



CLASIFICADORA DE RIESGO

*Strategic Affiliate of Standard & Poor's*

INFORME DE CLASIFICACIÓN

# BOSTON SECURITIZADORA S.A. Quinto Patrimonio Separado

Diciembre 2006

[www.feller-rate.com](http://www.feller-rate.com)

*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.*

*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.*

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



CLASIFICADORA DE RIESGO

**Boston Securitizadora S.A.**

**Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)**

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

Contactos: Matthias Casanello Tel (562) 757 0472; Marcelo Arias Tel (562) 757 0480

Clasificaciones

		Noviembre 2006
Bonos serie A (senior)	Nueva emisión	AA
Bonos serie B (subordinada)	Nueva emisión	C

**ESTRUCTURA**

<p><b>Títulos:</b> Bonos de securitización</p> <p><b>Emisor:</b> Boston Securitizadora S.A.</p> <p><b>Escrituras de emisión:</b> 6 de octubre de 2006</p> <p><b>Escrituras complementarias:</b> 17 de noviembre de 2006</p> <p><b>Montos:</b> Serie A: UF 450.000; Serie B (Subordinada): UF 50.000; Total: UF 500.000</p> <p><b>Plazos:</b> Serie A: 78 cuotas trimestrales; Serie B: 1 cuota después del vencimiento de la serie senior.</p> <p><b>Tasas de interés bonos:</b> Serie A: 4,25%; Serie B: 8,0%</p> <p><b>Colateral:</b> 700 contratos de leasing habitacional directos con un valor par de UF 444.644 al 31 de julio de 2006</p> <p><b>Tasa interés promedio de los activos:</b> 9,0%</p> <p><b>Originador y administrador primario:</b> Vive Leasing</p> <p><b>Administrador maestro:</b> Boston Securitizadora/ACFIN</p> <p><b>Representante de tenedores de bonos:</b> Banco de Chile</p> <p><b>Mejoramientos crediticios externos:</b> No hay</p>
---

relacionada al Grupo Paz Corp, clasificado por Feller-Rate en "BBB-/Estables". La empresa se beneficia del apoyo, experiencia y relaciones comerciales de sus propietarios. Su proceso de crédito es centralizado, observándose, en términos generales, un buen tratamiento de las variables relevantes y políticas y procedimientos similares a los de la industria. Su estructura de administración de activos se basa en la externalización de funciones con empresas de experiencia en el rubro. En este contexto, mantiene un contrato de administración primaria con ACFIN, que abarca los procesos de back office, recaudación, administración de la morosidad y servicio al cliente.

No obstante, la entidad no tiene políticas explícitas respecto de variables como concentración geográfica, conjuntos habitacionales y operaciones con empresas relacionadas y requiere fortalecer las instancias de control, para asegurar un permanente cumplimiento de las políticas y procedimientos de originación. Por otra parte, su estructura interna de administración de activos es relativamente liviana, la entidad no tiene experiencia en la administración de cartera de terceros y la morosidad de su portafolio resulta elevada tomando en cuenta el perfil de los deudores.

**FUNDAMENTACION**

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

El colateral corresponde a leasing habitacional directos, que en valor par, junto con un aporte inicial de UF 7.500, superan levemente el saldo insoluto de la serie preferente. La cartera fue originada mayoritariamente entre el segundo semestre de 2005 y primer semestre de 2006, representando casi la totalidad de las operaciones gestionadas por Vive Leasing.

Los valores de vivienda y rentas de los deudores son mayores a la media del segmento de leasing; en tanto, las tasas de los activos y relaciones deuda a garantía son menores. La totalidad del portafolio tiene cobertura de cesantía, un 90% cuenta con subsidio -con el 14% cubierto por garantía estatal- y el 67% corresponde a departamentos. Existe una concentración relevante en conjuntos habitacionales en las comunas de Santiago e Independencia; en tanto un 54% de las operaciones están ligadas a proyectos de inmobiliarias relacionadas.

Vive Leasing, que mantendrá la administración del colateral, es evaluado por Feller Rate en su calidad de originador y administrador primario de activos en categoría "Con Observaciones". La entidad fue constituida en agosto de 2004 y está

La entidad exhibe y proyecta importantes niveles de crecimiento. Por ello, enfrenta el desafío de fortalecer su estructura y ambiente de control para adecuarse a una escala de mayor actividad y complejidad de su operación, manteniendo una sana originación y una eficiente y efectiva administración de cartera, con resultados acordes con el segmento de mercado objetivo. Su posición financiera refleja alta dependencia de los ingresos provenientes de la estructura de financiamiento presupuestada y del apoyo que le otorgan sus propietarios.

La administración maestra será realizada por la securitizadora, bajo una estructura de outsourcing de las labores operativas contratada con ACFIN. Esta última empresa es evaluada por Feller Rate en su calidad de administrador de activos en "Más que Satisfactorio", dada su buena estructura de procedimientos y controles, alto grado de automatización de sus procesos y buen apoyo tecnológico.

La operación es la primera dentro de un programa de emisiones que contempla la absorción de patrimonios separados. Las condiciones de fusión, así como la política de inversión de los ingresos ordinarios del patrimonio separado y de los ingresos por prepagos o liquidación de garantías, han quedado claramente establecidas en los contratos de emisión. En ellos también han quedado debidamente acotados los gastos que puede asumir el patrimonio separado.

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

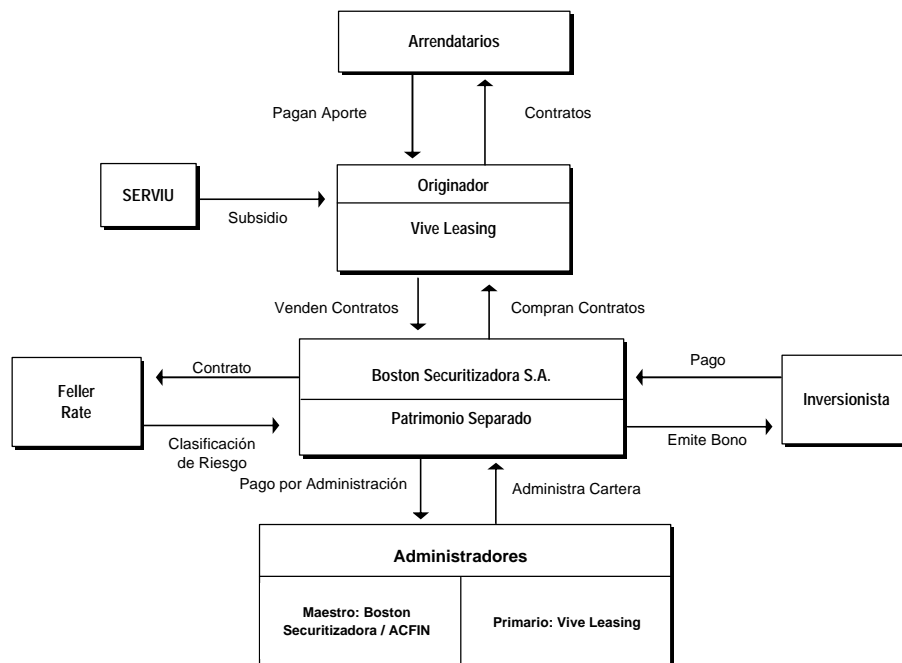
## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

### 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 700 contratos de leasing habitacional directos originados por Vive Leasing, principalmente entre el segundo semestre de 2005 y 2006. El valor par de la cartera, al 31 de julio de 2006, era de UF 444.644.

