técnica que presentaba un resumen de la operación. En general se encontraron suficientes antecedentes del deudor y de la vivienda. En cada carpeta estaban los antecedentes legales de las viviendas.
- En las carpetas cuya fecha de aprobación era mayor a un año, la minuta de crédito no incluía explícitamente el cálculo de la renta ni el historial de aprobación del crédito. En cambio, las carpetas originadas en el presente año, no sólo presentaban éstos, sino también mediciones de indicadores como carga financiera/renta, aporte/renta, especificación del tipo de sustentación de renta, ahorro inicial y características generales del deudor.
- Se observó que parte de la cartera tenía acreditación de ingresos incompleta, básicamente aquellas operaciones de independientes, donde se contaba en la generalidad de los casos con una declaración jurada de renta. Todas estas operaciones fueron identificadas y, como ocurrió para la totalidad de la cartera en evaluación, las operaciones fueron afectas a un ajuste en su probabilidad de incumplimiento para efectos de estructuración, con base en el DICOM actualizado de los deudores. Las operaciones con sustentación de renta incompleta y con historial de pagos menor de 18 meses, tuvieron un ajuste adicional en su probabilidad de falla.

## Quinto Patrimonio Separado

### Garantías

Con el fin de verificar la validez de las garantías, Feller Rate solicitó realizar un estudio de títulos de una muestra escogida de contratos de leasing de ambas originadoras.

Esta labor fue realizada por el estudio de abogados Vicuña, Robles, Arthur del Real & Cia. La conclusión de los estudios fue que todos los títulos de los inmuebles se encuentran conforme a derecho.

Dado que Leasing Habitacional Chile no realiza tasaciones externas, se pidió que un agente independiente revisara una muestra de las propiedades. El tasador fue Juan Pablo Goldenberg, su evaluación dio como resultado valores consistentes a los obtenidos por el tasador interno de Leasing Habitacional Chile.

### Características del colateral

Los activos de respaldo corresponden a contratos de leasing habitacional directos y con AFV. Las principales características de la cartera, segmentada por originador y tipo de contrato, se presentan en la página siguiente.

En el caso de los contratos con AFV otorgados por Delta, el precio pactado por la vivienda en contrato puede ser superior al valor de la vivienda, ya que incluye el financiamiento de los gastos operacionales de originación. La política de otorgamiento de créditos de la entidad contempla contratos hasta con un 6% de ahorro acumulado en AFV respecto del precio pactado, lo que exceda se abona a dicho precio.

### Resumen cartera

(1 de agosto de 2001)

	CLH Directos LCH	CLH directos Delta	CLH con AFV Delta
Número de contratos	299	64	349
Participación en número	42%	9%	49%
Valor par activos fecha de corte (UF)	170.215	32.012	204.897
Participación en activos	41,8%	7,9%	50,3%
Valor garantía promedio (*) (**)	734	684	651
Monto crédito original (CLH dir.) / Ahorro previo (leasing AFV) *	629	595	42
Saldo insoluto actual promedio – Ahorro actual (*)	597	589	72
Tasa Promedio (*)	12,7%	13,0%	12,2%
Plazo Residual Promedio (*)	188	204	208
Plazo Residual Máximo	240	238	236
Deuda inicial / Garantía (CLH dir.)- Ahorro inicial promedio / PPACT (*)	85,6%	87,1%	6,8%
Deuda actual / Garantía (CLH dir.)- Ahorro actual promedio / PPACT (*)	82,3%	86,1%	11,4%
Relación dividendo / renta (*)	19,5%	20,0%	19,8%
Relación carga financiera / renta (*)	32,9%	26,4%	27,7%
Porcentaje de contratos con subsidio	67,6%	71,9%	80,5%
Porcentaje de contratos con seguro de cesantía	52,5%	85,9%	74,5%
Porcentaje de contratos en mora	4,3%	6,3%	15,8% ***
Porcentaje de contratos con protestos o morosidades vigentes al corte	35,1%	26,6%	33,0%

(\*) Los valores son promedios ponderados por saldo de precio y precio pactado, respectivamente.

