

Feller-Rate



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACION

BOSTON SECURITIZADORA S.A. Segundo Patrimonio Separado

Septiembre 2004

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

BOSTON SECURITIZADORA S.A.
Segundo Patrimonio Separado

SERIE D	AA
SERIE E	C

Contactos: Carolina Franco Fono: (562) 757 0414; Marcelo Arias Fono (562) 757 0480

Clasificaciones

Bonos serie D (senior)

Nueva emisión

Septiembre 2004

AA

Bonos serie E (subordinada)

Nueva emisión

C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización series D y E
Emisor: Boston Securitizadora S.A.
Fecha escritura general: 10 de abril de 2003
Fecha escritura especial: 13 de mayo de 2004
Modificaciones a escritura especial de emisión: 29 de junio de 2004 y 30 de agosto de 2004
Montos: Serie D: UF 539.000; Serie E: UF 40.000; Total: UF 579.000.
Plazos: Serie D: 78 cuotas trimestrales; Serie E: 1 cuota después del vencimiento de la serie senior.
Tasas de interés bonos: Serie D: 5,0%; Serie E: 7,5%
Colateral: 516 contratos de leasing habitacional directos (CLH) y 171 mutuos hipotecarios endosables (MHE) con un valor par de UF 457.885 al 29 de febrero de 2004
Tasa interés promedio de los activos: CLH: 11,6; MHE 8,9%
Administrador primario: Concreces Leasing, Hipotecaria Concreces
Administrador maestro: Boston Securitizadora/ACFIN
Representante teneedores: Banco de Chile.
Mejoramientos Crediticios Externos: No hay

Los activos fueron seleccionados mediante un proceso estructurado y riguroso, y corresponden a una cartera de características similares al promedio de Concreces. No obstante, la política de compra al entero del activo de la securitizadora contempla filtros de morosidad actual hasta dos dividendos.

Concreces tendrá a cargo la administración primaria de los activos. La entidad gestiona actualmente una cartera de 3.000 contratos y ha fortalecido su organización y sus estructuras operativas para enfrentar el crecimiento. Sus políticas y procedimientos de originación y administración son adecuados para su escala de operación. Los controladores aportan su vasta experiencia en el sector inmobiliario. Feller Rate evalúa a Concreces en su calidad de originador y administrador primario de activos en categoría "Satisfactorio".

La securitizadora será responsable de la administración maestra del patrimonio separado, delegándose en ACFIN las labores operativas de seguimiento y control periódico. Esta última es evaluada por Feller Rate en su calidad de administrador de activos en categoría "Más que Satisfactorio".

La operación es la segunda dentro de un programa de emisiones que contempla la absorción de patrimonios separados.

La serie subordinada - E - fue estructurada suponiendo un escenario sin mayor stress, lo que es consecuente con la categoría C de clasificación.

La política de inversión de los ingresos ordinarios del patrimonio separado, así como de los ingresos por prepagos o liquidación de garantías, ha quedado claramente establecida en los contratos de emisión. En ellos también han quedado debidamente acotados los gastos que puede asumir el patrimonio separado.

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a la serie senior obedece a la fortaleza de la estructura y nivel de sobrecolateralización, que permiten soportar severos escenarios de estrés. Considera, además, la estructura financiera, legal y operativa de la transacción, así como la capacidad de los agentes que intervienen en la administración de los activos y del patrimonio separado.

El pago de todos los cupones de la serie D se realiza cabal y oportunamente en un escenario de crisis AA. El flujo generado por los activos de respaldo alcanza para cubrir oportunamente las obligaciones contraídas con los títulos de deuda y los costos generados por el patrimonio separado. A la vez, permite la formación de un fondo de reserva para solventar imprevistos durante la vigencia de la emisión.

La cartera está conformada por contratos de leasing habitacional directos y mutuos hipotecarios endosables originados por Concreces Financiamiento Inmobiliario (Concreces).

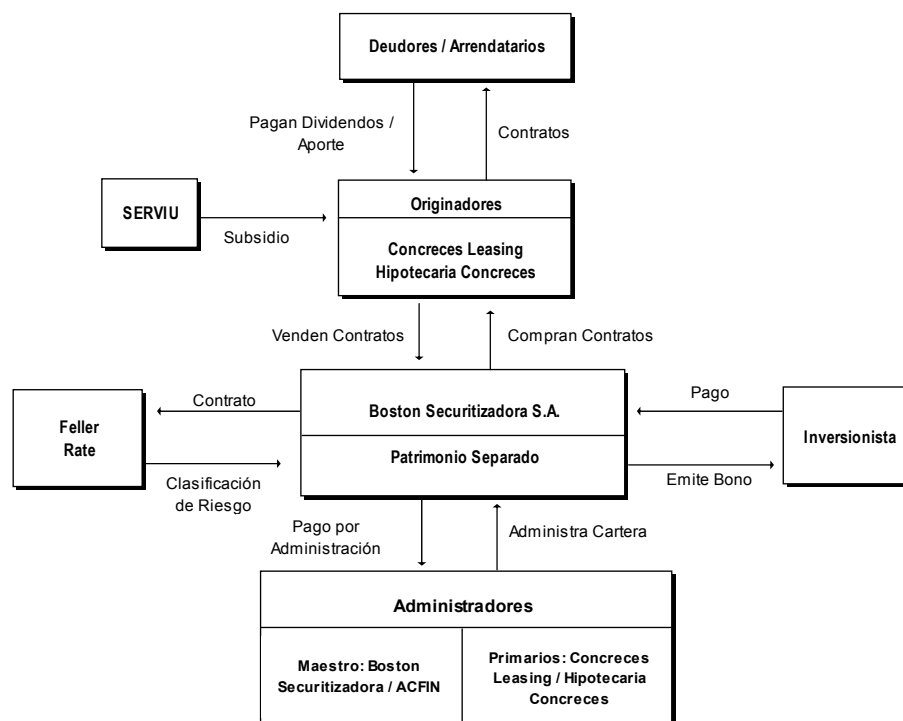
Segundo Patrimonio Separado

ESTRUCTURA DE LA EMISION

Características Generales de la Emisión

En el siguiente cuadro se presenta un diagrama simplificado de la estructura de esta emisión:

Estructura de la Emisión



Esta transacción tiene como activos de respaldo 516 contratos de leasing habitacional directos y 171 mutuos hipotecarios endosables, originados por Concreces Leasing e Hipotecaria Concreces. El valor par de la cartera, al 29 de febrero de 2004, corresponde a UF 372.454 y UF 85.432, respectivamente.

