



Clasificadora de Riesgo

HUMPHREYS LTDA.

An affiliate of

MOODY'S INVESTORS SERVICE

**Boston Securizadora S.A. Primer Patrimonio Separado****Diciembre 2004****Categoría de Riesgo y Contacto<sup>1</sup>**

<b>Tipo de Instrumento</b>	<b>Categoría</b>	<b>Contactos</b>	
<b>Bonos Securitzados</b>	<b>AA C Estable</b>	Socio Responsable	Alejandro Sierra M.
Series A - B y D		Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Series C y E		Analista	Carolina Fuentes O.
Tendencia		Teléfono	56 – 2 – 204 73 15
		Fax	56 – 2 – 223 4937
Originador	Concreces Leasing S.A. Hipotecaria Concreces S.A.	Correo Electrónico	<a href="mailto:ratings@humphreys.cl">ratings@humphreys.cl</a>
Activos de Respaldo	Contratos de Leasing Habitacional Mutuos Hipotecarios	Sitio Web	<a href="http://www.humphreys.cl">www.humphreys.cl</a> <a href="http://www.moodyschile.cl">www.moodyschile.cl</a>
Tipo de Reseña	Fusión Patrimonios Separados 1 y 2		

**Datos Básicos de la Operación**

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N°1 BBOTS-P1
Inscripción Registro de Valores	Nº 337 10 de Julio de 2003 Nº 380 7 de septiembre de 2004
Activos de Respaldo	Contratos de Leasing Habitacional y sus correspondientes bienes raíces.
Originador	Concreces Leasing S.A.
Administrador Primario	Concreces Leasins S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características Activos	Contratos de leasing habitacional, emitidos en unidades de fomento, con tasas de interés fijas a través del tiempo y respaldadas con bienes raíces para la vivienda.

**Bonos Securitzados – Primer Patrimonio Separado–**

Serie	Descripción	Valor Nominal (UF)	Valor Nominal Título (UF)	Tasa de Interés (%)	Fecha Vencimiento
A	Preferente	400.000	5.000	6,3%	25 noviembre 2022
B	Preferente	74.000	1.000	6,3%	25 noviembre 2022
C	Subordinada	38.000	500	7,0%	25 abril 2024
D	Preferente	539.000	1.000	5,0%	25 enero 2024
E	Subordinada	40.000	1.000	7,5%	25 abril 2024
Total		1.091.000			

**Resumen Características Cartera Securitzada**

Tipo de Activo	Saldo Insoluto* (UF)	# Activos	Tasa Promedio	Plazo Promedio Remanente	LTV Actual ** Promedio	Valor Promedio Garantía***
CLH	765.262,55	1.123	11,78%	223 meses	89,9%	UF 896,77
MHE	78.643,97	163	8,92%	184 meses	66,1%	UF 900,9
Total	843.906,52	1.286				

\* Saldo insoluto de los activos con fecha de corte diciembre de 2004

\*\* Saldo Insoluto Actual / Valor Garantía Inmuebles

\*\*\* Toma como referencia el menor valor entre la tasación y el valor de venta de la propiedad.

<sup>1</sup> Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's") owns a minority interest in Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada ("Humphreys") and does not control the management or ratings activity of Humphreys. Moody's is not responsible or liable in any way for any ratings issued by Humphreys. Unless otherwise specified, Moody's is not responsible for any research or other information provided by Humphreys.



Clasificadora de Riesgo

HUMPHREYS LTDA.

An affiliate of

**MOODY'S INVESTORS SERVICE**

## Opinión

### Fundamento de la Clasificación

La clasificación de riesgo asignada por *Clasificadora de Riesgo Humphreys Ltda.* a los bonos emitidos por **Boston Securitizadora S.A.** (primer patrimonio separado), luego de la fusión de los patrimonios 1 y 2, en *Categoría AA*, se basa en el hecho que se mantienen los elevados niveles de protección por parte de los flujos esperados de los activos securitzados a cada una de las series clasificadas, todo esto en consideración al nivel de riesgo de dichos activos, los cuales están conformados por Contratos de Leasing Habitacional (CLH) y Mutuos Hipotecarios Endosables (MHE) originados por Concreces Leasing S.A. e Hipotecaria Concreces S.A. respectivamente.