Con el respaldo de estos activos, la securitizadora emite títulos de deuda por UF 500.000, divididos en una serie preferente y una subordinada:

- La emisión senior es por UF 450.000 a un plazo de 19,5 años, devenga un 4,25% anual y tiene pagos de amortizaciones e intereses trimestrales.
- La emisión subordinada alcanza a UF 50.000, devenga un 8,0% anual y se paga en un solo cupón, con capitalización de intereses después del último cupón de la serie senior.

Los tenedores de la serie subordinada tendrán derecho a los excedentes netos del patrimonio separado, si los hubiere, con posterioridad al pago de la totalidad de los títulos preferentes 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 suscripción de la serie subordinada. El neto de la colocación preferente corresponde al

---

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

---

monto recaudado por los títulos de deuda menos un fondo de liquidez por UF 7.500 que conformará el activo del patrimonio separado y menos los gastos e impuestos que pudieran gravar la respectiva emisión de títulos.

La administración primaria de los activos que conformarán el patrimonio separado estará a cargo de Vive Leasing. En tanto, la administración maestra del patrimonio separado la realizará la securitizadora, bajo una estructura de outsourcing de procedimientos y sistemas contratada con ACFIN.

### *Fondos del patrimonio separado y política de inversión de excedentes*

La estructura contempla el establecimiento de cuatro fondos en el patrimonio separado. A saber:

- *Fondo de prepago*, que incluirá los pagos anticipados, totales o parciales, de uno o más de los contratos de leasing habitacional que conformen el activo del patrimonio separado, incluidas las comisiones de prepago, si las hubiere, y deducidos los gastos que se originen en el prepago.
- *Fondo de recuperación*, que incluirá los ingresos provenientes del ejercicio de acciones judiciales o extrajudiciales a causa de encontrarse el activo respectivo en cartera vencida, deducidos los gastos de primas de seguros, gastos judiciales, costas personales y procesales.
- *Fondo ingresos patrimonio separado*, que se formará con todos los ingresos no contemplados en los dos fondos anteriores.
- *Fondo de acumulación de flujo de activos*, que se constituirá quince días antes del pago de cupón de la serie preferente, con los montos del fondo de ingresos del patrimonio separado que superen UF 2000, una vez deducidos los montos necesarios para el próximo pago de los títulos de deuda de la serie preferente, los gastos devengados o que se espera que devenguen entre la fecha de cálculo y la fecha de vencimiento de los cupones y los gastos devengados y aún no pagados a la fecha de cálculo.

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 o privadas cuya emisión haya sido registrada en las respectivas superintendencias; pactos de retrocompra de instrumentos, sobre cualquiera de los valores mencionados 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 la inversión de los ingresos, se privilegiará la inversión en instrumentos de corto plazo, hasta que ellos representen una suma equivalente al pago necesario que deba hacer el patrimonio separado, por vencimiento de cupones y gastos del siguiente período. 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.

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

### *Amortización extraordinaria de los títulos de deuda*

Por recuperación de activos que se encuentren en cartera vencida o por prepagos voluntarios, dentro del plazo de un año contado desde la fecha del prepagado o recuperación, el emisor deberá sustituir activos o prepagar deuda preferente. Esto, siempre y cuando la suma del monto recaudado en el fondo de prepagado voluntario y de recuperación de garantías supere UF 5.000.

La sustitución de los activos debe ser autorizada por el Representante de Tenedores de Bonos, quien para otorgar dicha autorización debe recibir los certificados respectivos de los clasificadores de riesgo vigentes. En tanto, los rescates de deuda preferente se realizarán por sorteo o a prorrata. En este último caso, conforme a la proporcionalidad de saldos insolutos de las series respecto del saldo total de la emisión senior.

La estructura también contempla rescates adicionales de la serie senior en cada corte cupón, con los recursos provenientes del *Fondo de acumulación del flujo de activos*, descrito precedentemente.

Por su parte, la serie B subordinada sólo podrá ser rescatada anticipadamente, una vez que se haya rescatado la totalidad de la serie preferente.

### 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.

A la fecha, la entidad ha gestionado cuatro operaciones de securitización, todas clasificadas por Feller Rate, incluyendo activos como contratos de leasing habitacional, mutuos hipotecarios y créditos automotrices, con Concreces y Forum Servicios Financieros, en calidad de originadores y administradores de cartera.

La participación de Bank of America a nivel local se realiza a través de su nueva filial de Bank of America en Chile- BankBoston (Chile) -, la sociedad securitizadora y la administradora de fondos.

En diciembre de 2006, Feller Rate retiró la clasificación "AA+" de la agencia BankBoston N.A. ante la aprobación de la cancelación de la agencia en Chile y asignó la clasificación "AA-" a la nueva filial de Bank of America en Chile, denominada BankBoston (Chile) y continuadora de las operaciones de la agencia, recientemente autorizada a operar por parte de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. A su vez, otorgó "*Creditwatch con implicancias negativas*" a la nueva clasificación, ante el inminente cambio de propiedad de la filial.

El cambio del estatus legal de la operación chilena se enmarca dentro del acuerdo de venta de activos que realizó Bank of America de sus operaciones en Brasil a Banco Itaú el pasado mes de mayo, por cerca de US\$2.200 millones. A estos se sumarán alrededor de US\$650 millones por la venta de las operaciones en Chile y Uruguay.

Como parte del proceso legal, el 19 de junio de 2006 la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras otorgó la autorización provisional a la nueva sociedad anónima para operar como filial de Bank of America. El 15 de noviembre de 2006, la misma superintendencia aprobó la cancelación de la agencia en Chile

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

de Bank of America y autorizó la existencia de la filial BankBoston (Chile), aprobando, a su vez, los respectivos estatutos y otorgando el certificado de autorización de existencia y funcionamiento de la nueva entidad en Chile. Parte sustancial de los activos serán aportados por la agencia que operaba en Chile, asumiendo la nueva filial íntegramente las obligaciones de esta última.

La nueva institución bancaria operará inicialmente como filial de Bank of America, clasificado en "AA/CW Positivo/A-1+" por Standard & Poor's. De concretarse la venta de las operaciones chilenas, la filial bancaria pasará a ser parte del segundo conglomerado financiero de Brasil, Banco Itaú, clasificado en "BB+/Positivas/B" en escala global por Standard & Poor's. La materialización de la toma de control por parte de Banco Itaú se podría traducir en una baja en las clasificaciones de BankBoston (Chile). Hasta la fecha, un factor determinante en la clasificación local de la entidad es la calidad crediticia de su matriz.