(\*\*) Menor valor entre tasación y monto efectivo de la operación de compraventa.

(\*\*\*) Incluye reprogramaciones

---

## Quinto Patrimonio Separado

---

En Delta, tanto para contratos de leasing directos como con AFV, el otorgamiento de las operaciones puede contemplar dos meses de gracia de aportes, que se capitalizan o no se acumulan en la cuenta de ahorro, según sea el caso. Esto se encuentra incorporado en los flujos proyectados para estructuración y en los saldos actuales de las distintas cuentas afectas.

Buena parte de las carteras contemplan seguro de desempleo. Leasing Chile ha contratado esta cobertura con la compañía Mapfre Seguros Generales, mientras que Delta opera con Chilena Consolidada Seguros Generales. En ambos casos el seguro tiene una cobertura de seis meses.

Un porcentaje de las operaciones en cartera presentan morosidad actual en el pago de aportes y protestos o morosidades vigentes en el sistema. Estos factores fueron evaluados para efectos de estructuración, realizándose ajustes a la probabilidad de incumplimiento, en un análisis activo por activo, de acuerdo con la metodología de clasificación de Feller Rate.

Gran parte de la cartera tiene subsidio habitacional. A diferencia del caso de mutuos hipotecarios, este subsidio se entrega trimestralmente, supeditado al comportamiento de pago del deudor.

A pesar que la ley contempla, al igual que en el caso de mutuos hipotecarios, una garantía estatal en caso de incumplimiento, ésta sólo opera si la cuenta en la AFV o los pagos parciales de precio acumulan al menos el 25% del valor de la vivienda pactado en el contrato. Por lo tanto, dado que la metodología de Feller Rate supone que el primer default se produce al mes trece y que los contratos de la cartera son relativamente nuevos, esta garantía no aplica.

El valor par de la cartera es inferior al valor par de la emisión de bonos. Sin embargo, la diferencia entre las tasas de arriendo y de los bonos generan un flujo mensual de caja positivo durante la vigencia de los títulos.

### ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

#### *Administración primaria de activos*

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

La legislación chilena autoriza a la securitizadora a contratar los servicios de administración con terceros o a efectuar la administración internamente. En este caso, los contratos de leasing seguirán siendo administrados por sus originadores.

#### *Delta Leasing*

En sus inicios, la empresa operó un sistema simple de administración de activos, para después adquirir un sistema que permite un grado relativamente alto de automatización de las labores de administración. El sistema emite nóminas de recaudación, de contabilización de recaudación efectiva, de emisión de nóminas para compañías de seguros, de control de gastos e intereses por efectos de morosidad, control de pago del subsidio habitacional, control de gastos varios, información histórica de tasaciones y de datos del titular, además puede llevar un registro histórico de pagos.

## Quinto Patrimonio Separado

Dadas las características de la operación inicial, con una gran concentración de leasing con AFV, generados por vínculos con las cajas de compensación, la casi totalidad de los pagos se hacía a través de las cajas de compensación, mediante descuento por planilla. Sin embargo, con el cambio de composición de la venta hacia leasing directo, la cobranza se fue concentrando de manera creciente en las oficinas de la empresa.

La cobranza prejudicial y judicial está contratada con una empresa externa especializada en el tema, con reconocida experiencia y prestigio. Según lo señalado por la administración, la política de renegociaciones de aportes atrasados es estricta, exigiéndose algún pago parcial para acceder a ello.

Hace algunos meses, Inmobiliaria Delta tomó la decisión de traspasar el proceso de administración de activos a un especialista en el área, básicamente en todo lo que se refiere al soporte de sistemas. La empresa seleccionada para ello es ACFIN, que ya cuenta con una experiencia relevante para ello.

### *Leasing Chile*

La administración de la cobranza de Leasing Chile depende de la gerencia de operaciones. El administrador del sistema de operaciones es el encargado directo de administrar, seguir y controlar las recaudaciones efectuadas por terceros.

La política de cobranza a morosos se encuentra detallada en un manual. Los deudores que presentan más de tres meses morosos pasan a cobranza judicial, la que es realizada por un abogado de la propia empresa.