La cartera de activos que respalda el patrimonio separado ha sido originada entre los años 1997 y 2004 y su perfil responde a las políticas y experiencia que el originador tiene en relación con el otorgamiento de créditos hipotecarios.

La administración primaria de la cartera estará a cargo del propio administrador, Concreces S.A., institución cuya *Calidad de Administración* ha sido clasificada en *Categoría CA3*<sup>2</sup> por *Clasificadora de Riesgo Humphreys Ltda.*

Adicionalmente, la operación cuenta con un administrador de respaldo – Acfin S.A. – quien tiene la responsabilidad de consolidar, validar y respaldar la información relacionada con la gestión de los activos que conforman el patrimonio separado. En la actualidad *Clasificadora de Riesgo Humphreys Ltda.*, mantiene una clasificación en *Categoría CA2* para Acfin S.A. en su calidad como "Administrador de Respaldo"<sup>3</sup>, lo cual refleja una posición más que adecuada en cuanto a la capacidad que tiene para realizar las funciones propias de su negocio.

Con respecto a la aplicación misma del modelo evaluativo utilizado por *Humphreys*, en éste se han considerado, entre otras variables, las características particulares de los activos a securitzar, tipos de viviendas a financiar y el perfil de pago de los deudores, las políticas de suscripción de contratos aplicadas por el originador y la capacidad de cobranza y de gestión del administrador.

De esta forma, de acuerdo con un proceso dinámico aplicado por *Humphreys* (simulaciones a través del Método de Montecarlo), la cartera securitzada fue sometida a pérdidas que fluctuaron entre 3,22% y 16,85% con una media de 12,2%. En el presente patrimonio separado, esta pérdida es absorbida prioritariamente por el sobrecolateral implícito en la estructuración, el cual está dado por el diferencial de tasas de interés entre los activos y los pasivos que conforman el patrimonio separado.

La clasificación de los bonos series A, B y D en *categoría AA* y de los bonos series C y E en *categoría C* se basan, principalmente, en los siguientes factores:

- El sobrecolateral ofrecido por la estructuración, el cual está representado por el diferencial de tasas entre los activos y pasivos que conforman el patrimonio separado. Los activos securitzados, en promedio, rentan un 11,38% anual y los pasivos están emitidos a una tasa del 6,3% y 5,0% anual (serie preferente).
- La existencia de un marco legal y contractual adecuado que permite aislar el riesgo de los activos mediante una clara delimitación de los derechos y obligaciones del patrimonio separado, de su administrador, de la sociedad securitizadora y de los tenedores de los bonos.
- Dado el sobrecolateral existente, los bonos serie preferente presentan una pérdida probable esperada de 0,10% (ello bajo el contexto de los supuestos utilizados por *Humphreys* y explicados más adelante).

<sup>2</sup> Humphreys califica la Calidad de la Administración en una escala que va desde CA1 (asignada a sociedades con una fuerte capacidad de administración) a CA5 (para sociedades que evidencian debilidades para ofrecer el servicio de administración). En este sentido, Categoría CA3 se asigna a sociedades con una adecuada posición en cuanto a su capacidad para ejercer la función de administrador, pero susceptible de deteriorarse ante cambios internos o del entorno.

<sup>3</sup> En el mercado chileno la función realizada por Acfin S.A. es conocida como de Administrador Maestro.



Clasificadora de Riesgo

HUMPHREYS LTDA.