Banco Itaú, considerado por Standard & Poor's una de las instituciones con mejor calidad crediticia de América Latina, es el segundo mayor banco privado de Brasil medido según su volumen de activos. Esta nueva transacción permitirá a Itaú fortalecer su participación de mercado en Brasil e incrementar su presencia internacional. A pesar de mantener un fuerte y diversificado perfil de negocios, un equipo administrativo profesional, una estrategia focalizada y un excelente historial de generación, sus clasificaciones incorporan el riesgo soberano de Brasil, que lo mantiene expuesto a los riesgos económicos y de industria de ese país. En opinión de Standard & Poor's, un cambio en la actual clasificación de riesgo de crédito soberano en moneda extranjera de Brasil conduciría a una acción similar en las clasificaciones de Banco Itaú.

La clasificación asignada a la nueva filial bancaria, BankBoston (Chile), se fundamenta en su apropiado perfil financiero y la buena posición de mercado en los nichos donde participa. Su desempeño se ha destacado por el paulatino fortalecimiento de su estrategia de negocios en el mercado local, con un nivel de actividad creciente y en consolidación en la banca minorista, que complementan los negocios tradicionales de banca corporativa y tesorería.

### CALIDAD CREDITICIA DEL COLATERAL Y GARANTÍAS

Feller Rate evaluó el proceso de originación de Vive Leasing, así como la selección y compra de los activos por parte de la securitizadora, los que se describen a continuación. Esto, en conjunto con los resultados de la revisión muestral de las carpetas legales, técnicas y crediticias de otorgamiento de los créditos y una descripción detallada de las características de la cartera.

#### *Antecedentes del Originador*

Vive Leasing fue constituido en agosto de 2004, con el objetivo de financiar viviendas a través de leasing habitacional, para su posterior securitización y administración. Esto último comprende la gestión integral de cobranza y la recuperación de bienes.

La empresa pertenece al Grupo Paz Corp, por lo que se beneficia de la amplia experiencia y relaciones comerciales de sus propietarios en la industria inmobiliaria. Desde su creación, la entidad ha experimentado un fuerte crecimiento, irrum-

---

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

---

piendo en forma importante en una industria ya consolidada. De esta manera Vive leasing ha colocado el 15% de los contratos originados por la industria durante el primer semestre de 2006.

En lo organizacional, Vive Leasing debe enfrentarse a cambios significativos para fortalecer su estructura y ambiente de control y de esta forma adecuarse a una escala de mayor actividad y complejidad de su operación. Su posición financiera refleja su alta dependencia de los ingresos provenientes de la securitización y del apoyo que le otorgan sus propietarios.

Vive Leasing es filial del Grupo Paz Corp, clasificado en “*BBB-/Estables*” por Feller-Rate. El grupo y sus propietarios cuentan con una vasta experiencia en la industria inmobiliaria. El conocimiento del mercado y la experiencia de su administración le han permitido desarrollar una fuerte presencia en la construcción y ventas de primeras viviendas y posicionar con éxito sus marcas Paz (ex - Inverpaz) y Paz Froimovich.

La actual estructura corporativa del grupo se definió el año 2005 con el fin de agrupar todas las inversiones del grupo y ordenar las filiales según los negocios en que se concentran. A su vez, permite consolidar las operaciones y generar sinergias. Ello implicó la creación de Paz Corp S.A. como matriz holding de las empresas que participan en el sector inmobiliario, tanto a través de la construcción y desarrollo de proyectos, como a través de la prestación de servicios relacionados.

Así, las filiales Vive Sociedad de Leasing Habitacional S.A. y Vive Mutuos Hipotecarios S.A. tienen como misión entregar servicios financieros. Por otra parte, la filial Paz Inmobiliaria Ltda. concentra todos los proyectos inmobiliarios en que el grupo participa, tanto directa como indirectamente, proyectos en los que alcanza hasta un 50% de participación. En tanto la filial Paz Construcción Ltda. agrupa las sociedades constructoras que se crean para el desarrollo de cada proyecto inmobiliario. Su participación en tales sociedades es de hasta un 50%. El arriendo de maquinarias es efectuado por Servicios Remaq Ltda. y Provedora de Maquinarias de Construcción Ltda. y la gestión a los distintos proyectos inmobiliarios del grupo es realizada por Paz Gestión Ltda.

La propiedad de Paz Corp S.A. está ligada a su fundador, el señor Benjamín Paz T., sus hijos Ricardo y Andrés Paz y su yerno Ariel Magendzo, quienes actualmente forman parte del directorio y participan en la administración de la compañía, respectivamente. Si bien la compañía es de carácter familiar, su administración se ha desarrollado con altos estándares profesionales. Adicionalmente, la familia Paz posee una larga experiencia y un amplio conocimiento de la industria.

### *Administración*

La estructura administrativa es liviana, dado que la entidad subcontrata con terceros los servicios legales de estudio de títulos, tasación, recaudación, *back office*, servicio al cliente y cobranza prejudicial y judicial. Todos los prestadores de servicios son empresas de reconocido prestigio y experiencia en su rubro.

La entidad está estructurada en una subgerencia de ventas, el área de riesgo y operaciones y los abogados, todos dependientes del gerente general.

---

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

---

La subgerencia de ventas tiene a su cargo supervisar y coordinar las actividades referentes a la creación y mantención de relaciones con inmobiliarias y clientes con el fin de generar volúmenes de negocios importantes para la sociedad. El responsable del área ha tenido experiencia previa en el área comercial de otras entidades hipotecarias.

El área de riesgo y operaciones es responsable de las actividades relacionadas al proceso de originación y securitización de los contratos de leasing. Así también, controla el desempeño de los deudores supervisando las gestiones de cobranza. Además es la encargada de generar informes de gestión y coordinar el pago a las inmobiliarias y distintos proveedores. El encargado de este departamento tiene experiencia previa en el área de riesgo.

Vive Leasing está compuesta por su casa matriz, ubicada en Santiago, una oficina en Talca y otra Concepción, se encuentra en evaluación la apertura de nuevas oficinas en regiones. Actualmente, trabajan 27 personas, de los cuales 14 trabajadores corresponden al área de ventas.