Los días 5 de cada mes son las fechas oficiales máximas de pago. A contar del día 15 se comienza a ubicar a aquellas personas que no han pagado ese mes. A contar del primer día hábil del mes siguiente se considera moroso. Se tolera hasta 3 aportes en mora para iniciar el proceso de cobranza judicial.

Existe una persona que lleva listados de control y estadísticas de la cartera, como por ejemplo: todos los contratos vigentes, datos de las operaciones mes a mes, operaciones ingresadas y operaciones finalmente aprobadas.

Sus procedimientos y sistemas actuales son suficientes para el volumen actual que administra. No obstante, la empresa requiere formalizar sus procesos y mejorar sus sistemas y controles para soportar un volumen de activos mayor, que le asegure un riesgo controlado y gestión de cobranza eficiente.

### *Contrato de administración*

La securitizadora estableció un contrato de administración con cada inmobiliaria que establece claramente las obligaciones y facultades que asumen los administradores. Entre sus obligaciones está el llevar un registro especial de los contratos de arrendamiento con promesa de compraventa que administre y que integren el Patrimonio Separado.

Se establece que el administrador será responsable por la autenticidad, fidelidad e integridad de toda la información, asociada a los contratos de leasing que suministre. Si el administrador hubiera sido, a su vez, el cedente del contrato de arrendamiento con promesa de compraventa que administre, será responsable por la eficacia jurídica de los contratos y garantías, por la identidad y capacidad legal de

---

## Quinto Patrimonio Separado

---

los contratantes, por la autenticidad e integridad de los contratos de leasing, de su cesión y de la transferencia a Transa Securitizadora de sus correspondientes inmuebles.

Todos los gastos no previstos en el presente contrato en que incurra el administrador, por concepto de las gestiones de administración y por cualquier otro relacionado con la celebración y cumplimiento del contrato, deberán ser autorizados previamente y por escrito por Transa Securitizadora sin afectar al patrimonio separado mas allá de los límites máximos previstos en el contrato de emisión.

Tanto para contratos de leasing directos o con AFV, se establece que los aportes serán remesados a la securitizadora, dentro del segundo día hábil siguiente a la percepción de dichos fondos por parte de la inmobiliaria o de la institución que administre la cuenta de ahorro metódico, según sea el caso. Esto, con la salvedad que para el caso de leasing con AFV, durante los primeros 12 meses de vigencia del contrato, los aportes serán remesados dentro de un plazo que no supere los 15 días corridos siguientes a su percepción.

La vigencia los contratos de administración es hasta el vencimiento de los activos que se encargan de administrar o de aquellos que los sustituyan; o bien, hasta la fecha en que se verifique el pago íntegro de ambas series de los títulos de deuda de securitización que se emitan con cargo al patrimonio separado.

La securitizadora tendrá derecho a poner término anticipado al contrato de administración en los siguientes casos:

- Por falta reiterada en el cumplimiento exacto, íntegro y oportuno, en el pago las rentas de arrendamiento y demás pagos efectuados y/o por el descuento de gastos no autorizados o en exceso de los previsto en el contrato.
- Por falta de cumplimiento de las obligaciones relativas a la información que deba suministrar el administrador a Transa Securitizadora.
- Por la cesión o delegación de la función de administrador, sin el consentimiento de Transa Securitizadora.
- Por quiebra, insolvencia o mal estado de los negocios del administrador o por cancelación de su autorización para operar como tal, efectuada por la autoridad administrativa.
- Por incumplimiento grave de cualquiera de las obligaciones que emanen de los contratos de compraventa suscritos entre el administrador y Transa Securitizadora en virtud de los cuales el primero vendió y transfirió al segundo los inmuebles que integran el activo del patrimonio separado.

Cualquier duda o dificultad entre las partes se resolverá mediante arbitraje, conforme al reglamento del Centro de Arbitrajes de la Cámara de Comercio de Santiago A.G.

