

Feller-Rate



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACION

SECURITIZADORA SECURITY S.A. Cuarto Patrimonio Separado

Octubre 2002

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

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

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

Feller-Rate

CLASIFICADORA DE RIESGO

SECURITIZADORA SECURITY S.A.

SERIE A	AA
SERIE B	BBB
SERIE C	C

Cuarto Patrimonio Separado

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

Clasificaciones *

Bonos Serie A

Nueva Emisión

Octubre 2002

AA

Bonos Serie B

Nueva Emisión

BBB

Bonos Serie C

Nueva Emisión

C

* Significado de las categorías de clasificación en anexo página 18

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización.

Emisor: Securitizadora Security S.A.

Fecha contrato de emisión: 30 de octubre de 2002.

Monto total: UF 1.108.000

Serie A: UF 950.000 Serie B: UF 58.000

Serie C (subordinada): 100.000

Plazo: Serie A: 88 cuotas trimestrales

Serie B: 1 cuota al vencimiento de la serie A

Serie C. 1 cuota al vencimiento de la serie B

Tasa de interés bonos: 6,0%.

Colateral: 1.100 contratos de Leasing Habitacional con AFV, con un valor par de UF 785.654.

Tasa interés promedio implícita de los activos: 10,8%.

Originador y administrador primario: Inmobiliaria Mapsa S. A.

Administrador maestro: Securitizadora Security S.A.

Representante tenedores: Banco de Chile.

Mejoramientos crediticios externos: No hay.

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a los títulos de deuda se fundamenta en las protecciones crediticias otorgadas por la subordinación entre las series y el nivel sobrecolateralización, que permiten soportar severos escenarios de stress. Se fundamenta, además, en la adecuada estructura legal, operativa y financiera de la transacción, así como en la capacidad de administración de los agentes que participan en la gestión del colateral y del patrimonio separado.

El flujo generado por los activos es suficiente para cubrir oportunamente los costos generados por el patrimonio separado y las obligaciones contraídas con los títulos de deuda, en los escenarios de crisis

asociados a las clasificaciones asignadas. Los flujos netos positivos generados por los diferenciales de tasa permiten la formación de un fondo de reserva, que se constituye como una garantía adicional para el pago de las series.

La cartera de activos de respaldo está conformada por contratos de leasing habitacional con AFV originados por Inmobiliaria Mapsa S.A. Esta institución mantendrá la administración primaria del colateral.

Feller Rate evalúa a Inmobiliaria Mapsa en su calidad de originador y administrador de activos financieros en *Más que Satisfactorio* *. La empresa muestra experiencia, eficiencia y competencia en la originación de contratos. Sus políticas y procedimientos de recaudación y cobranza se caracterizan por una alta automatización de sistemas y controles efectivos de los entes externos, con buena oportunidad de cobro y adecuado conocimiento del mercado objetivo y de su comportamiento de pago.

La administración maestra será realizada por la securitizadora, que opera actualmente tres patrimonios separados respaldados por este tipo de activos. La entidad ejerce en forma proactiva sus funciones de monitoreo y control sobre el desempeño de los administradores primarios y administra adecuadamente los excedentes de caja.

En el contrato de emisión se han definido claramente las características de la subordinación entre los títulos de deuda, las políticas de inversión de los excedentes de caja y los gastos máximos del patrimonio separado. Del mismo modo, el contrato de administración establece las obligaciones y derechos de las partes, así como las causales de término anticipado.

La serie C fue estructurada sobre la base de los flujos teóricos de la cartera por lo que no resiste ningún stress. Esto es consecuente con una clasificación en nivel de riesgo C.