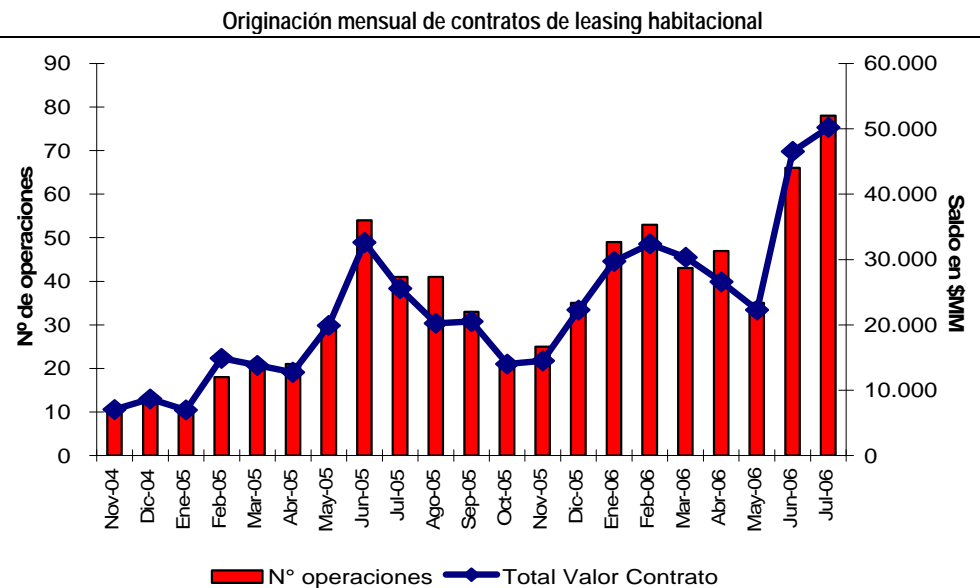
La administración es centralizada recayendo en los ejecutivos superiores. El crecimiento sostenido experimentado por la empresa debe acompañarse con la creación de estructuras medias competentes y la capacitación del personal.

En cuanto a la composición del Directorio, existen dos directores independientes, uno de ellos con experiencia en el área financiera y de vivienda. El resto de los miembros del directorio están ligados a la propiedad a través de Paz Corp y son ejecutivos con una dilatada trayectoria en la industria inmobiliaria. Asimismo, la administración superior cuenta con experiencia previa en la industria de leasing habitacional o de productos hipotecarios.

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

### Capacidad operacional

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del flujo mensual de contratos originados por Vive Leasing para el período comprendido entre noviembre de 2004 y julio de 2006:



Fuente: Vive Leasing.

Desde su creación, la empresa exhibe importantes niveles de crecimiento. Así, durante el año 2005, la entidad generó un promedio mensual de 29 operaciones (UF 18.000). En tanto, en el presente año el flujo mensual alcanzó a 53 contratos (UF 34.000), lo que implica un aumento de un 88% respecto del flujo mensual promedio colocado durante el año anterior.

El plan estratégico de la entidad considera seguir aumentando el volumen de negocios. Para el año 2007, la administración proyecta un incremento significativo en el número de contratos generados, del orden de 30%.

### Sistemas

Los sistemas operativos fueron desarrollados por un proveedor externo (ACFIN). El sistema de originación fue implementado recientemente (junio de 2006) y en él está definido un workflow estático dividido en 24 etapas que van desde el ingreso de una solicitud hasta el registro y control de la resolución del subsidio habitacional. El sistema integra distintas áreas (finanzas, operaciones, fiscalía) que interactúan en el flujo secuencial de la operación, optimizando de esta manera los tiempos de control en cada etapa y área.

De esta manera, el actual sistema otorga mayores niveles de automatización, lo que disminuye considerablemente la manipulación de datos y estandariza los tiempos de respuesta, permitiendo entregar un servicio más rápido y de mejor calidad. A la vez, admite el monitoreo y control de las distintas funciones y usua-

---

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

---

rios a través de un sistema de alarmas tempranas y de los perfiles de accesos definidos por el administrador. Sin embargo, muestra cierta inflexibilidad en la entrega de información frente a nuevos requisitos de terceros.

Tanto el desarrollo de nuevos requerimientos como la mantención del sistema están a cargo del proveedor externo, en tanto, su administración recae en la subgerencia de operaciones y riesgo. El sistema de originación está diseñado y desarrollado por ACFIN bajo arquitectura web mediante páginas active server (ASP), con motores de datos diferenciados no redundantes (SQL Server y Oracle) dependiendo del destino de los datos y exigencias de performance, el control transaccional se basa en paquetes XML.

En cuanto al sistema de administración primaria, para el tratamiento principal de los datos, se hace uso del sistema administrador de bases de datos ORACLE y se utilizan servidores localizados en las oficinas de ACFIN. La operación de los sistemas es a través de procedimientos preestablecidos. Por razones de seguridad y continuidad operacional, ACFIN respalda diariamente toda su información en un segundo sitio de operación, ubicado a una razonable distancia e integrado a su oficina principal conforme a un esquema de conectividad permanente y de alta velocidad.

Vive Leasing dispone de soluciones en línea para ver los datos de sus activos. Para tener acceso al sistema (en opción de consulta) deben usar claves de autorización que asigna y administra el departamento de operaciones de Vive Leasing.

### *Controles*

Actualmente no existen instancias de control formales al interior de la entidad. De acuerdo a lo informado por la administración, se está creando un área de control de gestión dentro de la inmobiliaria.

### *Posición competitiva*

Los partícipes en el otorgamiento de créditos hipotecarios del segmento medio son las entidades bancarias, las administradoras de mutuos hipotecarios y las sociedades inmobiliarias de leasing habitacional. Los bancos, a diferencia de las administradoras y las inmobiliarias independientes, tienen una significativa capacidad de distribución, fuerte marca y sólida posición financiera que le permite solventar el financiamiento de la originación de créditos.

Para competir, los agentes no bancarios sustentan sus ventajas en la orientación exclusiva y especialización, la cercanía con el cliente y la calidad de servicio, reforzado en menores tiempos de respuesta, tramitación de los créditos y asesoría a los clientes.

El financiamiento de sus operaciones se canaliza a través de la venta de créditos a inversionistas institucionales, ya sean compañías de seguros de vida o sociedades securitizadoras.

La empresa ofrece al mercado contratos de leasing habitacional y recientemente mutuos hipotecarios endosables, a través de sus dos unidades de negocio, Vive Leasing y Vive Mutuos.

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

---

Su mercado objetivo está representado por los grupos socioeconómicos C2 y C3. La entidad financia la compra de viviendas de entre UF 500 y UF 1.500, principalmente acogidas al subsidio habitacional. La cartera de Vive Leasing está mayoritariamente concentrada en el financiamiento de viviendas nuevas a individuos con renta dependiente.

Su estrategia comercial se basa en una buena calidad de servicio al cliente, con tiempos de respuesta que le otorguen competitividad frente a otros originadores de crédito hipotecarios. Para la comercialización de sus productos, Vive Leasing se beneficia directamente de la relación con su matriz a través de la colocación de su producto en proyectos relacionados y mediante alianzas o convenios con importantes empresas inmobiliarias.