Con el respaldo de estos activos, la securitizadora emite títulos de deuda por UF 579.000, divididos en una serie preferente y una subordinada:

- La emisión senior es por UF 539.000 a un plazo de 19,5 años, con pagos de amortizaciones e intereses trimestrales.
- La emisión subordinada alcanza a UF 40.000, devenga un 7,5% anual y se paga en un solo cupón con capitalización de intereses un trimestre después del último cupón de la serie preferente.

Los tenedores de la serie E tendrán derecho a los excedentes netos del patrimonio separado, si los hubiere, con posterioridad al pago de la totalidad de los títulos de la serie preferente y luego de haberse extinguido todas las obligaciones, impuestos o gravámenes que pudieren afectar al patrimonio separado.

La venta de los activos tiene un precio equivalente al neto de la colocación de los títulos de la serie preferente, más el valor asignado por las partes para la suscrip-

Segundo Patrimonio Separado

ción de la serie subordinada. El neto de la colocación preferente corresponde al monto recaudado por los títulos de deuda menos los gastos e impuestos que pudieran gravar la respectiva emisión de títulos.

La administración de los activos que conformarán el patrimonio separado estará a cargo de Concreces Leasing e Hipotecaria Concreces. La custodia se ha encomendado a BankBoston N.A.

La administración maestra del patrimonio separado la realizará la securitizadora, sobre la base de una estructura de outsourcing de sistemas y procedimientos contratada con Administración de Activos Financieros (ACFIN).

Fondos del patrimonio separado y política de inversión de excedentes

La estructura contempla el establecimiento de cinco fondos para reflejar la administración de los flujos de caja mantenidos en el patrimonio separado:

- *Fondo de prepagos del patrimonio separado dos*, que incluirá los pagos anticipados, totales o parciales, de los activos del segundo patrimonio separado, incluidas las comisiones por prepagos y deducidos los gastos que se originen en el pre-pago;
- *Fondo de recuperación de activos del patrimonio separado dos*, que incluirá los ingresos provenientes del ejercicio de acciones judiciales o extrajudiciales para la liquidación de los activos del segundo patrimonio separado, incluida la liquidación o venta de las viviendas a causa de encontrarse el activo respectivo en cartera vencida. Las recuperaciones son netas de gastos de mantención, liquidación o venta de viviendas, primas de seguros, contribuciones territoriales u otros gastos asociados a las viviendas, gastos judiciales, costas personales y procesales;
- *Ingresos patrimonio separado*, que incluye todos los ingresos no contemplados anteriormente;
- *Fondo de liquidez*, que se formará el día hábil siguiente a la percepción del producto de la colocación de los títulos de deuda, por un monto de UF 39.000, y constituirá una reserva para solventar el pago del pasivo, los gastos de esta emisión y el retiro de excedentes bajo las condiciones estipuladas en el contrato de emisión, que más adelante se detallan.
- *Fondo para el pre-pago de los títulos de deuda*. Quince días previo al pago de cada cupón ordinario, se llevará a cabo el siguiente cálculo: Se deducirán de la cuenta *Ingresos Patrimonio Separado* los montos necesarios para el pago de cupón más próximo, los gastos que se devengarán durante este periodo, los gastos devengados y no pagados y la suma de UF 5.000. El valor resultante, constituirá el fondo mencionado.

Los recursos de estos fondos podrán invertirse en: títulos de deuda emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile o que cuenten con garantía estatal hasta por el 100% de su valor hasta su total extinción; depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizados por éstas; letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras; bonos y efectos de comercio emitidos por empresas públicas y priva-

Segundo Patrimonio Separado

das; documentos representativos de obligaciones de retrocompra de instrumentos de cualquiera de las categorías referidas anteriormente.

Las inversiones se realizarán sobre valores, con categoría de riesgo AA o N-1 para títulos de deuda de largo y corto plazo, respectivamente. En el caso de las inversiones en pactos, dicha clasificación será necesaria tanto para el activo subyacente como para la contraparte que asuma la obligación de retrocompra.

Amortización extraordinaria de los títulos de deuda

La estructura contempla amortizaciones extraordinarias de la serie preferente:

- Por recuperación de activos que se encuentren en cartera vencida o por prepagos voluntarios, el emisor deberá sustituir activos o bien prepagar deuda preferente. Esto, siempre y cuando el monto recaudado en el fondo de pre-pago voluntario y de recuperación de garantías supere UF 5.000. En caso que dicho monto sea menor a lo estipulado, la securitizadora tendrá la facultad de realizar cualquiera de los dos procedimientos mencionados anteriormente.
- En el caso que el *fondo para el prepago de títulos de deuda* supere las UF 2.000, el emisor podrá rescatar anticipadamente deuda senior.
- En caso de no producirse la absorción por parte del primer patrimonio separado, la securitizadora podrá, después de 31 días desde la formación del patrimonio separado, prepagar bono preferente hasta por UF 30.000 con cargo al *fondo de liquidez*.
- La securitizadora podrá rescatar anticipadamente todos los títulos de la serie senior cuando haya recaudado fondos suficientes para ello, conforme a las condiciones estipuladas en el contrato de emisión.

Los rescates de deuda preferente se realizarán por sorteo o bien se prepagarán cupones de todos los títulos, modificándose de esta manera, cada tabla de desarrollo.

Retiro de excedentes

En caso que el patrimonio separado sea absorbido, la securitizadora podrá retirar, con cargo al fondo de liquidez, un monto máximo de UF 30.000 representativo del ahorro de gastos en prestadores de servicios derivado del proceso de absorción.

DESCRIPCION DEL EMISOR

Boston Securitizadora, empresa del grupo Bank of America Corp. se constituyó por escritura pública el 5 de octubre de 2001 y fue inscrita en el registro de Valores de la Superintendencia bajo el N° 782 durante 2002.