An affiliate of

MOODY'S INVESTORS SERVICE

- La capacidad del patrimonio separado de generar los excedentes necesarios para dar cumplimiento a todos los gastos y servicios a precio de mercado asociados con la emisión, incluida la eventualidad de sustitución del administrador de la cartera. En este sentido, cabe considerar la formación inicial de un fondo de liquidez de UF 39.000, con cargo a la colocación del bono del segundo patrimonio separado, como reserva para solventar ciertos gastos del patrimonio y el retiro de excedentes en caso de incorporación de este patrimonio al patrimonio separado uno de la securitizadora. Actualmente este fondo, descontado el retiro por fusión, es de UF 37.896.
- La calidad de la originación, la cual se enmarca dentro de los parámetros de exigencia prevalecientes en el mercado y la experiencia del originador en la administración de los activos.
- La ausencia de riesgo inflacionario que conlleva el hecho que el flujo de los activos y pasivos del patrimonio separado estén expresados en UF.
- En cuanto a los bonos series C y E, éstos han sido clasificados en categoría C dada su calidad de subordinados y a la mayor probabilidad de pérdida que pueden sufrir los tenedores de estos títulos.

## Definición Categoría de Riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

### Categoría C

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

## Estructura del Patrimonio Separado

El patrimonio separado está conformado por 1.123 Contratos de Leasing Habitacional (1.094 Leasing Clásico y 29 Leasing Futuro<sup>4</sup>) y 163 Mutuos Hipotecarios Endosables. Por su parte, el pasivo lo constituyen las obligaciones de los títulos de deuda originadas por los bonos preferentes o "senior" series A, B y D y por los títulos subordinados correspondientes a las series C y E. Estos bonos serán pagados exclusivamente por los flujos que generen los activos del patrimonio separado y la rentabilidad de los eventuales excedentes de caja.

Las series C y E reciben el nombre de "junior" o "subordinada" por cuanto su pago se encuentra subordinado al pago de las series preferentes. Desde otro punto de vista, estas series serán pagadas con los excedentes disponibles una vez que se hubiesen pagado la totalidad de las obligaciones generadas por la emisión de los bonos preferentes.

La emisión total de los títulos de deuda securitizados asciende a UF 1.091.000, divididos en UF 1.013.000 para la serie preferente y en UF 78.000 para la serie subordinada. El valor nominal total de los activos que respaldan la presente emisión asciende a UF 842.121,64. Bajo este contexto, el sobrecolateral del patrimonio separado está dado por el spread existente entre las tasas de interés implícitas de los activos y la tasa de "carátula" de los títulos de deuda de las diferentes series preferentes. Dado esto, el pago de los bonos está supeditado al pago de los activos y a la capacidad que tenga la estructuración del patrimonio separado para capturar el exceso de spread al cual se hizo referencia con anterioridad.

Las obligaciones de las series preferentes A, B y D son por un valor nominal total de UF 1.013.000, con tasa de interés fija de 6,3% anual para las dos primeras y 5,0% anual para la última y pagos de amortización de capital e intereses en forma trimestral y vencida. Por otra parte, la serie subordinada consiste en dos bonos subordinados, series C y E, por un valor de UF 78.000, los cuales contemplan una tasa de interés fija de 7,0% y 7,5% anual respectivamente y un sólo pago de capital e intereses en abril de 2024.

<sup>4</sup> Los contratos de Leasing Futuro contemplan dos etapas de pago con cuotas de pago distintas, siendo las de una primera etapa menores en monto.



**Clasificadora de Riesgo**

**HUMPHREYS LTDA.**

*An affiliate of*

**MOODY'S INVESTORS SERVICE**

---

Dado los flujos teóricos y la estructura de tasas de los activos y pasivos que conforman el patrimonio separado, los bonos preferentes tienen un mejoramiento teórico de 24,04%; esto quiere decir que los flujos mensuales aportados por los activos securitizados durante toda su vigencia, excluidos los recursos en efectivo existente a la fecha, sobrepasan en 24,04% al monto requerido para pagar la totalidad de los pagos de las series preferentes, bajo el supuesto que todos los ingresos provenientes de los contratos de leasing y mutuos hipotecarios se perciben en los plazos originalmente estipulados en sus respectivos contratos.