La industria de leasing habitacional ha tenido un auge importante desde 2001, con un fuerte aumento en las colocaciones. No obstante lo anterior, registra una importante caída de la tasa de crecimiento a partir de 2002, desde un 38,4% hasta un -10,9% en 2005. A pesar de esto, se observa un repunte en la generación al comparar las cifras de junio de 2006, respecto a igual periodo del año anterior. A fines del primer semestre de 2006, ocho entidades operaban activamente en la industria, concentrando dos de ellas el 50% del stock de contratos generados.

Por su parte, Vive Leasing ha aumentado el flujo de sus negocios por sobre dichas tasas, lo que le ha permitido ganar cuota de mercado y situarse rápidamente en el cuarto lugar del financiamiento otorgado durante el presente año. A junio de 2006, alcanzaba una cuota del 15% del total de contratos generados en el primer semestre.

### *Posición financiera*

Por tratarse de una empresa de reciente creación, ha mostrado pérdidas durante los primeros 22 de meses de funcionamiento logrando su equilibrio operacional en septiembre de 2006. Así, el apoyo de sus propietarios ha sido relevante para el desarrollo y financiamiento de su actividad.

Vive Leasing exhibe una estructura financiera sencilla. Su principal activo son los contratos de leasing habitacional y los bonos de leasing emitidos por el MINVU provenientes del pago de los subsidios habitacionales. Las fuentes de financiamiento actuales están concentradas en un 100% en el corto plazo, y están constituidas por líneas de créditos con distintos bancos y cuentas por pagar a empresas relacionadas e inmobiliarias.

Durante el primer semestre de este año se materializó un aumento de capital de \$714 millones, lo que viene a compensar las pérdidas acumuladas de la entidad que, a septiembre de 2006, llegaban a \$790 millones, aproximadamente. Con esto, el capital de Vive Leasing alcanzaba a \$1.220 millones, a la misma fecha, el endeudamiento asociado era de 8,1 veces.

La empresa fue concebida para financiarse a través de la securitización de sus contratos. Para esto, en septiembre de 2005 firmó un contrato marco de securitización con Boston Securitizadora S.A. En este acuerdo, el patrimonio convenido para securitizar es de a lo menos UF 400.000 el cual debía ser completado durante 12 meses.

---

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

---

### *Políticas y procedimientos crediticios*

El proceso de crédito de Vive Leasing es centralizado, sustentándose en la experiencia de la administración en el producto y en sus sistemas de información.

### *Antecedentes del área de crédito*

El área de riesgo está conformada por el Subgerente de operaciones y riesgo, y dos analistas. El proceso de otorgamiento radica en dicha jefatura, la cual depende de la gerencia general. Las solicitudes y los antecedentes son recibidos por el área comercial, quien realiza la pre-evaluación de los deudores. Luego, dichas solicitudes son enviadas junto con toda la documentación original al área de riesgo, donde se realiza una nueva verificación y evaluación, antes de ser presentadas al comité de calificación. Dicho comité está conformado por el gerente general, el subgerente de riesgo y el analista de riesgo responsable de la operación. Como reemplazo del Gerente General actuará un director de la sociedad. El Comité está facultado para aprobar excepciones a la política en ciertos casos, por ejemplo cuando la estabilidad laboral, monto o tipo de protesto y otros factores así lo justifiquen.

El manual de las políticas de otorgamiento de la compañía describe los aspectos generales del crédito, la evaluación del deudor, la forma de determinación de las rentas líquidas, los antecedentes requeridos para el otorgamiento del préstamo y los procedimientos de aprobación de los créditos.

La empresa cuenta con un sistema operativo, con un adecuado grado de automatización y control de las diferentes etapas del proceso de originación, ya descrito en el ítem de sistemas.

### *Políticas y procedimientos crediticios*

Las políticas y procedimientos crediticios de la entidad están definidos en “Políticas de otorgamiento de contratos de leasing habitacional Ley N° 19.281” y en el “Manual de Procedimientos”. En términos generales, los parámetros establecidos en sus manuales incorporan los requisitos estándares para el otorgamiento de créditos. La pauta incluye un análisis de la capacidad de pago del individuo, así como de su comportamiento financiero.

Los manuales de la entidad definen una renta mínima de postulación de \$300.000 para el titular del crédito y su codeudor. Al mismo tiempo, determinan los endeudamientos máximos con relación a los arriendos y carga financiera máxima con relación a los ingresos.

Los parámetros utilizados son similares a los de la industria. Las mayores diferencias se observan en el tratamiento de la renta variable, que se computa al 100%. Sin embargo, ello se realiza sobre la base del promedio de renta de los últimos seis meses. Por otra parte, el cálculo de la carga financiera total recientemente incorporó al nivel actual de deuda, un porcentaje del cupo disponible total de las líneas de crédito y tarjetas de crédito.

Otra diferencia respecto de la industria es el tratamiento del pie, los descuentos realizados por la inmobiliaria relacionada Paz Froimovich – que concentra alrededor del 50% de la cartera - al precio de las viviendas son considerados como

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

parte del pie por Vive Leasing, no discriminando respecto del componente del aporte inicial que corresponde al ahorro del deudor. Esta política de la entidad tiene dos implicancias que la hacen menos conservadora que el resto de la industria. Por un lado, permite a través de esta figura exceder los límites establecidos en la política en cuanto al porcentaje de financiamiento máximo – 16% de las operaciones originadas - y por otra parte, hace imposible realizar un seguimiento real del desempeño de la cartera en relación a esta variable.

La inmobiliaria no tiene una política explícita de concentración geográfica, ni por conjunto habitacional. Así como tampoco existe un manejo definido respecto del tratamiento con empresas relacionadas.

Las atribuciones están definidas formalmente, no obstante, no se encuentran definidas claramente las excepciones.

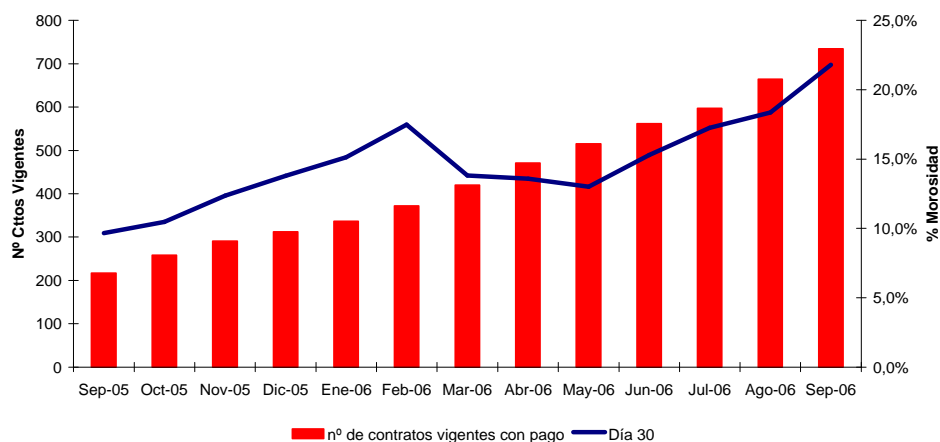
La calidad de los tasadores y abogados externos es aceptable y se encuentran dentro del estándar del sector financiero.