La participación de Bank of America en el sector bancario local se realiza a través de una sucursal de BankBoston N.A. Esta entidad se ha convertido en un multi-banco, especializando su quehacer en nichos particulares del segmento de empresas y personas.

Segundo Patrimonio Separado

Su plan estratégico es ambicioso y tiene como objetivo alcanzar una participación global de mercado del orden del 5,0%. Dicha expansión debe ir acompañada del cumplimiento de las metas de rentabilidad establecidas por su matriz.

La clasificación de BankBoston en Chile, en nivel de riesgo AA, responde al desarrollo de su estrategia de negocios en el mercado local, un nivel de actividad creciente y en consolidación en la banca minorista y el robustecimiento de su posición en banca corporativa, finanzas corporativas y tesorería. La clasificación también considera sus buenos sistemas de evaluación y control de riesgo en las áreas de crédito y de tesorería. Estos responden a los estándares establecidos por su matriz, evidenciando un mejor control que el promedio de la banca. Los altos, si bien decrecientes, niveles de provisiones de cartera y de gasto por dicho concepto se originan en la mayor importancia relativa de su banca minorista, como también en su política conservadora de cubrir riesgos de los mayores deudores.

A fines de octubre de 2003 Feller Rate colocó las clasificaciones AA asignadas a su solvencia en "CreditWatch con implicancias positivas". El CreditWatch obedeció a las favorables implicancias que sobre la clasificación de su entonces matriz, Fleet Bank N.A., filial bancaria de FleetBoston Financial Corp., se derivarían del anuncio de fusión entre esta última y Bank of America Corp. La subida de clasificación de la sucursal local, está sujeta a que no se originen cambios de significancia en su estrategia local.

CALIDAD CREDITICIA DEL COLATERAL Y GARANTÍAS

Feller Rate evaluó el proceso de originación y de selección y compra de los activos por parte de la securitizadora.

Proceso de Originación

La evaluación del proceso de originación incluyó una revisión de los antecedentes generales, así como de las respectivas políticas y procedimientos crediticios de Concreces.

Antecedentes del originador

Desde su creación en 1996, Concreces se ha especializado en el otorgamiento de contratos de leasing habitacional y mutuos hipotecarios endosables orientados a la adquisición de viviendas. Entre 2002 y 2003, la empresa originó aproximadamente el 17% de los contratos de leasing habitacional del país, ubicándose en el tercer lugar del ranking. A diciembre 2003, Concreces administraba una cartera de activos del orden de 3.000 créditos, los cuales fueron originados por sus dos unidades de negocios, Concreces Leasing e Hipotecaria Concreces.

Hasta mediados de 2000, su principal mercado estaba constituido por las operaciones que originaba en La Serena y Coquimbo. Sin embargo, desde fines de ese año amplió paulatinamente su accionar, abriendo oficinas comerciales en Copiapó, Ovalle, Quilpué y Valparaíso y, posteriormente en Antofagasta, Concepción y Santiago.

Su actividad aumentó con mayor fuerza hacia fines de los noventa. Ello estuvo acompañado con la creación y fortalecimiento de sus estructuras comerciales y operativas y el conocimiento paulatino del mercado de financiamiento inmobiliario.

Segundo Patrimonio Separado

Sus accionistas aportaron su larga experiencia en el sector inmobiliario y construcción.

Para 2004, sus proyecciones contemplan prácticamente crecer en un 50% el flujo de negocios. Ello se sustenta, en buena medida, en la consolidación de las nuevas oficinas, junto con el afianzamiento del leasing habitacional. Para adecuarse a este escenario, durante 2003 la empresa impulsó cambios adicionales relevantes para enfrentar el crecimiento esperado manteniendo el riesgo controlado.

Propiedad

Concreces Leasing S.A. e Hipotecaria Concreces S.A. pertenecen al conjunto de empresas ECOMAC, cuya controladora es Inversiones ECOMAC S.A. Se trata de un importante grupo empresarial de la cuarta región, con una trayectoria de más de 35 años en el sector inmobiliario y construcción.

La familia Mas es el principal accionista de ECOMAC, a través de la sociedad familiar Inversiones Aledan S.A., con un 77% de la propiedad. Otras inversiones del grupo familiar son la Sociedad Inversiones Norte Sur S.A., con un 8% de la propiedad, lo que le permite participar en la administración a través de un director. A su vez, esta última sociedad es accionista mayoritario del Banco del Desarrollo. La familia Mas es además accionista de las sociedades Securavita S.A. y Habitat S.A.

El Sr. Iván Araos, a través de la sociedad de inversiones A y H Ltda., es accionista minoritario de Inversiones ECOMAC S.A. con un 23%.

Administración

La preocupación del equipo gerencial ha sido completar sus estructuras con ejecutivos de experiencia en cada área, como también capacitar a su personal en aspectos financieros y comerciales y expandir sus recursos computacionales.

El directorio y la gerencia general participan activamente en la marcha de la empresa. El estilo de administración es centralizado, aunque durante 2003 la administración reforzó sus estructuras en las áreas de soporte operativo, de originación y de administración de créditos para enfrentar la expansión de su actividad.

Estos cambios se orientan hacia la descentralización y delegación de funciones de la administración superior hacia las estructuras medias. Estas deberán ir adquiriendo experiencia y competencia en las actividades y responsabilidades que asuman. Lo anterior apunta hacia mejoras en la productividad y establecimiento de controles en la línea, que deben reflejarse en un adecuado manejo del riesgo operativo para enfrentar el alto crecimiento proyectado.

Su estructura administrativa es liviana, compartiendo con empresas del grupo ECOMAC prácticamente todos los servicios administrativos, esto es: auditoría interna, contabilidad, fiscalía, recursos humanos y tecnología. Ello redundará en ahorro de costos. Asimismo, subcontrata con terceros servicios legales de cobranza judicial, estudio de títulos, recaudación y tasación.

