

Feller-Rate

CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Itaú Securitizadora S.A. Sexto Patrimonio Separado

Diciembre 2007

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.

Itaú Securitizadora S.A.
Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

SERIE C	AA
SERIE D	BBB
SERIE E	C

Contactos: Matthias Casanello Tel 757 0472; Marcelo Arias Tel 757 0480

Clasificaciones

		Diciembre 2007
Bonos serie C (senior)	Nueva emisión	AA
Bonos serie D (subordinada en el rescate)	Nueva emisión	BBB
Bonos serie E (subordinada)	Nueva emisión	C

ESTRUCTURA

<p>Títulos: Bonos de securitización Emisor: Itaú Securitizadora S.A. Montos de emisión: Total: UF 523.000 Serie C: UF 427.000; Serie D: UF 37.000; Serie E: 59.000 Plazos: Serie C: 80 cuotas trimestrales; Serie D: 1 cuota al vencimiento de la serie C; Serie E: 1 cuota al vencimiento de la serie D. Tasas interés bonos: Series C y D: 4,0%; Serie E: 7,0% Colateral: 641 contratos de leasing habitacional directos con valor par de UF411.387 al 31 de octubre de 2007 Tasa interés promedio de los activos: 8,8% Originador: Vive Leasing Administrador primario: Vive Leasing / ACFIN Administrador maestro: Itaú Securitizadora/ ACFIN Representante de tenedores de bonos: Banco de Chile Mejoramientos crediticios externos: No hay</p>
--

FUNDAMENTACION

Las clasificaciones asignadas obedecen a las protecciones crediticias ofrecidas a cada serie, en relación al desempeño esperado de los activos de respaldo. Ello considera las fortalezas legales y operativas de la transacción, así como la capacidad de los agentes que intervienen en la administración.

El colateral corresponde a leasing habitacional directos originados mayoritariamente entre el segundo semestre de 2006 y primer semestre de 2007, representando casi la totalidad de las operaciones gestionadas por Vive Leasing.

Al igual que en la cartera securitizada previamente por Itaú Securitizadora y 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 17% cubierto por garantía estatal- y el 65% corresponde a departamentos. Existe una concentración relevante en conjuntos habitacionales en las comunas de Santiago e Independencia; en tanto un 36% de las operaciones están ligadas a proyectos de inmobiliarias relacionadas. El ahorro promedio de los deudores es de 9%.

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 se inició hace tres años como filial del Grupo Paz Corp, - clasificado por Feller-Rate en "BBB-/Estables", por lo que se ha beneficiado de la amplia experiencia y relaciones comerciales de sus propietarios en la

industria de leasing. Recientemente, Inmobiliaria Pacal adquirió el 50% de su propiedad, lo que debiera potenciar el desarrollo de la entidad a través de la complementación y sinergias de ambos grupos 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. En tanto, 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 consolidar y 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 recién comienza a administrar carteras para terceros y la morosidad de su portafolio resulta elevada tomando en cuenta el perfil de los deudores.

La entidad exhibe y proyecta importantes niveles de crecimiento. Por ello, enfrenta el desafío de seguir fortaleciendo 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 es 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. Cabe destacar que las áreas de administración maestra y primaria de ACFIN son independientes en lo que respecta a aspectos operacionales, sistemas y personal.

La operación es la segunda 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 y de los ingresos por prepagos o liquidación de garantías, han quedado establecidas en los contratos de emisión. En ellos también han quedado debidamente acotados los gastos que se pueden asumir.