### Desempeño histórico

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

Los niveles de morosidad de la cartera administrada muestran un aumento importante, más aún si se considera su reciente originación y el considerable crecimiento de su base de operaciones. En los siguientes gráficos se observa la evolución de la mora mayor a 30 días contrastada con el número de contratos vigentes y en segundo lugar se aprecia la composición de la morosidad.

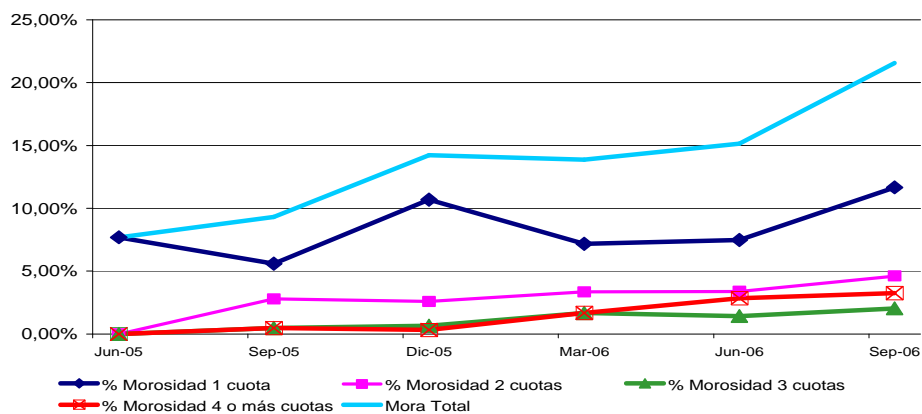
Evolución morosidad – Contratos Leasing Habitacional Originados



Fuente: Vive Leasing

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

Evolución morosidad



La morosidad mayor a 30 días muestra un aumento sostenido, pasando de niveles del 13% en mayo de 2006, a cifras superiores al 22% en septiembre de 2006. Al observar la composición de la mora se aprecia una reconfiguración hacia tramos mayores, lo que representa una evolución normal en cartera nuevas, no obstante, el indicador de 4 o más aportes morosos pasó de 1,7% a 3,2% en los últimos seis meses, incremento importante considerando las características de la cartera.

Aunque, los niveles de morosidad tienden a ser mayores en las carteras de leasing habitacional que en el resto de las carteras hipotecarias, el deterioro mostrado por esta cartera no es acorde con las características de este porfolio en cuanto a su reciente originación y fuerte crecimiento. Más aún, no concuerda con el perfil de esta cartera, correspondiente a la fracción superior del segmento de leasing en cuanto a renta del deudor y valor de viviendas.

### Proceso de selección de cartera

La securitizadora realizó estudios sobre la cartera, actualizándose el informe de DICOM de los deudores y se eliminó gran parte de los contratos con más de dos aportes en mora.

También realizó un due diligence crediticio del 100% de la cartera, para verificar la consistencia de los datos y la existencia de documentación suficiente para la identificación y sustentación de los créditos. Adicionalmente, se seleccionó una muestra del 20% de la cartera, en que se revisaron los aspectos legales de transferencia de contratos.

### Revisión de carpetas

La aplicación de la política y procedimientos crediticios de originación por parte de Vive Leasing fue verificada por Feller Rate mediante la revisión de una muestra de carpetas de contratos. De esta revisión se obtuvieron las siguientes observaciones relevantes:

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

- El contenido de las carpetas era homogéneo. 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.
- La evaluación del crédito incluía detalles del cálculo de la carga financiera y de la renta con los documentos de sustentación respectivos.

En general, se observó adhesión a las políticas de otorgamiento de crédito, justificándose de manera adecuada las excepciones a ésta. Por otra parte, se observó la aceptación del pie, sin acreditación previa de la capacidad de ahorro del deudor y permitiendo incorporar en éste descuentos comerciales otorgados por parte de las inmobiliarias relacionadas, cuyas características se describen en el ítem siguiente.

### Características del Colateral

La cartera está compuesta por contratos de leasing habitacional directos y sus principales características se detallan en el cuadro a continuación:

#### Resumen de la cartera

(Al 31 de julio de 2006)

	CLH
Número de contratos	700
Valor par activos fecha de corte (UF)	444.644
Valor garantía promedio (UF) (*) (**)	979
Monto crédito original (UF)*	720
Saldo insoluto actual promedio (UF) (*)	717
Tasa anual promedio de los activos (%) (*)	9,0
Plazo original promedio (meses) (*)	230
Plazo de vigencia promedio (meses) (*)	8
Plazo residual promedio (meses) (*)	222
Deuda inicial / Garantía (%) (*)	73,4
Deuda inicial + subsidio en valor presente / Garantía (%) (*)	89,3
Deuda Inicial + subsidio en valor presente + descuentos comerciales/Garantía (%) (*) (***)	90,9
Deuda actual / Garantía (%) (*)	73,1
Porcentaje de la cartera con subsidio	90,4%
Porcentaje de la cartera con aplicación de garantía estatal	13,9
Porcentaje de la cartera con destino de vivienda para inversión	7,4
Porcentaje de la cartera con antecedentes comerciales en DICOM	16,4
Porcentaje de la cartera con 1 aporte moroso	5,6%
Porcentaje de la cartera con 2 aportes morosos	3,0%
Porcentaje de la cartera con 3 o más aportes morosos	0,1%
Porcentaje de la cartera con seguro de cesantía	100,0%

(\*) Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto

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

(\*\*\*) Descuentos comerciales otorgados por inmobiliarias relacionadas al originador, incorporados al pie.

El perfil representativo de los deudores de este portafolio es de un segmento socioeconómico con un nivel de renta – promediando UF 36 en esta cartera - algo superior a lo observado en la industria de leasing. A su vez, el valor de vivienda promedio supera en alrededor de UF 200 la media de la industria. Por otra parte,

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

las tasas de originación de los activos y las relaciones deuda – garantía son más bajas.

El 16% de la cartera presenta antecedentes comerciales negativos en el sistema DICOM, lo que es normal de apreciar en carteras de leasing. Cabe destacar que sólo en un 7% de las operaciones el monto de los protestos supera el 50% de la renta mensual de los deudores.

Por su parte, el 90% de los deudores posee subsidio. Sin embargo, sólo para un 14% aplica la garantía estatal sobre la recuperación de activos fallidos, conforme al último cambio a la normativa del subsidio habitacional, que rige desde febrero de 2004. La modificación a la ley establece que para contratos de leasing la garantía, que cubre el 75% del saldo impago con un tope de UF 200, opera sólo para viviendas inferiores a UF 600.

La totalidad de la cartera con subsidio fue originada con posterioridad al mencionado cambio a la ley, en febrero de 2004. Lo anterior implica que el subsidio se otorga mediante la entrega de un certificado endosable, que se puede transar utilizando los recursos de la venta como parte del pie.