Segundo Patrimonio Separado

Políticas y Procedimientos Crediticios

El proceso de crédito de Concreces es centralizado, con separación funcional de las áreas comercial, crediticia y de operaciones, tal como se observa en las prácticas de la industria bancaria. Ello, junto con sus sistemas de información y auditorías internas a sus procedimientos de originación, permiten asegurar el cumplimiento de las políticas y procedimientos. En la evaluación se observó un buen tratamiento de las variables relevantes.

Su esquema de aprobación cambió a fines de 2002, delegando la administración superior sus facultades crediticias a los mandos medios.

El mercado objetivo se ubica en las viviendas de valores que van desde UF 500 a UF 1.500, que corresponde al estrato socioeconómico C2-C3, con un monto mínimo de crédito a otorgar de UF 350.

El proceso de otorgamiento radica en la jefatura de riesgo, dependiente de la gerencia general y el Comité de créditos. La pre-evaluación de los deudores se efectúa en cada una de las oficinas comerciales y posteriormente son revisadas por riesgo para su análisis. Una vez pre-aprobados por el área de riesgo, pasa al comité de créditos compuesto por directores, auditor interno y gerente general.

Hasta fines de 2002, las etapas posteriores al proceso de aprobación del crédito hasta su registro en el conservador, como también la administración de la cartera de activos y las actividades vinculadas con la securitización de cartera, estaban agrupadas por tipo de producto, esto es, contratos de leasing habitacional y mutuos hipotecarios endosables.

A inicios de 2003, la empresa especializó estas funciones y reforzó las estructuras con más analistas y verificadores, para incrementar la productividad y enfrentar el mayor flujo de operaciones esperado. Una vez autorizada la operación crediticia, en el área de operaciones se tramitan y procesan las distintas etapas de originación: tasación, estudio de títulos, escrituración y conservador de bienes raíces. En tanto, el área de administración gestiona y lleva el registro de morosidades, acciones judiciales, prepagos voluntarios, entre otros.

La empresa cuenta con un sistema operativo con un adecuado grado de automatización y control de las distintas etapas del proceso de originación. Este sistema está en permanente mejora, así la entidad desde 2002 tiene digitalizadas las carpetas de otorgamiento.

Desempeño histórico

El incremento de su actividad sesga el análisis de la morosidad de su cartera de activos.

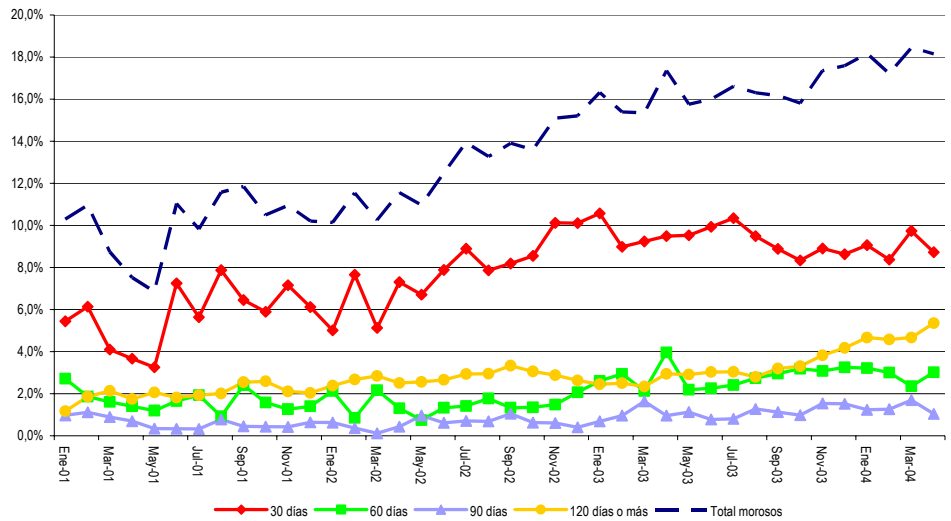
Los deudores con una cuota impaga se mantienen acotados y son los que explican mayormente la morosidad tanto en la cartera de leasing como de mutuos hipotecarios.

Los niveles de morosidad de los contratos de leasing muestran un aumento sostenido de la mora de 120 días o más, particularmente durante el último año, alcanzando al 5,4% de las operaciones vigentes.

Segundo Patrimonio Separado

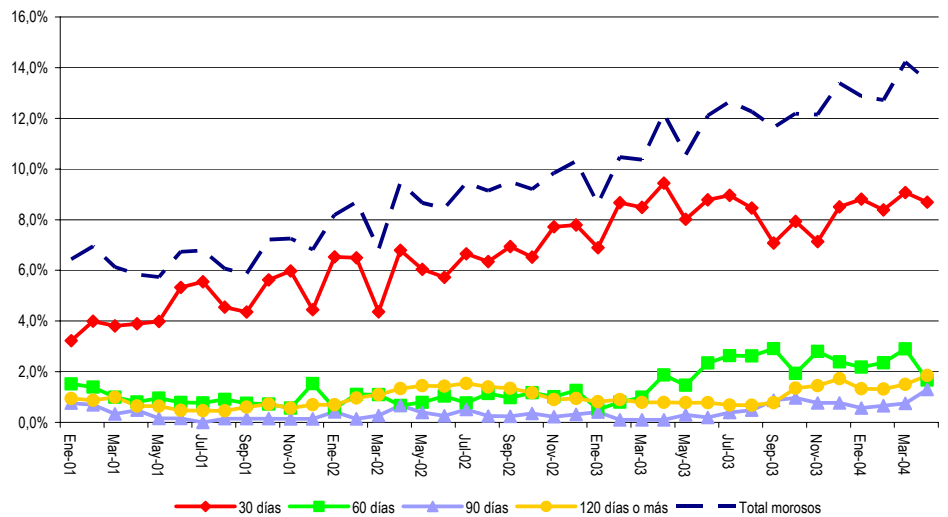
Al evaluar la morosidad de la cartera administrada por cuenta de terceros, se observa que está en niveles controlados y en rangos comparables con otros agentes con buen desempeño.

Evolución morosidad – Contratos Leasing Habitacional



Fuente: Concreces.
 Nota: Corte de la información día 10 de cada mes.