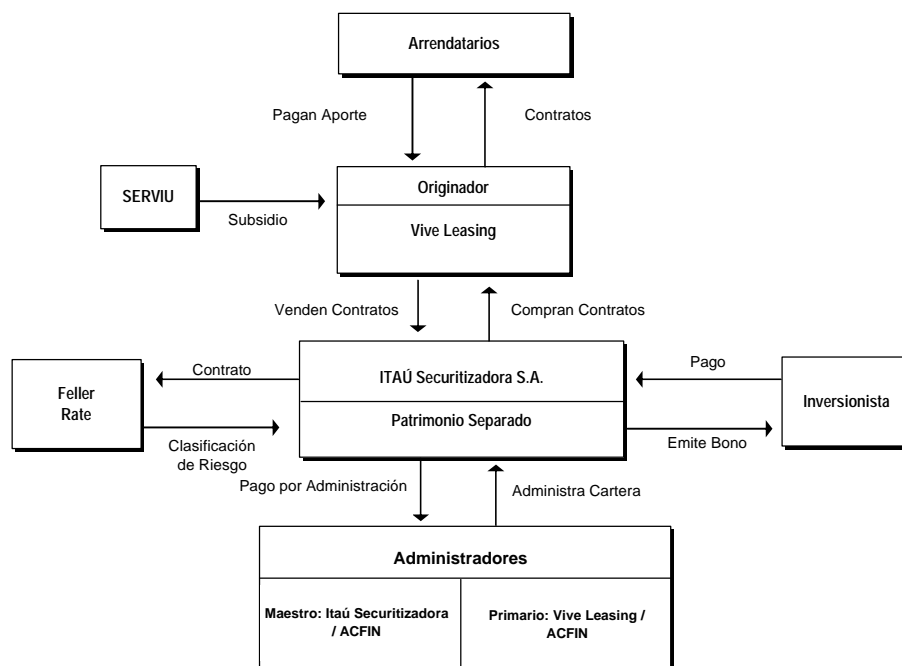
Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

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 641 contratos de leasing habitacional directos originados por Vive Leasing, principalmente entre el segundo semestre de 2006 y 2007. El valor par de la cartera, al 31 de octubre de 2007, era de UF 411.387.

Con el respaldo de estos activos, la securitizadora emite títulos de deuda por UF 523.000, divididos en una serie C preferente, una serie D subordinada en el rescate y una serie E subordinada:

- La emisión de la serie C es por UF 427.000 a un plazo de 20 años, devenga un 4,0% anual y tiene pagos de amortizaciones e intereses trimestrales.
- La emisión de la serie D alcanza a UF 37.000, devenga un 4,0% anual y se paga en un solo cupón, con capitalización de intereses, al vencimiento de la serie C.
- La emisión de la serie E totaliza UF 59.000, devenga un 7,0% anual y se paga en un solo cupón, con capitalización de intereses, después del último cupón de la serie D.

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

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 C y D, 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 C, más el valor asignado por las partes para la suscripción de las series D y E. El neto de la colocación preferente corresponde al monto recaudado por los títulos de deuda menos un fondo de liquidez por UF 22.000 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, quien mantiene un contrato de prestación de estos servicios con ACFIN. 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 siguientes 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, conforme a la tabla de desarrollo inicial, con los montos del fondo de ingresos del patrimonio separado que superen UF 2.000, una vez deducidos los montos necesarios para el próximo pago de los títulos de deuda, 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. Cabe mencionar que se netearán sólo los gastos no cubiertos por el *Fondo de liquidez*, definido en el párrafo siguiente.
- *Fondo de liquidez*, que se formará el día hábil siguiente a la percepción del producto de la colocación de los títulos de deuda correspondientes a la presente emisión, con valores en dinero por UF 22.000 que deberán destinarse a solventar todos los gastos del patrimonio separado o como fondo de contingencia del patrimonio separado, hasta su extinción. Ante un evento de fusión, la estructura contempla un retiro de excedentes, con cargo a este fondo, por un máximo de UF15.000.

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

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.

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. 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 se realizarán por sorteo o a prorrata. En este último caso, conforme a la proporcionalidad de saldos insolutos de las series.

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

Durante la vigencia de la serie C, todos los ingresos provenientes de prepagos y recuperaciones, así como los recursos provenientes del *Fondo de acumulación de flujo de activos*, serán destinados al prepagado de esta serie. Una vez extinta la serie C, estos ingresos serán destinados al rescate de la serie D.

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

En caso de liquidación del patrimonio separado, los recursos serán destinados a las series de bonos con la siguiente prioridad: Inicialmente a la serie C, luego a la serie D y finalmente a la serie E.