Por otra parte, en caso de prepago parcial o total de un Contrato de Leasing Habitacional o Mutuo Hipotecario Endosable, sea de manera voluntaria o de otra índole, la escritura de emisión de los bonos establece la posibilidad de sustituir los activos prepagados por otros de similares características o, en su defecto, proceder al prepago de los bonos preferentes. Estas cláusulas tienen como fin el no afectar el flujo futuro de los activos que respaldan la presente emisión y de minimizar el impacto en el calce de los activos con el de los pasivos.

Por último, el patrimonio separado podrá rescatar anticipadamente y por sorteo los títulos de la serie senior o realizar un prepago de la totalidad de éstos, hasta el valor acumulado en el Fondo para el Prepago de los Títulos de Deuda. Para esto, el día 15º previo a cada vencimiento de cupón de los títulos de la serie senior el valor del fondo deberá superar el equivalente de UF 2.000.

El Patrimonio Separado tendrá un registro de sus ingresos, separándolos en las siguientes cuentas:

- Fondo de Prepagos: incluirá los pagos anticipados, totales o parciales, de uno o más de los activos del Patrimonio Separado, incluidas las comisiones de prepago y deducidos los gastos que se originen en el prepago;
- Fondo de Recuperación: incluirá los ingresos provenientes del ejercicio de acciones judiciales o extrajudiciales par la liquidación de los respectivos activos, incluida la liquidación o venta de las garantías hipotecarias y de las viviendas, a causa de encontrarse el Activo respectivo, en cartera vencida, deducidos todos los gastos de mantención, liquidación o venta de las viviendas, primas de seguros, contribuciones territoriales u otros gastos asociados a las respectivas viviendas, los gastos judiciales, costas personales y procesales;
- Ingresos Patrimonio Separado: todos los ingresos no contemplados anteriormente;
- Fondo de Acumulación de Flujos de Activos: el día 15º previo a cada vencimiento de cupón de los títulos de deuda de la serie señor, se deduce de la cuenta Ingresos del Patrimonio Separado los siguientes valores: i. montos necesarios para el siguiente pago de cupones de la serie señor, ii. Gastos del Patrimonio Separado por devengar entre la fecha de cálculo de este fondo y el próximo pago de cupones de la serie señor, iii. gastos del Patrimonio Separado devengados y aun no pagados a la fecha de cálculo de este fondo, iv. la suma de UF 5.000.

Los mecanismos de rescate anticipado se deberán ejecutar por la Securizadora cuando el resultado de la suma del monto acumulado en las cuentas Fondo de Prepagos y Fondo de Recuperación supere el equivalente de UF 5.000.

En el caso de los bonos subordinados, se establece que éste se pagará anticipadamente, si y solo si, se haya realizado el servicio completo de las series preferentes.

---

## **Análisis del Patrimonio Separado**

El análisis de *Clasificadora de Riesgo Humphreys Ltda.* involucra una “revisión operativa” a los originadores de los activos que conforman el patrimonio separado. Este proceso contempla entrevistas con los principales ejecutivos de la sociedad, análisis de los procedimientos y políticas de suscripción de contratos y de cobranza de la institución, evaluación del comportamiento de la cartera de activos del originador y revisión aleatoria de las carpetas que respaldan la aprobación y otorgamiento de los contratos.

Este análisis preliminar permite, en primera instancia, pronunciarse respecto a si es posible determinar el riesgo de la cartera a securizar y, en segunda instancia, establecer los supuestos de las principales



**Clasificadora de Riesgo**

**HUMPHREYS LTDA.**

*An affiliate of*

**MOODY'S INVESTORS SERVICE**

---

variables que afectarán el comportamiento de la cartera bajo los distintos escenarios esperados durante la vigencia del bono.