Evolución morosidad – Mutuos Hipotecarios Endosables



Fuente: Concreces.
 Nota: Corte de la información día 10 de cada mes.

Segundo Patrimonio Separado

Proceso de selección de cartera

Se está realizando un due diligence operativo, crediticio y legal al 100% de la cartera, el que debiera concluir previo al entero del activo, con el fin de:

- Comprobar que los créditos fueron aprobados de acuerdo a las políticas de BankBoston y de Concreces, y que aquellos que se encontraban fuera de política, estuvieran autorizados por comité;
- Verificar la consistencia de los datos y la existencia de tasaciones independientes para cada uno de los activos;
- Certificar que las operaciones se encuentren libres de gravámenes, prohibiciones y embargos.

Adicionalmente, la securitizadora escogerá 30 créditos al azar que serán retazados por agentes del banco.

La política de compra al momento del entero del activo contempla filtros por morosidad actual hasta dos dividendos.

Revisión de carpetas

Todo el proceso de selección y compra de la cartera por parte de la securitizadora, así como la aplicación de los manuales y criterios previos utilizados por Concreces Leasing e Hipotecaria Concreces, fue verificado por Feller Rate mediante la revisión de carpetas. De este proceso se obtuvieron las siguientes conclusiones generales:

- El contenido de las carpetas era homogéneo en general. En todas ellas se encontraron los antecedentes legales y técnicos de la propiedad, la escritura y la evaluación del crédito;
- Los antecedentes del deudor estaban completos e incluían la información del codeudor solidario y/o cónyuge, cuando correspondía. Los documentos que sustentaban la información estaban en correcto orden;
- En general, se pudo comprobar una adecuada correspondencia con las políticas y procedimientos de Concreces en las carpetas revisadas. Las excepciones estaban debidamente registradas, justificadas y con la aprobación correspondiente.
- La evaluación del crédito incluía detalle del cálculo de la carga financiera y de la renta bastante claros y precisos

Características del Colateral

La cartera está compuesta por contratos de leasing habitacional directo y mutuos hipotecarios endosables, y sus principales características se detallan en el cuadro a continuación:

Segundo Patrimonio Separado

Resumen de la cartera

(Al 29 de febrero de 2004)

	CLH	MHE
Número de contratos	516	171
Valor par activos fecha de corte (UF)	372.454	85.432
Valor garantía promedio (UF) (*) (**)	897	901
Monto crédito original (UF)*	821	645
Saldo insoluto actual promedio (UF) (*)	806	601
Tasa promedio lineal (*)	11,6%	8,9%
Plazo original promedio (*)	229	210
Plazo de vigencia promedio (meses) (*)	6	28
Plazo residual promedio (meses) (*)	223	184
Deuda inicial / Garantía	91,9%	71,1%
Deuda actual / Garantía	90,1%	66,1%
Porcentaje de contratos con subsidio	63,2%	50,3%
Porcentaje de la cartera con 1 dividendo moroso (***)	5,2%	8,8%
Porcentaje de la cartera con 2 dividendos morosos (***)	1,9%	0,6%
Porcentaje de la cartera con 3 o más dividendos morosos (***)	0,4%	1,2%
Porcentaje de la cartera con seguro de cesantía	81,8%	87,1%

(*) Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto

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

(***) Al 31 de enero de 2004

Dentro de la cartera de leasing existen 27 contratos de leasing futuro, que medido sobre valor par representan el 7%.

El leasing futuro es un nuevo producto otorgado por Concreces Leasing y está orientado a técnicos/profesionales jóvenes cuya carrera tuvo una duración igual o superior a cuatro años. De acuerdo a estudios del INE y de la Cámara de Comercio de Santiago, este segmento enfrenta un aumento en su renta entre el cuarto y quinto año de vida laboral. Sobre esta base, Concreces Leasing ofrece a estos deudores un crédito que contempla un aporte menor durante los primeros tres a cinco años del préstamo.

Un 63,2% de los contratos de leasing tienen subsidio habitacional y corresponden a un 59,2% del saldo insoluto. El monto del subsidio se entrega de forma trimestral, condicionado al comportamiento de pago del deudor.

El número de contratos con subsidio en la cartera de mutuos es menor, llegando en número al 50,3% de la cartera, mientras que en saldo insoluto este segmento representa el 43,2%.

El reciente cambio en la ley, que reduce los límites para la aplicación de la garantía estatal en operaciones con subsidio, no afecta a esta cartera, puesto que su promulgación fue posterior a la originación más reciente de este portafolio. La modificación a la ley establece que para contratos de leasing la garantía operará sólo para viviendas inferiores UF 600. En tanto, para mutuos hipotecarios, el límite queda fijo en UF 480 para el monto del crédito, enterándose al acreedor hasta el 75% del saldo insoluto, neto de recuperado, con un máximo de UF 120.

Segundo Patrimonio Separado

La normativa bajo la que se amparan los activos de esta emisión contempla garantía estatal en caso de incumplimiento, con base en los parámetros previos al cambio de legislación. Para los contratos de leasing, la garantía opera para viviendas inferiores a UF 900, y en el caso que la suma del saldo de las amortizaciones, el pie y el subsidio en valor actual, sea al menos el 25% del valor de la vivienda pactado en el contrato. En el caso de los mutuos, la garantía corresponde al 75% de la pérdida del crédito, con un límite máximo de UF 200, para aquellos préstamos menores o iguales a UF 670. En los créditos mayores a UF 670, aumenta dicho porcentaje en un 0,04% por cada UF adicional.

El valor par de la cartera consolidada es inferior al valor par de la emisión de bonos senior. Sin embargo, el diferencial de tasas de interés entre los activos que respaldan la emisión y los bonos genera un flujo mensual de caja positivo durante la vigencia de estos últimos.

ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

Administración primaria de los activos

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

La legislación chilena autoriza a la securitizadora a contratar los servicios de administración a terceros, o a efectuar la administración internamente. En este caso, los activos seguirán siendo administrados por su originador.

La securitizadora ha firmado un contrato de administración con Concreces Financiamiento Inmobiliario, que establece: las condiciones para el traspaso de remesas, la obligación de entregar a la securitizadora toda la información relacionada con los activos bajo administración, las causales de término de contrato, remuneración por administración, entre otros.