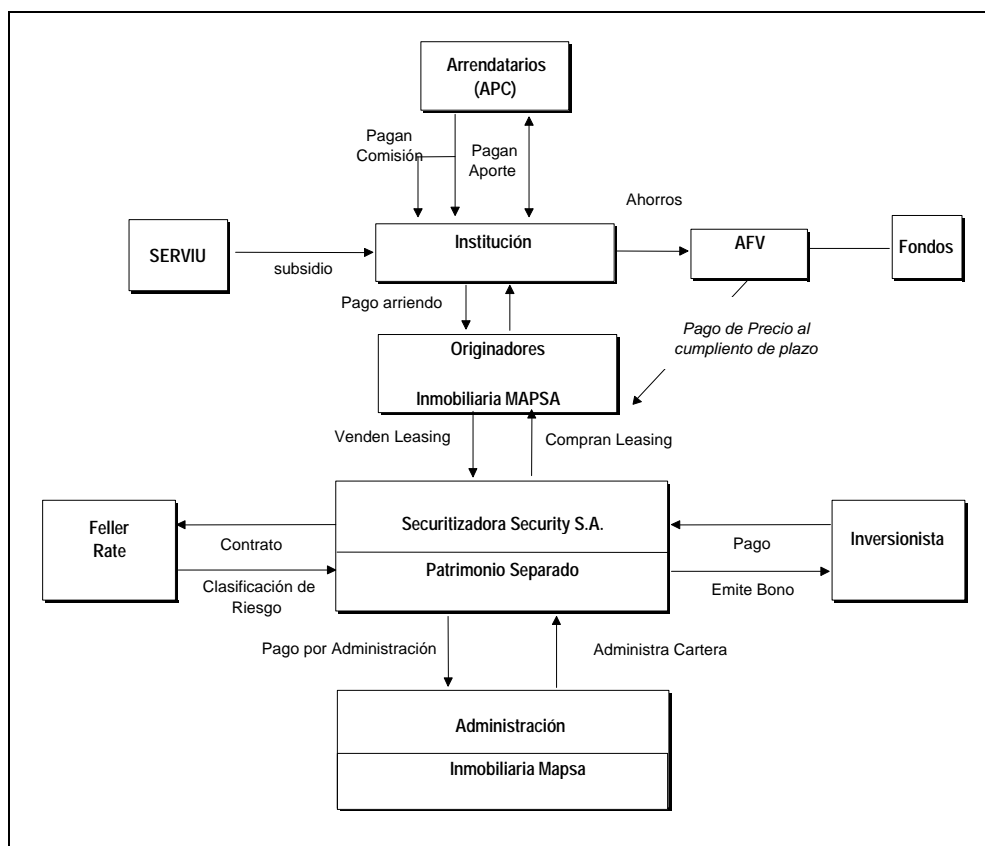
Cuarto Patrimonio Separado

ESTRUCTURA DE LA EMISION

Características generales de la emisión

La cuarta emisión de bonos de securitización de Securitizadora Security S.A. está conformada por tres series de títulos, respaldadas por una cartera de 1.100 contratos de leasing habitacional con AFV. Los activos son originados por Inmobiliaria Mapsa S.A., entidad que mantendrá la administración primaria de los activos.

Diagrama simplificado de la estructura de esta emisión



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

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

Bajo la modalidad de leasing con AFV, el arrendatario firma un contrato con una institución, donde realiza aportes mensuales. Dicha institución distribuye el total del monto cancelado por el arrendatario de la siguiente forma: paga el arriendo a

Cuarto Patrimonio Separado

la sociedad securitizadora, cobra para sí una comisión de administración de los fondos y coloca la diferencia en una cuenta de ahorro individual en una administradora de fondos para la vivienda (AFV), que invertirá en el mercado de capitales el dinero acumulado. Para ello, las AFV tienen similares obligaciones, derechos y limitaciones que las AFP.

Los pagos de arriendos mensuales y los pagos de precio pactados, en la medida que se vayan realizando, los recibirá la sociedad securitizadora. Cuando se completa en la AFV un monto igual al precio de compraventa, se resuelve el contrato de arriendo y se celebra un contrato de venta de la vivienda.

El arrendatario puede obtener subsidio habitacional por parte del Estado en forma inmediata. Este subsidio, a diferencia del subsidio habitacional tradicional, será desembolsado trimestralmente y está condicionado a la continuidad en los pagos del arrendatario.

Al igual que en el caso de mutuos hipotecarios, la ley contempla una garantía estatal en caso de incumplimiento. Esta garantía sólo opera para viviendas inferiores a UF 900, y en el caso que la suma del saldo en la cuenta de AFV, el pie y el subsidio en valor actual, sea al menos el 25% del valor de la vivienda pactado en el contrato.

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

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

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

Cuarto Patrimonio Separado

Descripción del emisor

Securitizadora Security S.A. es una sociedad anónima constituida por escritura pública el 21 de octubre de 1997 e inscrita en el registro de Valores de la Superintendencia con fecha 1 de abril de 1998.

La entidad comenzó sus operaciones en febrero de 2000 y a la fecha registra tres operaciones de securitización. Todas por alrededor de UF 500.000, con clasificación AA para las series preferentes y contratos de leasing habitacional con AFV como activos de respaldo. Los originadores han sido Inmobiliaria Mapsa S.A., en dos ocasiones, y BBVA Sociedad de Leasing Inmobiliario BHIF S.A.