Un 35% de la cartera tiene incorporados en el pie los descuentos comerciales por parte de inmobiliarias relacionadas al originador, que oscilan entre el 3% y el 5%. La relación deuda – garantía de la cartera a la originación, fue del 73,4%. En tanto, adicionando a la deuda el subsidio y los descuentos comerciales, la relación sube al 90,4%. En todo caso, cabe mencionar que el impacto de los descuentos comerciales es bastante menor (1,6%) en comparación al producido por el subsidio (15,9%).

La cartera se concentra en un 88% en la región metropolitana. Las mayores concentraciones en comunas corresponden a Santiago e Independencia, con un 41,1% y 14,7%, respectivamente. Un 31% de la cartera tiene concentraciones relevantes en cuatro conjuntos habitacionales. A saber: Bellocentro Arturo Prat (10,0%), Bellocentro Esperanza (6,9%), ambos en la comuna de Santiago y Jardín de Vivaceta (8,6%) y Jardín de Vivaceta II (5,6%), ubicados en la comuna de Independencia. Todos proyectos inmobiliarios de edificios de departamentos, construidos por entidades relacionadas. Respecto a esto último, cabe mencionar que un 54% del portafolio corresponde a proyectos de inmobiliarias relacionadas.

### 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 firmará un contrato de administración con Vive Leasing, que establece: las condiciones para el traspaso de remesas, la obligación de entregar a la securitizadora toda la información relacionada con los activos bajo administra-

---

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

---

ción, las políticas y procedimientos de cobranza, las causales de término de contrato y la remuneración por administración, entre otros.

### *Vive Leasing*

El área de administración, que agrupa las gestiones de recaudación, cobranza pre-judicial y judicial, y el servicio de atención a los clientes, entre otras, también está a cargo de la subgerencia de riesgo y operaciones.

Desde sus inicios, Vive leasing mantiene un contrato de prestación de servicios de administración primaria de activos con ACFIN. Este servicio consta de un conjunto de tareas, que se pueden dividir básicamente en cuatro áreas; procesos de back office; recaudación y aplicación de Pagos, administración de la morosidad y servicio al cliente. Cabe señalar que Vive Leasing gestiona directamente algunas tareas tales como la aplicación de los beneficios de seguros y las cobranzas judiciales.

Feller Rate evalúa a ACFIN en su calidad de administrador directo, 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.

Los procedimientos estipulados para las distintas fases del proceso de administración de activos están bien estructurados. Los sistemas de ACFIN se caracterizan por un alto grado de automatización en la manipulación de la información. Su base de datos y su solución tecnológica le otorgan una alta flexibilidad para la implementación de sistemas de información, que son una de las variables claves para el desempeño de los activos.

La recaudación por concepto de aportes se efectúa a través de Servipag y en un porcentaje muy menor a través de un convenio PAC Multibanco con el Banco de Chile. Los fondos van directamente a la cuenta corriente de Vive Leasing. ACFIN actualiza las bases de datos en forma diaria con la información de pagos, datos que la inmobiliaria puede conocer de inmediato, mediante consultas en línea al sistema implementado por ACFIN.

Adicionalmente, ACFIN genera con frecuencia quincenal un informe de recaudaciones con un completo detalle de los movimientos por cada operación.

La cobranza pre-judicial durante los primeros 35 días de mora la realizará ACFIN, quien pone en práctica un servicio de ubicación telefónica, hasta contactar al deudor y en lo posible, establecer un compromiso de pago de las cuotas en deuda, fijando una fecha de pago. En este contacto se trata de percibir la actitud y voluntad del deudor para resolver su situación de morosidad y se registra esta percepción mediante un código de clasificación. Adicionalmente, al día 30 se envían los antecedentes de los deudores morosos para publicarlos en Sicom.

Posteriormente, los deudores son traspasados a Servinco quien realizará un servicio integral con cartas, llamados a través de su Call Center, visitas en terreno, acuerdos de pago y recaudación. Vive Leasing puede acceder en línea a través de internet a las gestiones de cobranza pre-judicial de cada cliente. A septiembre de 2006, un 6,5% de la cartera vigente se encuentra encargada a Servinco.

Esto redundará en un mejor seguimiento de los deudores y respuestas rápidas que deberían ayudar a corregir las acciones de cobranza que no den resultados.

---

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

---

La cobranza judicial, a cargo de Vive Leasing, es llevada por medio de dos estudios de abogados con experiencia en la materia. Todas aquellas operaciones con 4 cuotas morosas son enviadas a cobranza judicial. Mensualmente, Acfin genera un listado con estos casos, el cual es enviado a Vive Leasing, quien prepara la carpeta para su posterior envío a Cobranza Judicial. En esta etapa, toda gestión de recupero es realizada por el estudio jurídico. Por su parte, Acfin registra los recuperos que le informe Vive Leasing durante el tiempo que dure el proceso de cobranza judicial, hasta la recuperación regular del servicio de la deuda o la liquidación o término del contrato.

A septiembre de 2006, los casos en cobranza judicial alcanzaban al 3,4% de la cartera. A igual fecha, se han recuperado 3 propiedades, una de ellas ya se encuentra recolocada a través de otro contrato de leasing, mientras las dos restantes aún se encuentran en stock. La entidad no cuenta con procesos estructurados de liquidación y recolocación de activos recuperados.

La cartera de Vive Leasing está cubierta de riesgos de incendio y terremoto. De igual forma, posee seguros de desgravamen para el deudor y codeudor, así como un seguro de cesantía e incapacidad temporal que cubre 4 meses de aportes. El control del pago de las primas de los seguros está sistematizado y verificado por ACFIN. No obstante, Vive Leasing se encarga de recibir y tramitar la documentación que presente el deudor para acogerse a los beneficios de seguros.

Entre los servicios prestados por ACFIN a la inmobiliaria se encuentra un área de Atención al cliente, que ofrece toda la información que los deudores puedan requerir respecto de sus obligaciones. Es así como se orienta al deudor respecto de: formas y medios de pago, lugares de pago, prepagos totales o parciales, estados de cuenta; pagos anticipados, regularización de cuotas morosas y otras consultas respecto de su crédito. Además, se establecen contactos permanentes con los deudores para mantener al día los datos, principalmente de dirección y teléfonos, para una rápida ubicación.

El *back office* es proporcionado por ACFIN, esto es, el tratamiento y disponibilidad de la información de los activos y de la generada por los procesos de la administración de éstos en condiciones seguras.

Para esto, se hace uso del sistema administrador de bases de datos ORACLE, ya descrito en el ítem de sistemas.

### *Administración maestra de los activos*

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

Feller Rate evalúa a ACFIN en su calidad de administrador maestro de activos, calificando a la institución en un nivel *Más que satisfactorio*. La entidad 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.