Antecedentes de administración

Concreces ha ido adquiriendo experiencia en la administración de cartera a terceros. En la actualidad administra 8 portafolios externos, 4 de los cuales corresponden a activos securitizados, y el resto está vinculado a mutuos hipotecarios endosados a compañías de seguros de vida. Las políticas y procedimientos de administración de activos están formalizados en manuales.

La cobranza prejudicial y judicial fueron fortalecidas en el último año. En el primer caso se ajustaron los tiempos de inicio de cobranza y se segmentó a los deudores morosos. En el segundo caso se efectuaron modificaciones relevantes, pues las acciones judiciales exhibían ciertas ineficiencias. El significativo crecimiento esperado de su cartera está siendo acompañado con el fortalecimiento de sus bases y de sus competencias, como también de la experiencia que está adquiriendo la administración. La especialización de funciones de su área operativa y el reforzamiento de las estructuras se orientan hacia este objetivo.

La gestión de la recaudación, como de los deudores morosos y en cobranza judicial, y el servicio de atención a los clientes están a cargo del área de operaciones.

Segundo Patrimonio Separado

La emisión y recaudación de los arriendos son efectuadas por empresas externas, AMF en la emisión y Banco de Chile y SERVIPAG en la recaudación de los arriendos y dividendos. Sólo para los clientes en mora se reciben pagos en la oficina de La Serena o depósitos en cuenta corriente, previa autorización. Las empresas recaudadoras están capacitadas para recibir pagos al día y hasta con 15 días de mora. La empresa está en proceso de ampliar el periodo de recaudación por medio de terceros para los deudores con mora superior a los 15 días, para evitar confusiones que se pueden producir cuando el deudor deposita directamente en cuenta corriente. A ello se agrega la incorporación de código de barras para mejorar los procesos de recaudación.

Los deudores morosos hasta 90 días son gestionados internamente. El deudor que supera este plazo se envía a cobranza judicial externa, con seguimiento interno por parte de la empresa. Durante 2002, Concreces cambió los abogados que llevaban su cartera judicial por presentar demoras por sobre lo normal en la recuperación de créditos.

La gestión de los deudores en cobranza prejudicial es realizada a través de llamadas telefónicas y en caso de no ubicar al cliente con visitas a domicilio. Parte de los ingresos del personal de esta área estaban vinculados con los niveles de morosidad de su cartera, con énfasis en el seguimiento de los activos con más de 30 días. Ello fue modificado, disminuyendo los tiempos de inicio de la mora temprana y segmentando la cartera respecto de los deudores con mayores y reiterativos atrasos.

La cobranza judicial sufrió un cambio importante en el último año. Se centralizaron las acciones de cobranza judicial en La Serena y se automatizó el control de las distintas etapas del proceso. Según la administración ello está reflejándose en incremento de productividad, disminuyendo los plazos de las gestiones judiciales. En evaluaciones anteriores, se observaron retrasos en el inicio de la cobranza judicial, esto es a las 3 cuotas impagas. Sin embargo, las excepciones fueron aprobadas por la administración ya que existían convenios establecidos con los deudores o bien por solicitud del mandante. La empresa ha decidido disminuir la aplicación de las excepciones, como también ha afinado la evaluación de la capacidad del deudor moroso para cumplir con los compromisos de normalización.

La emisión, recaudación y seguimiento de la morosidad están automatizados, a través de un sistema desarrollado internamente por la empresa.

Administración maestra de los activos

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

En este patrimonio, la administración maestra será realizada por la securitizadora, bajo una estructura de outsourcing de sistemas y procedimientos contratada con ACFIN.

Segundo Patrimonio Separado

Boston Securitizadora, como parte del grupo Bank of America Corp., debe cumplir con las políticas corporativas de contabilidad y de administración de activos. Así también, debe reportar sobre el desempeño de su cartera en términos de morosidad, saldos, evolución de la relación deuda/garantía, entre otros. La estructura de la securitizadora contempla cuatro personas, que tendrán entre sus funciones la administración maestra.

Con el fin de llevar un adecuado monitoreo del colateral, la securitizadora ha diseñado un sistema de control por medio del cual ACFIN concilia la información remitida a él por el administrador primario y la securitizadora. Posteriormente, ACFIN genera un informe que es analizado por Boston Securitizadora.

Feller Rate evalúa a ACFIN en su calidad de administrador de activos, calificando a la institución en un nivel *Más que satisfactorio*. Ello obedece a la buena estructuración de sus procedimientos y controles, el alto grado de automatización de sus procesos y el buen apoyo tecnológico.

ACFIN fue creada en 1997. En su propiedad participa 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*).

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.

Adicionalmente, las fiscalizaciones aplicadas y por aplicar por parte de la securitizadora a ACFIN, están formalmente descritas en un manual de controles.

PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

Estimación de la Pérdida Potencial

La metodología de Feller Rate considera ajustes a la cartera de activos, de modo de reflejar sus pérdidas potenciales ante una eventual crisis económica. La magnitud de la crisis es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo. Así, los supuestos correspondientes a un escenario AAA son más exigentes que para uno 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 del portafolio, lo comparó con una cartera de referencia o "benchmark pool". Las características de los activos pertenecientes a la 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 las car-

Segundo Patrimonio Separado

teras de referencia para contratos de leasing habitacional y mutuos hipotecarios endosables se describen a continuación:

Características de la cartera de referencia Contratos de Leasing Habitacional	
<i>Tipo de Activos</i>	Contratos de Arrendamiento con Promesa de Compra y Venta
<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