La existencia de Securitizadora Security S.A. se enmarca dentro de la activa participación del Grupo Security, en el sector financiero, asegurador e inmobiliario, que involucra entre otros negocios: banca, corretaje de valores y seguros, fondos mutuos, seguros de vida y generales, leasing, factoring, merchant, asesorías financieras, viajes y turismo.

La solvencia de Grupo Security está clasificada por Feller Rate en *A/perspectivas estables*, con base en la dependencia de sus flujos de los dividendos provenientes de sus filiales, las que se concentran en mercados regulados, áreas financieras y de seguros.

Su principal inversión, por activos como por ingresos, es Banco Security, de definida orientación hacia empresas grandes y medianas y personas de altos ingresos (ABC1). Feller Rate califica a la entidad en *AA-/ Estables/ Nivel1+*, con base en su buena administración de riesgos y sus favorables niveles de eficiencia por unidad de activo. Ello compensa, en parte, los menores márgenes brutos, producto de un mercado objetivo de bajos spreads. Adicionalmente, se considera la estabilidad de la administración superior y la menor diversificación de las operaciones activas y pasivas.

A diciembre de 2001, los doce mayores accionistas de Grupo Security correspondían a sociedades de inversión vinculados con los controladores, que representaban el 71% de la propiedad. Aproximadamente, el 80% de su patrimonio está controlado por cuatro grupos de accionistas: *i)* directivos y ejecutivos del Grupo Security y sus empresas filiales; *ii)* algunos inversionistas relacionados al grupo Sigdo Koppers; *iii)* familia Marín Correa y *iv)* familia Berndt.

CALIDAD CREDITICIA DEL COLATERAL Y GARANTÍAS

Proceso de originación

Feller Rate realizó una evaluación del proceso de originación de Inmobiliaria Mapsa, que incluyó una revisión de los antecedentes del área de crédito, sus políticas y procedimientos crediticios.

Inmobiliaria Mapsa

Inmobiliaria Mapsa se orienta exclusivamente al financiamiento de viviendas a través de leasing habitacional, con modalidad de AFV, y su posterior securitización y administración. Esto último comprende la gestión integral de cobranza y la recuperación de bienes.

Cuarto Patrimonio Separado

Su accionar comercial se centra principalmente en la Región Metropolitana, con un 80% de las operaciones, porcentaje que ha disminuido por la mayor actividad de sus oficinas de Viña del Mar y Concepción y por los convenios con cajas de compensación y otras entidades afines para otras regiones.

La industria en la cual desenvuelve su quehacer es de reciente creación, así los partícipes divulgaron el producto y adquirieron experiencia en el otorgamiento y administración. También fue necesario que se desarrollara el financiamiento de largo plazo, a través de securitización de los contratos.

Por tales razones, hasta mediados de 1998, la empresa creció moderadamente, comenzando a aumentar su actividad paulatinamente a partir de 1999. Desde entonces, Mapsa lidera la originación de contratos con una participación de mercado del orden del 30%.

En lo organizacional, la empresa estuvo inmersa en cambios significativos para adecuarse a una escala de mayor actividad y complejidad de su operación. Ello pasó por la implementación de nuevos sistemas, formalización de procedimientos y adecuación de su estructura comercial.

Su posición financiera se ha visto fortalecida en la medida que ha alcanzado un nivel de actividad que sustenta sus costos, en caso de disminuciones en el flujo de originación de contratos. Ello se refuerza con sus buenos niveles de capitalización y el apoyo que le otorgan sus propietarios.

En los años 2000 y 2001, la entidad participó en dos operaciones de securitización de Securitizadora Security S.A., traspasando cerca de 1.000 contratos por un valor par en torno de UF720.000.

Las fortalezas de la inmobiliaria se sustentan en su orientación exclusiva, en la especialización y en la experiencia de sus propietarios y administración superior en el financiamiento al segmento de ingresos medios de la población y administración de cartera de activos hipotecarios.

Propiedad

Los principales accionistas de Mapsa son Consultora y Comercial MP (87,5%) e Inmobiliaria Ecuamar (12,5%). Estas sociedades son propiedad, en distintas proporciones, de NALAC S.A. e Inmobiliaria y Constructora Lo Barnechea S.A., empresas de larga trayectoria y experiencia en los sectores de la construcción, financiero, inmobiliario y seguros, entre otros.