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

DESCRIPCION DEL EMISOR

Itaú Securitizadora, empresa del grupo brasileño Banco Itaú S.A., 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 cinco operaciones de securitización, todas clasificadas por Feller Rate, incluyendo activos como contratos de leasing habitacional, mutuos hipotecarios y créditos automotrices, con Concreces, Vive Leasing y Forum Servicios Financieros, en calidad de originadores y administradores de cartera.

Banco Itaú S.A., es clasificado por Standard & Poor's en "BBB-/Positivas" en escala global. En opinión de Standard & Poor's, es una de las instituciones con mejor calidad crediticia de América Latina, siendo el segundo mayor banco privado de Brasil medido según su volumen de activos, luego de la adquisición de BankBoston Brasil a su controlador, Bank of America, en mayo de 2006. Dicha transacción permitió a Itaú fortalecer su participación de mercado. 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.

Junto con la venta de BankBoston Brasil, Bank of America negoció el traspaso de las operaciones que mantenía Bank of America en Chile y Uruguay al mismo Banco. Así, la participación de Banco Itaú S.A. a nivel local se realiza a través de sus filiales, Banco Itaú Chile (ex BankBoston), Itaú Chile Securitizadora S.A. y Itaú Chile Administradora General de Fondos Ltda.

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 Habitacional S.A. 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 se inició como filial Grupo Paz Corp, por lo que se ha beneficiado de la amplia experiencia y relaciones comerciales de sus propietarios en la industria inmobiliaria. Recientemente, ingresó a la propiedad el Grupo Inmobiliario Pacal S.A., cuyos integrantes cuentan con más de 30 años de experiencia en el sector construcción, sus proyectos se concentran principalmente en regiones. De esta manera, se potencia el desarrollo de la entidad, a través de la complementación y sinergias de ambos grupos propietarios, aumentando considerablemente su mercado potencial.

En lo organizacional, Vive Leasing S.A. durante el último año ha experimentado algunos cambios tendientes a mejorar el ambiente de control, no obstante, consi-

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

derando el nivel de crecimiento proyectado debe enfrentarse a cambios significativos para fortalecer su estructura y consolidar sus mecanismos de control. Su posición financiera refleja su alta dependencia de los ingresos provenientes de la securitización y del apoyo que le otorgan sus propietarios.

Vive Leasing Habitacional S.A. forma parte 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 Paz se definió el año 2005 con el fin de agrupar todas sus inversiones 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.

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.

El 3 de diciembre de 2007, Paz Corp vendió al Grupo Inmobiliario Pacal, en US\$3,2 millones, el 50% de su participación en las sociedades Vive Leasing y Vive Mutuos, con el objetivo de potenciar el crecimiento de las entidades de financiamiento, a través de las sinergias que se producirían entre los dos grupos propietarios.

Los accionistas del Grupo Pacal son: Pablo Castro Letelier (50%), Nelsón Murua Polanco (25%) y Carlos Silva Rojas (25%), todos ellos con dilatada experiencia en el sector inmobiliario. Asimismo, el grupo posee más 30 años de experiencia en el mercado habitacional, ha construido más de 35.000 viviendas y es un operador inmobiliario con una importante cuota de mercado de viviendas para los segmentos C2-C3; en la actualidad desarrolla más de 30 proyectos distribuidos principalmente en regiones.

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 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.

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

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.

Entre los cambios generados durante el último año, se incorporó una persona como jefe de cobranza dependiente de la subgerencia de riesgo y operaciones, su misión es supervisar y controlar las gestiones de cobranza a cargo de los distintos prestadores de servicios. Además, también debe proponer y diseñar planes de acción con el fin de mejorar los indicadores de desempeño de la cartera.

Vive Leasing está compuesta por su casa matriz, ubicada en Santiago, una oficina en Talca y otra en Concepción, se encuentra en evaluación la apertura de nuevas oficinas en regiones. Actualmente, trabajan 27 personas, de los cuales 13 trabajadores corresponden al área de ventas.