Características de la cartera de referencia MHE	
<i>Tipo de Activos</i>	Mutuos hipotecarios endosables (MHE)
<i>Tamaño de cartera</i>	300 mutuos como mínimo
<i>Características de activos</i>	Establecidas en DFL 251, Art. 21 bis y Circ. SVS 1.339
<i>Garantía</i>	Primera hipoteca de la vivienda
<i>Destino de vivienda</i>	Habitacional, primera vivienda
<i>Valor de la vivienda</i>	Entre UF 1.200 y UF 5.000
<i>Relación deuda/garantía</i>	80%
<i>Capacidad de pago</i>	Razonables relaciones dividendo/renta y carga financiera renta
<i>Antigüedad del crédito</i>	Menos de 6 años de antigüedad
<i>Plazo residual</i>	Más de 8 años
<i>Historia morosidad</i>	Buen historial de pagos
<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 formal y riguroso
<i>Calidad administración y control</i>	Buen proceso de administración y control, sistemas formales y eficientes
<i>Seguros</i>	Seguro obligatorio de desgravamen e incendio
<i>Garantías externas</i>	Sin garantías externas, sin subsidio habitacional

La probabilidad de incumplimiento, pérdida del valor de mercado de las viviendas, severidad de pérdida y cobertura de pérdida (sobrecolateral) de contratos de leasing y mutuos hipotecarios de la cartera de referencia, que Feller Rate supone para escenarios de crisis son las siguientes:

Segundo Patrimonio Separado

Supuestos utilizados por categoría de riesgo contratos de leasing habitacional

Categoría	Probabilidad de Incumplimiento Base*	Pérdida de Valor de la Vivienda	Severidad de la Pérdida	Cobertura de Pérdida
AAA	25%	55%	81,0%	20,3%
AA	18%	48%	74,0%	13,3%
A	13%	44%	70,0%	9,1%
BBB	10%	40%	66,0%	6,6%
BB	5%	35%	61,0%	3,1%

* 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%.

Supuestos utilizados por categoría de riesgo mutuos hipotecarios

Categoría	Probabilidad de incumplimiento base	Pérdida de Valor de la Vivienda	Severidad de la Pérdida (*)	Cobertura de Pérdida (*)
AAA	15%	45%	61,3%	9,2%
AA	11%	38%	52,5%	5,8%
A	8%	34%	47,5%	3,8%
BBB	6%	30%	42,5%	2,6%
BB	3%	25%	36,3%	1,1%

(*) Calculadas en $t=0$, es decir, cuando la relación deuda garantía de las operaciones es igual a 80%

Adicionalmente, se 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 base anteriormente indicados, sobre la base de 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 vivienda, capacidad de pago, historia y situación de morosidad, antigüedad del crédito, plazo residual y calidad del proceso de originación, administración y control, entre otros. La aplicación combinada de estos ajustes dio como resultado los siguientes supuestos agregados a las carteras en análisis, según la severidad del escenario:

Supuestos según ajustes a la cartera de leasing (%)

Categoría	Probabilidad de incumplimiento base (*)	Pérdida de Valor de la Vivienda (*)	Severidad de la Pérdida (*)	Cobertura de Pérdida (*) (**)
AAA	26,9%	51,1%	66,6%	18,4%
AA	19,4%	44,1%	58,8%	11,8%
A	14,0%	40,1%	54,4%	7,9%
BBB	10,8%	36,3%	50,0%	5,6%
BB	5,4%	31,1%	44,5%	2,5%

(*) Los valores son promedios ponderados por valor de vivienda

(**) Valor estimado para contratos que caen en incumplimiento en el primer periodo

Segundo Patrimonio Separado

Dentro de los factores que aumentaron la probabilidad de incumplimiento en leasing, los principales corresponden al destino de la vivienda, moralidad del deudor (DICOM) e historial de morosidad. Mientras que el valor de la vivienda y el seguro de cesantía, fueron los factores que contribuyeron a disminuirla.

Supuestos según ajustes a la cartera de mutuos (%)

Categoría	Probabilidad de incumplimiento base (*)	Pérdida de Valor de la Vivienda (*)	Severidad de la Pérdida (*) (**)	Cobertura de Pérdida (*) (**)
AAA	22,6%	53,8%	43,9%	10,3%
AA	16,6%	46,8%	35,0%	6,1%
A	12,1%	42,8%	30,5%	3,9%
BBB	9,0%	38,8%	26,4%	2,5%
BB	4,5%	33,8%	21,6%	1,1%

(*) Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto

(**) Valor estimado para mutuos que caen en incumplimiento al inicio de la vigencia del patrimonio separado

Con respecto a la cartera de mutuos, gran parte – 53% - se encuentra concentrada en determinados conjuntos habitacionales en las ciudades de Coquimbo, La Serena y Quilpué. Así también, un porcentaje relevante (22%) adquirió la vivienda con fines de inversión.

Junto a los dos factores mencionados anteriormente, incidieron en incrementar la probabilidad de incumplimiento de la cartera de mutuos elementos como el valor de la vivienda, la historia de morosidad y moralidad de los deudores (DICOM). En tanto, la cobertura de cesantía (por un periodo de 4 meses), así como la antigüedad de los créditos contribuyeron a disminuirla.

La Severidad de la Pérdida es menor que la señalada en la cartera de referencia para ambos tipos de activos. Esto en parte se debe a que un 63,2% de la cartera de leasing y un 50,3% de la de mutuos, posee subsidio habitacional, operando así, la garantía estatal en caso de incumplimiento, lo que reduce el monto de la pérdida. Obedece también, a la baja relación deuda/garantía de los créditos, particularmente en la cartera de mutuos.

Flujos de caja

Con los resultados de los cuadros anteriores, se proyectaron flujos de caja considerando activos promedio.

La metodología de Feller Rate requiere para bonos de securitización que los flujos proyectados de ingresos de los activos, netos de pérdidas y gastos, sean capaces de soportar en cada periodo, los egresos generados por el pago bonos. Esto debe cumplirse no sólo para los flujos estimados en condiciones normales, sino también para los esperados en condiciones de crisis, incluyendo situaciones de prepagos voluntarios.