NALAC posee inversiones en captación de aguas, construcción e ingeniería, importación y arriendo de maquinarias, seguros y sociedades inmobiliarias. En el ámbito financiero, NALAC controla el 68,5% de Aseguradora Magallanes S.A., clasificado en *A/En desarrollo* por Feller Rate, y posee el 10% de Solución Financiera de Crédito del Perú S.A., división de consumo del Banco de Crédito del Perú.

Los accionistas de esta sociedad de inversiones crearon Financiera Fusa en 1975 y después de 20 años vendieron la entidad al Banco Santander-Chile. La cartera de clientes de la financiera alcanzó a 300.000 deudores, un 10% de los cuales eran hipotecarios. Su participación en el mercado de financiamiento para la vivienda fue del orden del 2,2% y los préstamos hipotecarios otorgados estuvieron dirigidos a segmentos de la población de ingresos medios a bajos.

Cuarto Patrimonio Separado

Inmobiliaria y Constructora Lo Barnechea es una sociedad de inversiones con socios en común con NALAC. Sus inversiones están vinculadas al ámbito del arriendo de maquinarias, construcción e ingeniería.

Administración

Los directores de Inmobiliaria Mapsa participan activamente en la marcha de la empresa. La estructura administrativa es liviana, compartiendo parte de las actividades con su matriz (contraloría, gerencia general, legal y recursos humanos), con lo que se buscan sinergias que redunden en ahorro de costos. También subcontrata con terceros los servicios legales de estudio de títulos, tasación, recaudación y cobranza prejudicial y judicial.

La gerencia de operaciones tiene a su cargo el control de gestión, operaciones, la recaudación y cobranza de los deudores en mora y judicial; en tanto, la gerencia comercial concentra la gestión comercial y de recursos humanos y la evaluación crediticia.

La administración es centralizada recayendo en los ejecutivos superiores, cuya antigüedad en la compañía data desde sus inicios. Asimismo, la administración superior tiene una dilatada experiencia en la industria de servicios financieros y participación en otras empresas productivas y de servicios.

Políticas y procedimientos crediticios

Su proceso crediticio es centralizado, sustentándose en el conocimiento de la administración. La empresa muestra experiencia, eficiencia y competencia en la originación de contratos. Las funciones comerciales y crediticias radican en la gerencia comercial, manteniéndose mecanismos de control que le otorgan un adecuado balance entre las decisiones crediticias y comerciales.

El mercado objetivo está constituido, principalmente, por trabajadores dependientes e independientes, con una fuente de ingresos estable (un año o más de antigüedad) e ingresos mensuales del grupo familiar entre los \$ 260.000 y \$ 700.000. No se otorga financiamiento a individuos cuyos ingresos provengan del sector informal. El financiamiento se orienta a viviendas nuevas o usadas con valores entre UF 500 y UF 1.500 y acceso al subsidio habitacional.

Su política crediticia está definida en un manual de crédito, complementándose con pautas crediticias. Los parámetros establecidos consideran los requisitos y variables estándares para el otorgamiento de créditos para la vivienda. Además, el tratamiento de los ingresos y de la carga financiera, así como la moralidad crediticia es más riguroso que el de otras empresas del sector, si bien la relación carga financiera/ingresos permitida es más alta.

La aplicación de la política de créditos y procedimientos fue verificada por Feller Rate mediante la revisión de una muestra de carpetas de contratos de leasing habitacional. De esta revisión se obtuvieron las siguientes observaciones:

- Los antecedentes del deudor y de la vivienda estaban completos e incluían la información del codeudor solidario y/o cónyuge, cuando correspondía. Los documentos sustentatorios conservaban un buen orden.
- La evaluación del crédito respecto al comportamiento crediticio histórico (morosidad, deudas vencidas o castigos y/o protestos y aclaraciones) era estricta.

Cuarto Patrimonio Separado

En general, los deudores mostraban un buen comportamiento crediticio en el momento del otorgamiento del contrato.

- La minuta de crédito incluía detalle del cálculo de la carga financiera y de la renta. Estos eran bastante claros y precisos.
- La calidad de los informes de tasación estaba de acuerdo a la media de la industria.

En resumen, el muestreo de carpetas demostró una buena correspondencia entre las políticas y procedimientos teóricos y los efectivamente realizados.