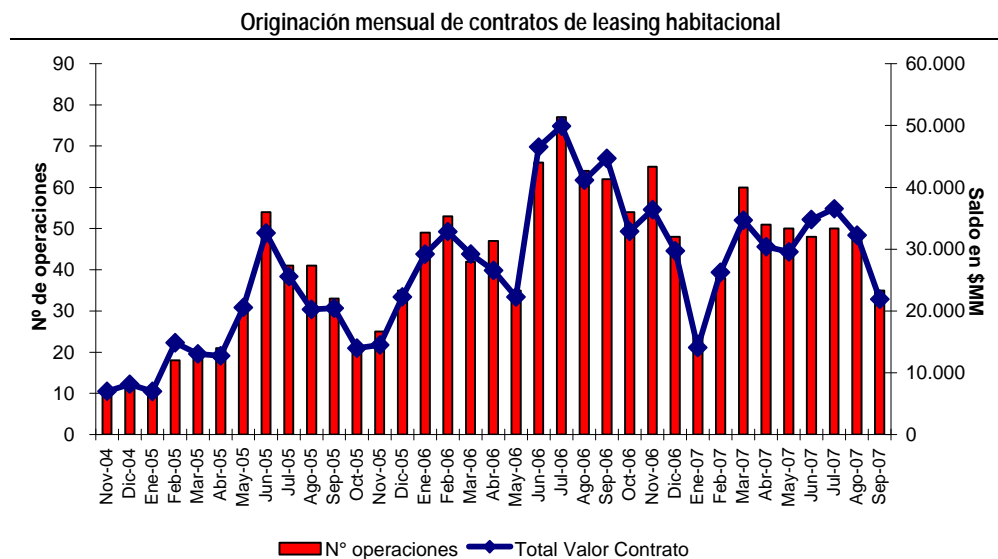
La administración es centralizada recayendo en los ejecutivos superiores. El crecimiento sostenido experimentado por la empresa debe acompañarse con la creación de estructuras medias competentes y la capacitación del personal, para atenuar el riesgo operativo al cual la empresa puede verse enfrentada por un mayor tamaño de operación.

Producto del reciente cambio de propiedad, ingresaron al directorio 3 nuevos integrantes, en representación del Grupo Inmobiliario Pacal. El resto de los miembros del directorio están ligados a la propiedad de Paz Corp o son directores independientes propuestos por dicho grupo, 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.

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 septiembre de 2007:

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)



Fuente: Vive Leasing S.A.

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). De la misma forma, durante el 2006 el flujo mensual alcanzó a 55 contratos (UF 35.000), lo que implica un aumento de un 88% respecto del flujo mensual promedio colocado durante el año anterior. Durante el 2007, el nivel de colocaciones disminuyó su ritmo de crecimiento, siendo en promedio 45 contratos mensuales (UF 28.000) situándose por debajo de las proyecciones de la entidad. Lo anterior es en parte, producto de cambios normativos en relación al subsidio habitacional que dejaron en desmedro el producto de leasing habitacional en relación a otras opciones de financiamiento. Al 30 de septiembre, la entidad administraba una cartera de 1397 contratos por alrededor de UF 892.000

El plan estratégico de la entidad considera seguir aumentando el volumen de negocios. Lo anterior se ve reforzado por próximos cambios normativos tendientes a homologar las condiciones de subsidio para el leasing habitacional en relación a otros productos y con la incorporación de Pacal, que potencia el desarrollo comercial dada la complementariedad existente entre sus proyectos y los desarrollados por Paz Corp. Para el año 2008, la administración proyecta un incremento significativo en el número de contratos generados, del orden de 25%.

Sistemas

Los sistemas operativos fueron desarrollados por un proveedor externo (ACFIN). El sistema de originación fue implementado a mediados 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

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

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 usuarios 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.

Controles

Durante el último año, la entidad ha creado algunos mecanismos de control, no obstante, faltan instancias de control formales con las atribuciones requeridas para desempeñar adecuadamente estas funciones.

De acuerdo a lo informado por la administración, se está creando un área de control de gestión dentro de la matriz.