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

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 informará sobre el desempeño de la cartera a los entes relacionados (securitizadora, inversionistas, clasificadores de riesgo, entre otros).

En la empresa, el área de administración maestra es completamente independiente del área de administración primaria, tanto en el aspecto operativo y de sistemas como en lo relacionado al personal que trabaja en ellas. Esto asegurará que se den las condiciones adecuadas para que cada área cumpla sus funciones, siendo cada una de ellas contrapartes válidas dentro del proceso de administración.

### 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 la cartera de referencia para contratos de leasing habitacional 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

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

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

### 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%.

(\*\*) Valor estimado para contratos que caen en incumplimiento en el primer período, con ahorro previo igual al 10%

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, concentración geográfica 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 la cartera 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	33,3%	53,5%	61,1%	22,0%
AA	24,5%	46,5%	51,8%	14,0%
A	17,9%	42,5%	46,6%	9,4%
BBB	13,9%	38,5%	41,6%	6,6%
BB	7,0%	33,5%	35,8%	2,9%

(\*) Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto

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

De acuerdo a la metodología de Feller Rate, la probabilidad de incumplimiento y desvalorización estimada de las garantías asociadas se ven incrementadas en presencia de concentraciones geográficas. Lo anterior, toda vez que surgen potenciales riesgos asociados a la economía, mercado inmobiliario local, así como de colu-

---

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

---

sión de los deudores. En el portafolio en análisis se detectaron concentraciones relevantes en 4 conjuntos habitacionales de edificios de departamentos, que agrupan el 31% de las operaciones, descritos detalladamente en el ítem de características del colateral.

Por su parte, la capacidad de pago del deudor está determinada, entre otras variables, por la facultad de ahorro del deudor, que se refleja en la relación deuda a garantía con la que fue originado el crédito. Por ello, la estimación de la probabilidad de incumplimiento de los deudores no toma en consideración el monto del subsidio entregado por el Estado - aunque sea en valor presente- ni ningún tipo de descuento comercial sobre las viviendas usado como pie, toda vez que no representan un indicador de la capacidad de ahorro del deudor.

De esta manera, para efectos del cálculo de la probabilidad de incumplimiento, el número de deudores con monto de ahorro previo inferior al 5% -16% de la cartera- aumentó significativamente, sufriendo el ajuste tradicional que emplea Feller Rate para estos casos. Más aún, para las operaciones originadas con 0% de pie - 3% de la cartera -, se aplicó un castigo adicional.

Si bien, la probabilidad de incumplimiento de la cartera en análisis es un tanto superior a la de la cartera de referencia, su severidad y cobertura de pérdida son menores. Lo anterior, debido principalmente a una menor relación deuda - garantía y la menor desvalorización de vivienda proyectada, en razón del perfil de garantías que respaldan el colateral.

Otros factores que subieron la probabilidad de incumplimiento corresponden a la existencia de operaciones con destino de inversión (7,4% de la cartera), con DICOM vigente (16% de la cartera) y la morosidad actual e histórica de la cartera. En tanto, variables que influyeron favorablemente, corresponden al seguro de cesantía, que involucra 4 meses de cobertura y el valor de las viviendas. Esto último también influyó positivamente en la desvalorización estimada de las garantías.

### *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 etapas que a continuación se indica:

- Se proyectó el flujo de ingresos por arriendos, a partir de agosto de 2006; fecha de inicio de devengo de la cartera de activos en el patrimonio separado;
- Se calculó la cantidad de contratos de leasing fallidos sobre la base de los ajustes individuales y los supuestos. Luego, se aplicaron al flujo de caja estimado, a

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

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, 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;
- 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;
- Con las recuperaciones producidas por liquidación de garantías y prepagos voluntarios, se realizaron rescates de bono senior. Los excesos de caja por sobre UF 2.000, también se destinaron a prepagos de bono senior, 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.

### Bonos

La emisión de bonos es por un monto total de UF 500.000 dividido en una serie senior y una subordinada. Las características de las series se muestran en el cuadro siguiente.

Características de los bonos

Serie	Serie A	Serie B (Subordinada)
Proporción	90%	10%
Monto (UF)	450.000	50.000
Nº de periodos (trimestrales)	78	93
Tasa emisión (anual)	4,25%	8,0%
Monto por título (UF)	1.000	1.000
Número de títulos	450	50

El pago del primer cupón de la serie senior corresponde el 25 de octubre de 2006. Los intereses se devengan a partir del 25 de julio de 2006. Los pagos de amortizaciones e intereses son trimestrales. En el caso de la serie subordinada, la amortización del capital se realizará en un único cupón, y se efectuará junto con sus intereses devengados después del pago de la serie senior.

---

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

---

### *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 éstos 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 sobre la base de la reserva del período anterior 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 siempre debe ser positivo.

El pago de todos los cupones de la serie senior se realiza cabalmente en un escenario AA. El pago de la serie subordinada se realiza sobre la base de un escenario sin mayor 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 de la serie senior en cada corte de cupón, con el exceso de ingresos operacionales por sobre UF 2.000, 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.

El sobrecolateral de la estructura viene dado en parte por el spread entre activos y pasivos, por ello, el momento y la concentración de los prepagos voluntarios incide significativamente en la proyección de los flujos de caja. De esta manera, Feller Rate sensibiliza no sólo la tasa de prepago que aplica, sino también el momento y la distribución de esta variable.

A modo de ejemplo, en el escenario AA, la serie senior soporta un prepago voluntario adicional a los producidos por incumplimiento, en torno al 50% acumulado en 20 años (medido sobre valor par inicial de cartera), aplicando una tasa anual uniforme sobre saldo vigente del 12%, que se reduce en un 50% en el período de aplicación de la crisis crediticia. Estos niveles de prepago se estimaron ocupando ponderadores de estrés por categoría de riesgo, y en función de un escenario base de prepagos algo superior a lo evidenciado por la industria de leasing, en razón del perfil de los deudores, tasas y coberturas asociadas.

En este escenario, se consideraron los gastos indicados en el contrato de emisión, que incluyen una bolsa de gastos para imprevistos por UF 400. Cabe mencionar que, a juicio de Feller Rate, los montos estipulados para los distintos prestadores de servicios corresponden a valores de mercado.

## Quinto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

---

Por otra parte, 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.

Cabe mencionar que, dependiendo de los montos estimados como imprevistos, la estructura soporta retardos considerables en el plazo de recuperación de activos fallidos.

### ASPECTOS LEGALES

La quinta 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 primera 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: las características particulares de los activos y pasivos; los costos máximos por prestadores de servicios y gastos eventuales; las cotas de rescate de bono senior; 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.

En particular, la escritura general establece las condiciones que rigen la fusión de patrimonios separados. Esto, entre otros, respecto de prepagos anticipados de las series preferentes, reparto de excedentes de las series subordinadas, prelación de pagos entre series senior y subordinadas y gastos máximos del patrimonio fusionado.