Desempeño histórico

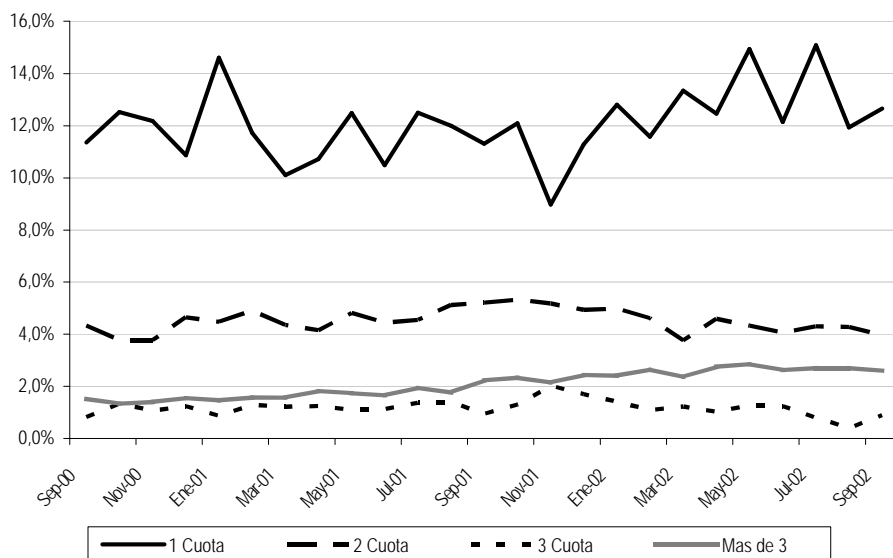
La cartera de contratos de leasing habitacional de Inmobiliaria Mapsa presenta un buen desempeño en el período comprendido entre septiembre de 2000 y de 2002, comparándose sus índices de morosidad favorablemente con los de otras sociedades de leasing habitacional.

Desde fines de 2001, la morosidad de una cuota, la más abultada, ha tendido a aumentar para ubicarse entre 12% y 14%. Este indicador está influenciado por el comportamiento de pago del sector al que se orientan estos créditos, que exhiben cierto rezago en el cumplimiento de sus obligaciones. Contribuye también, el ajuste económico que ha mermado los ingresos de algunos arrendatarios.

Los contratos con dos y tres cuotas atrasadas mostraron cierta estabilidad en el período de análisis, ubicándose la mora en torno al 4,5% para el segundo tramo y al 1,2% para el tercer tramo.

Los contratos en mora dura, superior a tres o más cuotas, exhibieron una tendencia al alza, propia de una cartera en maduración. Durante 2002, los índices de morosidad de este tramo han fluctuado alrededor del 2,7%.

Evolución morosidad



Cuarto Patrimonio Separado

Proceso de compra

Se realizaron estudios sobre la cartera, actualizándose el informe de DICOM de una muestra relevante de contratos y se reemplazaron operaciones con deudores que mostraban problemas de comportamiento de pago.

El estudio de abogados Cruzat Ortúzar & Mackena revisó los aspectos legales de transferencia de los contratos concluyendo que tienen los resguardos suficientes, pues permiten traspasar a Inmobiliaria Mapsa S.A., los efectos que pudieran tener eventuales vicios de las propiedades, limitando el riesgo de las series preferentes que se emitan, exclusivamente a los riesgos financieros de deterioro de la cartera debido a ciclos recesivos.

Características del colateral

Las principales características de la cartera de activos que respalda la emisión son las siguientes:

Resumen de la cartera

(31 de agosto de 2002)

Valor total contratos (UF)	785.654
Número de contratos	1.100
Valor garantía (*) (UF)	785
Ahorro inicial / garantía mínima (*)	8,8%
Ahorro actual / garantía mínima (*)	10,7%
Tasa de arriendo Implícita (*)	10,8%
Plazo residual en meses (*)	219
Aporte / renta (*)	19,4%
Carga financiera / renta (*)	31,5%
Porcentaje de contratos con subsidio (**)	79,2%
Porcentaje de la cartera con morosidad actual (**)	4,8%

(*) promedios ponderados por precio pactado en contrato
 (**) en número de operaciones

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

ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

Administración primaria de activos

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

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

Cuarto Patrimonio Separado

Inmobiliaria Mapsa

Sus procedimientos de cobranza prejudicial y judicial son comparativamente mejores que los de otros agentes administradores. Dichos procesos se caracterizan por una alta automatización de sus sistemas, controles efectivos de los entes externos, con buena oportunidad de cobro y adecuado conocimiento del mercado objetivo y de su comportamiento de pago.