### **Administración maestra**

El desempeño que tenga el colateral dependerá, en alguna medida, de la calidad del seguimiento que se haga del comportamiento de la cartera. El monitoreo del patrimonio separado debe ser continuo y preciso, debiendo existir indicadores de

---

## Quinto Patrimonio Separado

---

desempeño de la cartera que permitan un seguimiento fácil y exacto y que puedan activar decisiones correctivas.

Para ello, la información relevante sobre el comportamiento del colateral debe ser consolidada y verificada. Luego, debe ser analizada en función de las proyecciones iniciales. De comprobarse negligencia por parte de los administradores en el servicio comprometido, o que la calidad de la información enviada sea inexacta, incompleta o fraudulenta, la securitizadora deberá tomar todas las medidas del caso para evitar nuevos comportamientos similares o cambiar al administrador.

Este seguimiento o administración maestra puede ser contratado con terceros o realizado por la propia securitizadora. En este patrimonio separado, esta labor será realizada por ACFIN, una entidad especializada en la administración de activos financieros, independiente de los originadores y de la saecuritizadora, lo que fortalece el adecuado control sobre los procesos de administración de las carteras.

### ACFIN

La entidad fue creada en 1997. Sus gestores iniciales, a través de una alianza estratégica, fueron la Familia Díaz y AGS Financial LLC, entidad orientada al otorgamiento de servicios profesionales en financiamiento estructurado internacional y securitización, con base en EEUU. En 1998, ingresó a la propiedad SONDA, quien controla actualmente un 80% de la compañía.

Los servicios que brinda ACFIN son: administración directa de activos (*Primary Servicing*), administración de carteras de activos (*Master Servicing*) y administración de securitizaciones (*Trustee*).

ACFIN ha preparado su infraestructura tecnológica para administrar una cartera de 10.000 activos. La planta de personal equivalente es de aproximadamente 15 personas. El diseño de su plataforma tecnológica le permite ampliar fácilmente y con una baja inversión la administración de mayores volúmenes de activos.

Como administrador maestro del patrimonio separado, ACFIN será responsable de la supervisión continua de la gestión de los administradores primarios. Además, como parte de sus funciones, informará sobre el desempeño de la cartera a los entes relacionados (securitizadora, inversionistas, clasificadores de riesgo, entre otros). También asegura la continuidad de la gestión de cobranza, sea por reemplazo de los administradores directos, en caso de incumplimiento de sus funciones, o por el respaldo de la información.

Feller Rate ha realizado una evaluación de ACFIN en su calidad de administrador de activos, calificando a la institución en un nivel *más que satisfactorio, d*. Ello obedece a la buena estructuración de sus procedimientos y controles, el alto grado de automatización de sus procesos y el buen apoyo tecnológico. Lo anterior se ve mitigado por la falta de historial de desempeño en los aspectos evaluados, que se refleja en la subcategoría "d" asignada.

## Quinto Patrimonio Separado

### PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

#### Estimación de la pérdida potencial

La metodología considera ajustes a la cartera de leasing, de modo de reflejar sus pérdidas potenciales ante una eventual crisis económica. La magnitud de la crisis es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo. Así, los supuestos correspondientes a un escenario AAA son más exigentes que para uno AA. A su vez, los asociados a un escenario AA son más exigentes que para un escenario A.

Feller Rate, con el fin de evaluar la calidad de la cartera, la comparó con una cartera de referencia o “benchmark pool” que se ha determinado para contratos de leasing habitacional. Las características de los activos pertenecientes a una cartera de referencia se determinaron sobre la base de un análisis del mercado hipotecario del país y de la experiencia internacional en mercados hipotecarios de características similares a la chilena. Las características de la cartera de referencia para contratos de leasing habitacional se presentan en el siguiente cuadro:

Características de la cartera de referencia Contratos de Leasing Habitacional

<i>Tipo de Activos</i>	Contratos de Arrendamiento con Promesa de Compra y Venta, con ahorro metódico o directos
<i>Características de activos</i>	Establecidas en la Ley N°19.281
<i>Garantía</i>	Propiedad de la vivienda
<i>Destino de vivienda</i>	Habitacional, primera vivienda
<i>Ahorro previo</i>	Mayor al 10%
<i>Tamaño de cartera</i>	300 contratos como mínimo
<i>Valor de la vivienda</i>	Menor a UF 600
<i>Capacidad de pago</i>	Aceptables relaciones aporte/renta y carga financiera total/renta
<i>Antigüedad del contrato</i>	Menos de 6 años de antigüedad
<i>Plazo residual</i>	Más de 8 años
<i>Historia morosidad</i>	Buen historial de aportes y deudas con terceros
<i>Situación de morosidad</i>	Sin mora
<i>Dispersión geográfica</i>	Viviendas en áreas urbanas, sin concentración geográfica
<i>Calidad proceso de originación</i>	Proceso de originación aceptable
<i>Calidad administración y control</i>	Aceptable proceso de administración y control de contratos
<i>Calidad información y empleador</i>	Fuente laboral estable y aceptable calidad de información, sustentación de renta formal
<i>Seguros</i>	Seguro obligatorio de desgravamen e incendio
<i>Garantías externas</i>	Contratos con subsidio habitacional

La probabilidad de incumplimiento y la pérdida del valor de mercado de las viviendas, pertenecientes a un contrato de leasing habitacional de una cartera de referencia que Feller Rate supone para escenarios de crisis, son las siguientes:

Supuestos base utilizados por categoría de riesgo

Categoría	Probabilidad de Incumplimiento		Pérdida de Valor de la Vivienda
	Ahorro previo mayor a 20%	Ahorro previo mayor a 10%	
AAA	18%	25%	55%
AA	13%	18%	48%
A	10%	13%	44%
BBB	7%	10%	40%
BB	4%	5%	35%

## Quinto Patrimonio Separado

A estos parámetros base se les efectúan diversos ajustes que afectan tanto a la proporción de activos que fallan como a la variación en el precio de las viviendas y, por consiguiente, a la recuperación de garantías en caso de incumplimiento. Estos ajustes se realizan en forma individual a cada activo y buscan precisar los supuestos anteriormente indicados, considerando las fortalezas y debilidades específicas de cada activo y su respectiva garantía.

Los ajustes se realizan sobre la base de variables como tamaño de cartera, destino de vivienda, valor de la vivienda, capacidad de pago, antigüedad y plazo residual de los contratos, historia y situación de morosidad, dispersión geográfica, cobertura de cesantía, calidad de los procesos de originación o de administración y control. La aplicación combinada de estos ajustes dio como resultado los siguientes supuestos agregados a la cartera, según la severidad del escenario:

### Supuestos por categoría de riesgo para la cartera evaluada

Categoría	Probabilidad de incumplimiento *	Pérdida de Valor de la Vivienda	Severidad de la Pérdida	Cobertura de Pérdida
AAA	34,4	51,6	80,2	27,8
AA	25,6	44,6	72,5	18,7
A	18,7	40,6	68,1	12,9
BBB	14,4	36,6	63,8	9,3
BB	7,2	31,6	58,3	4,3

*\*Probabilidad de incumplimiento base para operaciones con ahorro previo mayor a 10%. En función de las características específicas de la cartera, Feller Rate podrá usar la misma tabla de probabilidades para los casos de ahorro previo entre el 5% y 10%.*

Cabe destacar que la totalidad de las operaciones en cartera fueron sometidas a un ajuste sobre la probabilidad de incumplimiento con base en la variable DICOM actualizado. El análisis también contempló un ajuste adicional sobre la probabilidad de incumplimiento para aquellas operaciones sin sustentación formal de renta y con reducido historial de pagos (menor a 18 meses).

Para cada categoría de riesgo, el monto de recuperación de garantías producto de los incumplimientos depende de la relación deuda garantía al momento del incumplimiento, el precio y momento de la liquidación de la vivienda y los costos asociados a este proceso de liquidación. En el caso de leasing con AFV, también de los fondos acumulados en la cuenta de ahorro.

Para todas las categorías de riesgo se estima que la recuperación de garantías se producirá 15 meses después de ocurrido el incumplimiento. Feller Rate supone un costo de liquidación de las viviendas en escenarios de crisis igual al 25% del monto de la deuda al momento del incumplimiento. Este costo incluye los gastos legales y administrativos de la liquidación, pero no incluye los intereses devengados no percibidos.