---

## **Análisis Cuantitativo Clasificadora de Riesgo Humphreys**

---

### ***Etapa I***

El análisis cuantitativo aplicado en la Etapa I tiene como objeto determinar el mejoramiento crediticio que debe presentar la cartera de activos a securitzar, entendiendo por aquel al porcentaje mínimo de flujos de los activos entregados en exceso para cubrir las eventuales pérdidas que necesariamente debieran esperarse en los contratos de leasing y mutuos hipotecarios. Este porcentaje mínimo cubre sólo el riesgo por “*default*” que presenta la cartera securitzada, sin considerar el mejoramiento crediticio necesario para hacer frente a la pérdida potencial de colateral por concepto de prepagos.

Para la medición del mejoramiento crediticio se utiliza la metodología y parámetros aplicados por *Moody's Investors Service* en el mercado europeo, ello con la debida adaptación a las características propias del mercado hipotecario chileno.

Este análisis supone que existen condicionantes que afectan la recuperabilidad de un crédito, siendo la más relevante la relación entre el saldo insoluto de la deuda y el valor del bien raíz entregado en garantía. No obstante, se considera además que la probabilidad de recuperabilidad también se ve afectada, entre otras variables, por el destino de la vivienda financiada, el plazo del crédito, el precio de la vivienda en relación con su ubicación, el porcentaje de cuotas pagadas, la carga económica que representa el dividendo mensual para el deudor, la ocupación de la persona y el comportamiento histórico de éste.

De esta forma, la suma de las características propias de cada uno de los activos que conforman el patrimonio separado determina el mejoramiento crediticio que requiere el patrimonio separado, que para el caso de Concreces asciende a 10,71%, ello independientemente de la forma en que se hubiese estructurado el bono.

### ***Etapa II***

El análisis cuantitativo aplicado por *Humphreys* en la etapa II tiene como objetivo determinar cual es la probabilidad que el capital y los intereses del bono, sean pagados en los términos de plazo y monto acordados. Para ello, *Clasificadora de Riesgo Humphreys* asume que durante el período de vigencia del bono la economía estará afectada por cuatro escenarios distintos (normal, positivo, negativo 1 (leve) y negativo 2 (profundo)).

Estos escenarios tienen diferente probabilidad de ocurrencia y se suceden en el tiempo aleatoriamente. Para cada uno de ellos se han definido distintos niveles de morosidad (inferior a 90 días), tasa de *default* (superior a 90 días) y prepagos; factores que en definitiva influyen en el flujo futuro esperado de la cartera.

Asimismo, para la morosidad, *default* y prepagos se han supuesto rangos de variabilidad que se distribuyen uniformemente en el tiempo. En forma similar se ha procedido a determinar el plazo de ejecución de los *default* y los montos recuperados, trabajándose aquí con una distribución normal acotada.

Para determinar los niveles de morosidad y de *default* y la desviación estándar de las mismas, se ha observado, entre otros aspectos, el comportamiento pasado de la cartera global y a securitzar del originador; la antigüedad de las operaciones, las políticas de crédito y su nivel de cumplimiento, la capacidad de cobranza, en especial en épocas de crisis; el nivel de endeudamiento de los deudores; el perfil socio-económico de los mismos; y el propósito y la concentración geográfica de las viviendas.

Los prepagos consideran, entre otros aspectos, la antigüedad de la cartera, los saldos insoluto vigentes, el perfil socio-económico, edad de los deudores y la tasa de interés de los créditos.



Clasificadora de Riesgo

HUMPHREYS LTDA.

An affiliate of

**MOODY'S INVESTORS SERVICE**

Para la determinación de la recuperabilidad de los créditos en *default* se considera el valor de las viviendas, su grado de depreciación, la relación entre saldo insoluto y tasación comercial del inmueble, aspectos cualitativos del originador, la garantía estatal para los casos en que ésta se aplica y otros aspectos similares.