Antecedentes del área

La emisión y recaudación de los arriendos, así como la cobranza de los deudores en mora, esto es, la prejudicial y judicial, dependen de la gerencia operaciones. Estas funciones son efectuadas por proveedores externos, en tanto las respectivas áreas internas de la inmobiliaria son las responsables de procesar y controlar la labor de los terceros.

La recaudación de los arriendos está a cargo de Los Andes Caja de Compensación, Los Héroes Caja de Compensación y el Banco del Estado de Chile. Estas entidades tienen experiencia en la administración de grandes volúmenes de pagos.

La cobranza prejudicial está a cargo de dos empresas externas, controladas desde la inmobiliaria. El servicio incluye aviso por correspondencia, llamada telefónica, actualización de la información de los deudores con problema, antecedentes del retraso y convenios para actualizar los arriendos. La cobranza judicial está a cargo de abogados externos, con control al interior de la empresa.

Procedimientos

La inmobiliaria envía los antecedentes para la emisión de los arriendos a los entes recaudadores, los que se encargan de distribuirlos a los arrendatarios. El principal recaudador es Los Andes, recolectando cerca del 90% de los arriendos. La liberación de los fondos recibidos es diaria, con un desfase de dos días desde la recaudación.

La cobranza desde 1 día de atraso hasta 30 días está asignada a la empresa relacionada Consultora y Comercial MP S.A. Sobre una cuota morosa es una empresa externa de cobranza la que otorga el servicio. Los honorarios de esta empresa están en función de los arriendos cobrados antes del vencimiento de la tercera cuota.

La industria, y en especial Mapsa, ha ido adquiriendo experiencia en la cobranza judicial. Ello ha redundado en una disminución de los tiempos de recuperación de los activos. Esta cobranza está a cargo de abogados externos, con coordinación de ejecutivos de la inmobiliaria.

El comité de riesgo y cobranza se reúne quincenalmente. Participan dos directores y el cuerpo gerencial. En esta instancia se analiza la evolución de la morosidad de las carteras bajo administración y propia, se evalúa la gestión de cobranza y los casos problemáticos.

Sistemas

La empresa transfiere por medios electrónicos la información relativa a la recaudación, agilizando el procesamiento y atenuando los errores y duplicidades que se

Cuarto Patrimonio Separado

producen en la manipulación de datos. Los otros recaudadores aún tienen procesos con relativa baja automatización.

A mediados de 2001, Inmobiliaria Mapsa completó la instalación de su módulo de cobranza, que se caracteriza de alta automatización y control de las distintas etapas y entes que participan en los procesos de cobranza prejudicial y judicial. Ello le otorga capacidad para administrar un mayor volumen de activos, manteniendo una buena gestión de cobranza. Sus sistemas operativos soportan la administración de un volumen equivalente a 10.000 contratos. No obstante, su plataforma tecnológica le permite con una baja inversión ampliar su capacidad.

Contrato de administración

La securitizadora establecerá un contrato de administración con la inmobiliaria que define claramente las obligaciones y facultades que asumen las partes.

La función de administrador será intransferible e indelegable sin el consentimiento previo y escrito de Securitizadora Security y del Representante de los Tenedores de Títulos de Deuda, sin que por ello se libere de las responsabilidades y obligaciones asumidas para con Securitizadora Security.

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

La vigencia del contrato es hasta el vencimiento de los activos que se encargan de administrar, sin perjuicio de que cualquiera de las partes podrá voluntariamente poner fin a este contrato, siempre y cuando avise con 3 meses de anticipación. Además, las partes tendrán derecho a poner término anticipado al contrato de administración en los siguientes casos:

- Por la falta de cumplimiento en el pago las rentas de arrendamiento y demás pagos efectuados por las Instituciones, AFV y SERVIU, por cuenta de los arrendatarios, y/o por el cobro de gastos no autorizados o en exceso de lo previsto en el contrato.
- Por falta de cumplimiento de las obligaciones relativas a la información que deba suministrar el administrador a la securitizadora en virtud del contrato.
- Por la cesión o delegación de la función de administrador, sin el consentimiento de Securitizadora Security.
- Por el cambio en la persona del “Controlador” actual del administrador durante la vigencia del contrato, salvo que Securitizadora Security hubiese consentido en tal cambio.
- Por quiebra, insolvencia o mal estado de los negocios del administrador o por cancelación de su autorización para operar como tal, efectuada por la autoridad administrativa.
- Por incumplimiento grave de cualquiera de las obligaciones que emanen de los contratos de compraventa suscritos entre el administrador y Securitizadora Se-

Cuarto Patrimonio Separado

curity, en virtud de los cuales el primero vendió y transfirió al segundo los inmuebles que integran el activo del patrimonio separado.