### Flujos de caja

Para bonos de securitización, la metodología de Feller Rate requiere que los flujos proyectados de ingresos provenientes de los activos, netos de pérdidas y gastos, sean capaces de soportar, en cada periodo, los egresos generados por el pago bo-

## Quinto Patrimonio Separado

nos. Esto debe cumplirse no sólo para los flujos estimados en condiciones normales, sino también para los esperados en condiciones de crisis, incluyendo situaciones de prepagos voluntarios.

Para el análisis de la cartera con sus respectivos flujos, se siguieron las siguientes etapas:

- Se proyectaron los flujos esperados, de arriendos y pagos de precio;
- Para los flujos de pagos de precio pactados de los contratos de leasing con AFV se consideraron rentabilidades del fondo conservadoras (ver tabla siguiente), por lo que se supuso sobreplazos conforme a la ley de leasing habitacional;
- Se calculó la cantidad de contratos fallidos sobre la base de los ajustes individuales y los supuestos. Luego, se aplicaron al flujo de caja estimado, a partir del mes trece, desde la fecha de referencia, en forma lineal y durante 36 meses;
- Se estimaron las recuperaciones producto de la liquidación de las garantías asociadas a los contratos fallidos a partir del mes 15 de producido el incumplimiento;
- Se obtuvo una proyección depurada de ingresos antes de gastos;
- Se estimaron los diversos componentes de gastos para cada período: clasificación de riesgo, auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, custodia de títulos, seguros por títulos custodiados, administración de contratos, gastos de emisión y otros;
- Se obtuvo un flujo de ingresos de la cartera, neto de gastos.
- Según lo establecido en el contrato de emisión, se realizaron sorteos de bonos preferentes con el producto de los ejercicios de prepago y con las recuperaciones producidas por liquidación de garantías;

Las rentabilidades de los fondos en AFV fueron proyectadas según la siguiente tabla:

**Rentabilidad proyectada para los fondos por categoría de riesgo**

Categoría	Rentabilidad anual (%) *
AAA	2,5
AA	3,5
A	4,0
BBB	4,5
BB	5,5

\* Neta de comisiones

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

## Quinto Patrimonio Separado

### Bonos

La emisión es por un monto total de UF 560.800 dividido en una serie preferente por UF 438.000 y una subordinada por UF 122.800. Las características de estas dos series se muestran en el siguiente cuadro.

Características de los bonos

Serie	Preferente	Subordinada	Total
Monto	UF 438.000	UF 122.800	UF 560.800
Proporción	78,1%	21,9%	100,0%
Plazo (años)	22	22	
Tasa emisión (anual)	6,0%	6,0%	
Intereses	semestrales	al vencimiento	
Periodo de gracia intereses ( años)	0	22	
Amortizaciones	semestrales	al vencimiento	
Periodo de gracia amortizaciones (años)	0	22	

Los intereses de ambas series se devengarán a partir del 1 de diciembre de 2001. El pago del primer cupón de la serie A se realizará el 1 de junio de 2002, los pagos de amortizaciones e intereses serán semestrales. La serie subordinada se pagará un semestre después del vencimiento de la serie preferente.

### Comparación de flujos

Sobre la base de las tablas de desarrollo, se proyectaron los flujos de servicio de los bonos. Para verificar si la estructura soporta el servicio de los bonos se compararon los flujos netos de cartera fallida y gastos con los flujos de los bonos y:

- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficits del período;
- Se proyectó el comportamiento del excedente acumulado o fondo de reserva sobre la base de la reserva del período anterior, la rentabilidad proyectada de esa reserva y los excedentes del período.

En general, para alcanzar una determinada clasificación, la estructura de activos y pasivos debe implicar que siempre se pueda cumplir con los resguardos del contrato de emisión. Esto es, en el caso específico de la emisión en análisis, que el fondo de reserva formado por el diferencial de tasas siempre debe ser positivo.