Para el análisis de la cartera con su respectivo flujo, se siguieron las siguientes etapas:

Segundo Patrimonio Separado

- Se proyectó el flujo de ingresos consolidado, incluyendo dividendos y arriendos, a partir de agosto de 2004; fecha de inicio de devengo de la cartera de activos en el patrimonio separado;
- Se calculó la cantidad de contratos de leasing y mutuos 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. Lo anterior:
 - Para el caso de leasing, sobre la base de un periodo de recuperaciones de 15 meses y costos asociados al proceso de 25% del saldo insoluto, conforme a los parámetros estándar contemplados en la metodología de Feller Rate
 - Para el caso de mutuos, sobre la base de un plazo de recuperación de 18 meses y costos asociados al proceso de 13% del saldo insoluto, conforme los parámetros estándar contemplados en la metodología de clasificación de Feller Rate
- Se estimaron los eventuales pagos de Tesorería por concepto de garantía crediticia por los contratos con subsidio habitacional, los que fueron desfasados 3 meses después de la recuperación de garantías. La evaluación considera esta garantía estatal, en el caso de los contratos de leasing, dado que en promedio las operaciones con subsidio de la cartera acumulan el 25% del saldo de precio antes de aplicar las caídas de contratos;
- Con las recuperaciones producidas por liquidación de garantías y prepagos voluntarios, se realizaron rescates de bono senior y/o se sustituyeron activos, de acuerdo a lo establecido en el contrato de emisión;
- Se obtuvo una proyección depurada de ingresos antes de gastos;
- Se estimaron los diversos componentes de gastos para cada período: auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, clasificación de riesgo, custodia de títulos, seguros por títulos custodiados, administración primaria, gastos de emisión y otros;
- Se obtuvo un flujo de ingresos de la cartera de activos, neto de gastos.

Los flujos de ingresos ajustados a estos supuestos son los que Feller Rate consideró para las proyecciones de flujo de caja. Estas involucran la conformación de un fondo de liquidez por UF 39.000 para solventar gastos, mora friccional e imprevistos durante la emisión.

Bonos

La emisión de bonos es por un monto total de UF 579.000 dividido en una serie senior D, y una subordinada E. Las características de las series se muestran en el cuadro siguiente.

El pago del primer cupón de la serie senior será el 25 de octubre de 2004. Los intereses se devengarán a partir del 25 de julio de 2004. Los pagos de amortizaciones e intereses serán trimestrales. En el caso de la serie E subordinada, la amorti-

Segundo Patrimonio Separado

zación del capital se realizará en un único cupón, y se efectuará junto con sus intereses devengados.

Características de los bonos

Serie	Serie D	Serie E (Subordinada)
Proporción	93,1%	6,9%
Monto (UF)	539.000	40.000
Nº de periodos (trimestrales)	78	79
Tasa emisión (anual)	5,0%	7,5%
Monto por título (UF)	1.000	1.000
Número de títulos	539	40

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 estos se compararon los flujos netos de cartera fallida y gastos y cupones y:

- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficit del período;
- Se proyectó el comportamiento del excedente acumulado o fondo de reserva sobre la base de: la reserva del período anterior; la rentabilidad 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 spread de tasas siempre debe ser positivo.

El pago de todos los cupones de la serie senior D se realiza cabalmente en un escenario AA. La serie subordinada E se realiza sobre la base de un escenario de menor stress, consecuente con la categoría C de clasificación.

Sensibilizaciones

Los flujos de caja resultantes se sensibilizaron ante distintas situaciones de prepagos voluntarios, incluso en situaciones de crisis severa. Los procedimientos de sustitución de activos y de rescate de bono senior contemplados en el contrato de emisión, aseguran aceptablemente el pago de los cupones en las condiciones pactadas. El análisis contempló el prepago adicional de la serie senior por exceso de garantías, de acuerdo a lo estipulado en el contrato de emisión. Esto último impacta en escenarios favorables de la cartera de activos, haciendo más eficiente la estructura, pero reduciendo la duración esperada de los bonos. Consideró, además, que no se concretaría la absorción del patrimonio separado. Ello se traduce en dos opciones para el emisor: rescatar deuda senior hasta por UF 30.000 con cargo al fondo de liquidez; o bien mantener este monto en el patrimonio separado. Ambos escenarios fueron evaluados y arrojaron resultados satisfactorios.

En el escenario AA, la serie senior soporta un prepago voluntario adicional a los producidos por incumplimiento aceptable (escenario conjunto), el que está por encima de los niveles históricos presentados por las carteras de Concreces en otros

Segundo Patrimonio Separado

patrimonios separados. En escenarios normales de incumplimiento, soporta una tasa de prepago voluntario que sobrepasa ampliamente la tasa histórica.

Además de considerar todos los gastos indicados en el contrato de emisión que corresponde solventar al patrimonio separado, en estos escenarios, se consideró un monto anual para imprevistos.

Adicionalmente, 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 estos ejercicios, se obtuvieron resultados aceptables, de acuerdo a la categoría de riesgo asignada a cada serie.

ASPECTOS LEGALES

La segunda emisión de títulos de deuda de Boston Securitizadora S.A. tiene como marco legal la Ley del Mercado de Valores N° 18.045, que en su título XVIII trata sobre las Sociedades Securitizadoras.

La operación es la segunda dentro de un programa de dos o más emisiones para los próximos dos años, al amparo del artículo 144 bis, que exige la constitución de una escritura pública general que contenga todas las cláusulas generales aplicables a todas las emisiones y otra que considere las condiciones específicas de la emisión.

El mencionado artículo permite la absorción de patrimonios separados por parte del inicialmente formado, bajo ciertas condiciones. A saber: que se hayan cumplido los requisitos establecidos en la escritura pública general y que el resultado de la operación no desmejore el grado de inversión vigente de los títulos emitidos por el patrimonio separado absorbente.

La escritura general y especial contemplan la mayor parte de los temas tratados en este informe. Entre otros, la escritura general establece: las contrapartes que prestarán servicios a los patrimonios separados, los costos asociados a éstos, sus funciones y la posibilidad de su reemplazo, incluido el procedimiento para llevarlo a cabo; las condiciones para que el representante de tenedores otorgue el certificado de entero de activos y/o de incorporación o absorción de patrimonios separados.

En tanto, la escritura especial define: el monto del fondo de reserva que se constituirá; las características particulares de los activos; los costos máximos por prestadores de servicios y gastos eventuales; los valores en los cuales podrán ser invertidos los fondos del patrimonio separado, como también la categoría de riesgo mínima con que deben contar dichos instrumentos.