A medida que la entidad continúe aumentando el volumen de sus operaciones, es necesario fortalecer su estructura, así como el ambiente de control.

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, reafirmado 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 mutuos hipotecarios endosables, a través de sus dos unidades de negocio, Vive Leasing y Vive Mutuos.

Sexto 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 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 -el 40% de las operaciones otorgadas se concentra en conjuntos del Paz Corp- y mediante alianzas o convenios con importantes empresas inmobiliarias. La incorporación a la Propiedad de Inmobiliaria Pacal, debiera potenciar el crecimiento en proyectos relacionados.

Desde su creación, la entidad ha experimentado un fuerte crecimiento, irrumpiendo en forma importante en una industria ya consolidada. De esta manera, a pesar que durante 2007, la industria del leasing experimentó una disminución en su ritmo de crecimiento, Vive Leasing mantuvo su cuota de mercado, originando el 15% del flujo de contratos originados durante el año, ocupando el cuarto lugar entre sus pares.

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 un analista. 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 actúa 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.

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

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.

Durante el último año, se han realizado cambios a la política de crédito, tendiente a restringir los límites a los créditos sin subsidio, igualándose a los exigidos a los créditos con subsidios.

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, para el cálculo de la carga financiera total no se consideran las líneas de crédito y tarjetas de crédito disponibles.

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. La poca historia de las carteras administradas por Vive Leasing aún no permite sacar conclusiones respecto de su desempeño como administrador y originador de activos. No obstante, podríamos señalar que el comportamiento de su cartera se compara en el margen desfavorablemente con sus pares si consideramos las características de este portafolio en cuanto a su reciente originación y fuerte crecimiento. Ello no es consistente 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

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

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:

- 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.

Características del Colateral

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

Resumen de la cartera

(Al 31 de octubre de 2007)

	CLH
Número de contratos	641
Valor par activos fecha de corte (UF)	411.387
Valor garantía promedio (UF) (*) (**)	989
Monto crédito original (UF)*	740
Saldo insoluto actual promedio (UF) (*)	738
Tasa anual promedio de los activos (*)	8,8%
Plazo original promedio (meses) (*)	235
Plazo de vigencia promedio (meses) (*)	5
Plazo residual promedio (meses) (*)	230
Deuda inicial / Garantía (*)	74,4%
Deuda actual / Garantía (*)	74,1%
Ahorro promedio (%) (*)	9,0%
Contratos con subsidio	92,2%
Contratos con aplicación de garantía estatal	16,8%
Contratos con destino de vivienda para inversión	4,4%
Contratos con antecedentes comerciales en DICOM	24,2%
Contratos con 1 aporte moroso	4,5%
Contratos con 2 aportes morosos	3,7%
Contratos con 3 o más aportes morosos	3,3%
Contratos 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.

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

Al igual que en la cartera de Vive Leasing Securitizada en el Quinto Patrimonio Separado de Itaú Securitizadora, el perfil representativo de los deudores de este portafolio es de un segmento socioeconómico con un nivel de renta – promediando UF 37 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, las tasas de originación de los activos y las relaciones deuda a garantía son más bajas.

El 24% de la cartera presenta antecedentes comerciales negativos en el sistema DICOM, que si bien es algo elevado, no dista drásticamente de lo observado 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 17% 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, el que se puede transar, abonándose el monto nominal del subsidio como parte del pie. Así, la relación deuda a garantía a la originación fue del 74,4%, mientras que el ahorro previo efectivo fue de un 9,0%, con un 7% de la cartera con un ahorro previo inferior al 5% del valor de la vivienda.

La cartera se concentra en un 81% en la región metropolitana, con una fuerte participación en la comuna de Santiago, que alcanza al 42% de la cartera. Un 28% de la cartera tiene concentraciones relevantes en cuatro conjuntos habitacionales. A saber: Bellocentro Esperanza (7,7%), Raulí (5,3%) y Alto Vicuña (6,8%), ubicados en la comuna de Santiago y Jardín de Vivaceta (8,4%), ubicado en la comuna de Independencia. Todos proyectos inmobiliarios de edificios de departamentos, construidos por entidades relacionadas. Respecto a esto último, cabe mencionar que un 36% del portafolio corresponde a proyectos de inmobiliarias relacionadas, proporción que bajó en alrededor de 20 puntos respecto de la concentración observada en el Quinto Patrimonio Separado de la securitizadora.