El pago de todos los cupones de la serie preferente se realiza cabalmente hasta en un escenario AA. La serie subordinada fue estructurada proyectando los flujos de caja teóricos (sin incumplimientos) generados por la cartera de activos. Esto genera que esta serie no soporte ningún escenario de crisis, por lo que no tiene capacidad de pagar cabalmente el capital e intereses en el plazo pactado. Esto es consecuente con la categoría C de clasificación.

### Sensibilizaciones

Los flujos de caja se sensibilizaron ante distintas situaciones de prepagos voluntarios, incluso en situaciones de crisis. Los procedimientos de sustitución de activos y de sorteo de bonos contemplados en el contrato, aseguran aceptablemente el pago de los cupones restantes en las condiciones pactadas.

## Quinto Patrimonio Separado

En el escenario AA, la serie senior soporta un prepago voluntario adicional a los producidos por incumplimiento aceptable (escenario conjunto). En escenarios normales (sin stress), soporta una alta tasa de prepago voluntario.

Además de considerar todos los gastos indicados en el contrato de emisión que corresponde solventar al patrimonio separado, se consideraron en el flujo sobre-costos para imprevistos y valores de mercado para aquellos ítemes de gastos cuyos montos parecen bajos.

Feller Rate sometió los flujos a diversas pruebas de stress, sensibilizando las siguientes variables:

- momento en que ocurre el primer incumplimiento;
- distribución y concentración de los incumplimientos;
- tiempo de recuperación de garantías;
- shock de morosidad de corto plazo;

Al realizar estas sensibilizaciones, se obtuvieron resultados aceptables de acuerdo con la categoría de riesgo asignada a cada serie. En un escenario con prepagos y rentabilidad de los fondos conservador, es improbable el pago cabal de la serie subordinada.

### ASPECTOS LEGALES

#### **Contrato de emisión**

El contrato de emisión tiene como marco legal la Ley del Mercado de Valores N°18.045, que en su título XVIII trata sobre las Sociedades Securitizadoras. En éste se establecen explícitamente la mayor parte de las consideraciones tratadas en este informe, incluyendo las remuneraciones que se deberán pagar a los prestadores de servicio; la política de inversión de los excedentes de caja del patrimonio separado; las acciones a seguir en caso de prepago de los activos de respaldo, ya sea voluntario o por incumplimiento; las tablas de desarrollo de los bonos y un detalle de los activos que formarán el patrimonio separado.

En particular, respecto de los ingresos netos de caja del patrimonio separado, el contrato establece que pueden ser invertidos en:

- a.- Títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central o que cuenten con garantía estatal por el cien por ciento de su valor hasta su total extinción;
- b.- Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizados por éstas;
- c.- Letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras;
- d.- Bonos y efectos de comercio de empresas públicas y privadas, cuya emisión haya sido registrada en la respectiva superintendencia;
- e.- Cuotas de fondos mutuos que inviertan única y exclusivamente en valores de renta fija de corto plazo, cuya política de inversiones considere invertir solamente en instrumentos representativos de inversiones nacionales.

## Quinto Patrimonio Separado

---

Todos estos valores deberán estar clasificados por dos clasificadoras independientes, a lo menos en AA y N-1, para títulos de deuda de largo y corto plazo, respectivamente. Se exceptúan de lo anterior los instrumentos de las letras a y e.

Finalmente, los fondos percibidos en caso de prepagos voluntarios de los contratos, de la ejecución de seguros o de la liquidación de garantías, deberán destinarse a:

- Rescate Anticipado de las series senior. Siempre y cuando el fondo acumulado supere UF 3.000.
- Sustituir activos, incorporando al patrimonio aquellos de características de riesgo similares a las de los contratos que pagan anticipadamente, en condiciones no desventajosas para el patrimonio separado. Para efectos de esta operación, el emisor solicitará a los clasificadores de riesgo que atesten que ésta no desmejora la clasificación de riesgo de la emisión.

El contrato también establece la posibilidad de rescatar total y anticipadamente los títulos de deuda senior cuando la sumatoria de los saldos insolutos de esta serie sea igual o inferior al 10% del valor nominal original de ésta.