Administración maestra

El desempeño que tenga el colateral dependerá, en alguna medida, de la calidad del seguimiento que se haga del comportamiento de la cartera. El monitoreo del patrimonio separado debe ser continuo y preciso. Deben existir indicadores de desempeño de la cartera que permitan un seguimiento fácil y exacto y que puedan activar decisiones correctivas.

Este seguimiento o administración maestra puede ser contratado con terceros o realizado por la propia securitizadora, como en este caso.

Securitizadora Security

La entidad gestiona ya tres patrimonios con respaldo de contratos de leasing habitacional con AFV, ejerciendo en forma proactiva sus funciones de monitoreo y control sobre el desempeño de la administración primaria. La empresa verifica, consolida y controla periódicamente la información relevante acerca del comportamiento del colateral. Para ejercer estas labores, cuenta con el apoyo en sistemas que brinda el área tecnológica del Grupo Security

La institución gestiona los flujos provenientes de recuperaciones y prepagos voluntarios en forma expedita y oportuna. De igual modo, la administración de los excedentes de caja se realiza adecuadamente, invirtiendo los recursos en instrumentos de contrapartes independientes y formando una cartera diversificada.

Para el proceso de seguimiento, la securitizadora tiene acceso en línea en tiempo real a las estadísticas de morosidad y a las gestiones de cobranza de las operaciones que le administra Inmobiliaria Mapsa S.A.

La empresa se encuentra ampliando y mejorando su plataforma de sistemas, con ya un buen grado de avance en cuanto al control de información. Actualmente, está desarrollando un módulo que permitirá generar reportes a terceros.

El grado de desarrollo y automatización de los sistemas, le permite a la securitizadora realizar una administración eficiente de los patrimonios separados a su cargo. No obstante, un fuerte crecimiento del volumen de negocios requeriría formalizar aún más los procedimientos y sistemas actuales.

PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

Estimación de la pérdida potencial

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

Feller Rate, con el fin de evaluar la calidad de la cartera, la comparó con una cartera de referencia o “benchmark pool” que se ha determinado para contratos de leasing habitacional. Las características de los activos pertenecientes a una cartera

Cuarto Patrimonio Separado

de referencia se determinaron sobre la base de un análisis del mercado hipotecario del país y de la experiencia internacional en mercados hipotecarios de características similares a la chilena. Las características de la cartera de referencia para contratos de leasing habitacional se presentan en el siguiente cuadro:

Características de la cartera de referencia Contratos de Leasing Habitacional

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

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

Supuestos base utilizados por categoría de riesgo

Categoría	Probabilidad de Incumplimiento (ahorro previo mayor a 10%*)	Pérdida de Valor de la Vivienda	Severidad de Pérdida	Cobertura de Pérdida
AAA	25%	55%	86%	21,5%
AA	18%	48%	78%	14,1%
A	13%	44%	74%	9,6%
BBB	10%	40%	69%	6,9%
BB	5%	35%	64%	3,2%

* Para operaciones entre 5% y 10% Feller Rate puede utilizar similares parámetros dependiendo de las características de la cartera

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

Los ajustes se realizan sobre la base de variables como tamaño de cartera, destino de vivienda, valor de la vivienda, capacidad de pago, antigüedad y plazo residual de los contratos, historia y situación de morosidad, dispersión geográfica, calidad de los procesos de originación o de administración y control. La aplicación combi-

Cuarto Patrimonio Separado

nada de estos ajustes dio como resultado los siguientes supuestos agregados a la cartera, según la severidad del escenario:

Supuestos utilizados para la cartera evaluada

<i>(en porcentaje)</i>				
Categoría	Probabilidad de Incumplimiento (*)	Pérdida de Valor de la Vivienda (*)	Severidad de Pérdida (*) (**)	Cobertura de Pérdida (*) (**)
AAA	23,8	50,2	82,3	19,7
AA	17,1	43,2	74,4	12,8
A	12,4	39,2	69,9	8,7
BBB	9,5	35,2	65,4	6,3
BB	4,8	30,2	59,7	2,9