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

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

la securitizadora toda la información relacionada con los activos bajo administración, 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.

A comienzos de 2007, se integró a la estructura un Jefe de Cobranza, que depende de la subgerencia de riesgo y operaciones. Su función es controlar y supervisar las distintas etapas del proceso de cobranza, donde intervienen distintos prestadores de servicio externos. De la misma forma debe revisar continuamente los procedimientos con el fin de proponer cambios tendientes a mejorar las acciones de cobranza y el desempeño de la cartera.

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 preventiva durante los primeros 20 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.

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

Posteriormente, los deudores son traspasados a Servinco, empresa especializada en cobranza prejudicial, quien realiza 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. 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.

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 la fecha, se han recuperado 19 propiedades, de las cuales 18 ya han sido vendidas o recolocadas a un 83% de la tasación original. Los plazos promedio de recuperación y venta han sido de 10 y 6 meses, respectivamente. En tanto, los casos en cobranza judicial alcanzaban al 6,9% de la cartera, los que en promedio presenta 7 cuotas en mora.

Su cartera de activos 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, que utiliza 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, se respalda diariamente toda la información en un segundo sitio de operación, ubicado a una razonable distancia e integrado a la oficina principal conforme a un esquema de conectividad permanente y de alta velocidad.

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

Vive Leasing dispone de soluciones en línea para ver los datos de sus activos. Múltiples ventanas de datos, en formatos preestablecidos permite tener acceso a la información de los activos y de los deudores. Para tener acceso al sistema -en opción de consulta- se deben usar claves de autorización que asigna y administra Vive Leasing.

Administración maestra de los activos

La responsabilidad de la administración maestra de este patrimonio separado será de Itaú Securitizadora, quien tomará sus decisiones con la información proporcionada por ACFIN.

Para vigilar el comportamiento de los colaterales que componen sus patrimonios separados, la securitizadora lleva a cabo comités semanales donde participan diferentes áreas de la entidad, éstas son el área comercial, operaciones y legal. Dentro de las funciones del comité está la evaluación de sustituciones de cartera, venta de garantías, medidas para mejorar la cobranza, auditorías, entre otras. La implementación de las decisiones del comité corresponde a la securitizadora quien se reúne periódicamente con los administradores primarios.

ACFIN es una entidad especializada en administración de carteras. Feller Rate evalúa a la compañía 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 SONDA, quien controla actualmente un 80% de la compañía. Cabe mencionar que ACFIN participa prestando este mismo tipo de servicio en alrededor del 40% de las operaciones de securitización de financiamiento de viviendas vigentes en el mercado laboral.

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 parte de las funciones de administración maestra, ACFIN deberá informar 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

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

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

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%

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

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	32,3%	52,4%	70,5%	23,2%
AA	24,2%	45,4%	61,0%	15,1%
A	18,0%	41,4%	55,6%	10,2%
BBB	14,0%	37,4%	50,4%	7,3%
BB	7,0%	32,4%	43,9%	3,2%

(*) Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto

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

Factores que subieron la probabilidad de incumplimiento, en orden de importancia, corresponden a: concentración geográfica (28% de la cartera), morosidad actual e histórica de la cartera, DICOM vigente (24% de la cartera), operaciones con destino de inversión (4,4% de la cartera) y capacidad de pago de los deudores. 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.

Si bien, la severidad de pérdida del portafolio es menor a la estimada para la cartera de referencia, producto de la relación deuda a garantía efectiva y las desvalorizaciones de vivienda proyectadas, su cobertura de pérdida sigue siendo superior debido al incumplimiento estimado.