Determinados los parámetros y variables que influyen en el patrimonio separado, *Humphreys* –mediante el Método de Montecarlo– realiza 10.000 iteraciones aleatorias que simulan igual cantidad de escenarios, con lo cual se determina estadísticamente la probabilidad de *default* de los bonos y la pérdida esperada para los inversionistas.

A continuación se presenta un cuadro detallando el nivel de morosidad, *default* y prepagos anuales alcanzados por los activos securitzados en los respectivos escenarios de la economía.

**Supuestos Utilizados en la Clasificación**

Escenarios	Morosidad		Default		Prepago		Probabilidad Ocurrencia
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	
Normal	6,3%	13,5%	0,6%	1,4%	1,0%	2,2%	35%
Positivo	3,2%	8,1%	0,5%	0,8%	3,1%	8,9%	20%
Negativo 1	12,6%	36,0%	1,8%	3,6%	0,5%	3,0%	25%
Negativo 2	36,0%	90,0%	4,5%	9,0%	0,6%	1,8%	20%

Plazo de Liquidación de Vivienda: promedio 18 meses, con mínimo de 13 meses y un máximo de 24 meses.

Los supuestos aplicados implican que el modelo simula que en promedio, durante la vigencia de los bonos, el 21,87% caerá en “*default*”, con un máximo de 46,80% (medido en función del saldo insoluto). Con respecto a los prepagos, el modelo trabaja con una tasa acumulada promedio del 19,22% (con un máximo de 32,47%).

Los flujos mensuales netos de morosidad, *default*, prepagos, gastos propios del patrimonio separado y de las obligaciones preferentes de títulos de deuda, son invertidos en papeles y/o depósitos con una rentabilidad entre un 3% y un 4% real anual. Éstos son administrados por la securizadora, quien podrá encargar esta gestión a una institución autorizada y con la capacidad operacional para hacerlo.



Clasificadora de Riesgo

HUMPHREYS LTDA.

An affiliate of

**MOODY'S INVESTORS SERVICE**

## Resumen Patrimonio Separado Fusionado

<b>Estructura Bonos</b>	
Tipo de Estructura	: Senior / Subordinada
Monto Total	: UF 1.091.000
Emisor	: Boston Securitizadora S.A.
Administrador Activos Securitizados	: Concreces S.A.
Custodio Activos Securitizados	: BankBoston N.A.
Banco Pagador	: BankBoston N.A.
Representante de los Títulos de Deuda	: Banco de Chile
Fecha Inicio	: 25 de octubre 2004
Pago Interés y Capital Series A y B	Trimestral a partir de 25 de agosto de 2003 (78 cupones)
Pago Interés y Capital Serie D	Trimestral a partir de 25 de octubre de 2004 (78 cupones)
Pago Interés y Capital Series C y E	Integramente en 25 de abril de 2024
<b>Activos Securitizados</b>	
Originador Activos	: Concreces Leasing S.A. e Hipotecaria Concreces S.A.
Entidades Recaudadoras	: Concreces Leasing S.A. e Hipotecaria Concreces S.A.
Valor Contable Activos	: UF 842.121,64
Número de Activos	: 1.123 CLH, 163 MHE
<b>Características Activos</b>	
Contratos de Leasing Habitacional Directo	: Tasa Fija, Arriendo Mensual, Ahorro Acumulado (ahorro mensual + subsidio trimestral) para uso de opción de compra.
Contratos de Leasing Habitacional Futuro	: Tasa Fija, Arriendo Mensual, Ahorro Acumulado (ahorro mensual + subsidio trimestral) para uso de opción de compra. Hay dos valores de cuota durante la vigencia del crédito, siendo la de una primera etapa de menor valor.
Mutuos Hipotecarios Endosables	: Tasa Fija, Pago Mensual, Amortización Completa

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."