Conforme 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 colusión de los deudores. En el portafolio en análisis se detectaron concentraciones relevantes en 4 conjuntos habitacionales de edificios de departamentos, que agrupan el 28% 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 probabi-

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

lidad 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 efectivo inferior al 5% -7% de la cartera- aumentó, sufriendo el ajuste tradicional que emplea Feller Rate para estos casos. Más aún, para las operaciones originadas con 0% de pie - 1% de la cartera -, se aplicó un castigo adicional. En todo caso, en esta ocasión, conforme a lo informado por el originador, no se registraron descuentos comerciales asociados al pie, por lo que el efecto fue menos relevante que lo apreciado en la cartera securitizada previamente por Vive Leasing e Itaú Securitizadora.

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 noviembre de 2007; 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 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 bonos. Los excesos de caja por sobre UF 2.000, también se destinaron a prepago de bonos, de acuerdo a lo establecido en el contrato de emisión;
- Se obtuvo una proyección depurada de ingresos antes de gastos;

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

- Se estimaron los diversos componentes de gastos para cada período: auditoria 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 523.000 dividido en una serie C senior, una serie D subordinada en el rescate y una serie E subordinada, que devengan intereses a partir del 25 de enero de 2008. Las características de las series se muestran en el cuadro siguiente.

Características de los bonos

Serie	Serie C	Serie D (Intermedia)	Serie D (Subordinada)
Proporción	81,6%	7,1%	11,3%
Monto (UF)	427.000	37.000	59.000
Nº de periodos (trimestrales)	80	80	87
Tasa emisión (anual)	4,0%	4,0%	7,0%
Monto por título (UF)	1.000	1.000	59.000
Número de títulos	427	37	1

La serie C, paga cupones trimestrales de amortizaciones e intereses. Así, el pago del primer cupón de la serie será el 25 de abril de 2008. La serie contempla rescates con los ingresos provenientes de prepagos y recuperaciones de activos fallidos, así como con los excesos de caja, después de pago de cupón y gastos de la estructura, por sobre UF 2.000.

La serie D capitaliza intereses y capital y su pago está contemplado en un único cupón. La serie contempla rescates con los ingresos provenientes de prepagos y recuperaciones de activos fallidos, así como con los excesos de caja netos de gastos de la estructura, sólo una vez extinta la serie C.

En tanto, la serie E contempla amortización del capital en un único cupón, y se efectuará junto con sus intereses devengados después del pago de la serie D.

En caso de liquidación del patrimonio separado, los recursos serán destinados a las series con la siguiente prioridad: Inicialmente a la serie C, luego a la serie D y finalmente a la serie E.

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;

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

- 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. En tanto, el pago de la totalidad de las series C y D se realiza apropiadamente en un escenario BBB. Por su parte, el pago de los títulos, incluida la serie E, se realiza sobre la base de un escenario sin mayor stress, consecuente con la categoría C de clasificación.

Sensibilizaciones

Los flujos de caja se sensibilizaron ante distintas situaciones de prepagos voluntarios, incluso en situaciones de crisis severa. Los procedimientos de sustitución de activos y de prepago de bonos contemplados en el contrato, aseguran aceptablemente el pago de los cupones de las distintas series en las condiciones pactadas, con los escenarios definidos para cada categoría de riesgo asignada.

El sobrecolateral de la estructura viene dado en parte por el spread de tasas 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 de crisis AA, la serie C soporta prepagos voluntarios adicionales a los producidos por incumplimiento, en torno al 12% anual sobre el saldo vigente proyectado de cartera, reduciendo la tasa en un 50% en el período de aplicación de la crisis crediticia. En tanto, en un escenario BBB, las series C y D se pagan cabal y oportunamente en un escenario de prepagos voluntarios, adicionales a los producidos por incumplimiento, en torno al 8% anual sobre el saldo vigente proyectado de cartera. 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.

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

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

Al realizar estas sensibilizaciones, se obtuvieron resultados aceptables de acuerdo con la categoría de riesgo asignada a cada serie.

Sexto Patrimonio Separado (Vive Leasing)

ASPECTOS LEGALES

La sexta emisión de títulos de deuda de Itaú 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 por 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.