* Los valores son promedios ponderados por precio pactado

** Valor estimado para contratos que caen en incumplimiento en el primer mes

Flujos de caja

Para bonos de securitización, la metodología de Feller Rate requiere que los flujos proyectados de ingresos provenientes de los activos, netos de pérdidas y gastos, sean capaces de soportar, en cada periodo, los egresos generados por el pago 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 de leasing con sus respectivos flujos, se siguieron las siguientes etapas:

- Se proyectaron los flujos esperados, de arriendos y pagos de precio;
- Para los flujos de pagos de precio pactados de los contratos de leasing habitacional se estimaron rentabilidades del fondo de AFV por categoría de riesgo (ver tabla siguiente), por lo que se supuso sobreplazos conforme a lo señalado en la ley de leasing habitacional;
- Se calculó la cantidad de contratos fallidos sobre la base de los ajustes individuales y los supuestos. Luego, se aplicaron al flujo de caja estimado, a partir del mes trece, desde la fecha de referencia, en forma lineal y durante 36 meses;
- Se estimaron las recuperaciones producto de la liquidación de las garantías asociadas a los contratos de leasing fallidos a partir del mes 15 de producido el incumplimiento.
- Se estimaron los eventuales pagos de Tesorería por concepto de garantía crediticia para los contratos con subsidio habitacional, los que fueron desfasados 3 meses después de la recuperación de garantías, en caso de eventuales retrasos;
- Se obtuvo una proyección depurada de ingresos antes de gastos;
- Se estimaron los diversos componentes de gastos para cada período: clasificación de riesgo, auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, custodia de títulos, seguros por títulos custodiados, administración de contratos, gastos de emisión y otros; asumiendo valores de mercado en los casos en que estos ítemes parecieran bajos.
- Se obtuvo un flujo de ingresos de la cartera, neto de gastos.

Cuarto Patrimonio Separado

- Según lo establecido en el contrato de emisión, se realizaron sorteos de bonos preferentes con el producto de los ejercicios de prepago y con las recuperaciones producidas por liquidación de garantías;

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

Rentabilidad proyectada para los fondos por categoría de riesgo

Categoría	Tasa de rentabilidad anual neta de comisiones
AAA	2.5%
AA	3.5%
A	4.0%
BBB	4.5%
BB	5.5%

Bonos

La emisión es por un monto total de UF 1.108.000 dividido en tres series. Las principales características de la emisión se muestran en el cuadro siguiente.

El pago del primer cupón será el 1 de abril de 2003. Los intereses se devengarán a partir del 1 de enero de 2003, con pagos de amortizaciones e intereses trimestrales. La serie B y C se pagarán al vencimiento de la serie A y B, respectivamente.

Características de los bonos

Serie	A	B	C	Total
Monto UF	950.000	58.000	100.000	1.108.000
Proporción	85,7%	5,2%	9,1%	100,0%
Plazo (años)	22	22	22	
Tasa emisión (anual)	6,0%	6,0%	6,0%	
Intereses	trimestrales	al vencimiento	al vencimiento	
Periodo de gracia intereses (años)	0	21,75	21,75	
Amortizaciones	trimestrales	al vencimiento	al vencimiento	
Periodo de gracia amortizaciones (años)	0,25	21,75	21,75	

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 la deuda se compararon los flujos netos de cartera fallida y gastos con los flujos de los bonos y:

- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficits del período;

Cuarto Patrimonio Separado

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

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

El pago de todos los cupones de la serie A se realiza cabalmente en un escenario AA, mientras la serie B se paga en un escenario BBB. La serie C, en tanto, fue estructurada proyectando los flujos de caja teóricos (sin incumplimientos) generados por la cartera de activos. Esto hace que la serie no soporte ningún stress, lo que es consecuente con la categoría C de clasificación.

Sensibilizaciones

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

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

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

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

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

ASPECTOS LEGALES

Contrato de emisión

En el contrato de emisión se establecen explícitamente la mayor parte de las consideraciones tratadas en este informe, incluyendo las remuneraciones que se deberán pagar a los prestadores de servicio y un límite máximo de gastos global en caso de imprevistos.

Además de otros aspectos formales, en el contrato de emisión se especifica que los ingresos netos de caja del patrimonio separado pueden ser invertidos en títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central; depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizados por éstas; letras de crédito emitidas por bancos e instituciones

Cuarto Patrimonio Separado

financieras; bonos y efectos de comercio de empresas públicas y privadas, cuya emisión haya sido registrada en la respectiva Superintendencia; cuotas de fondos mutuos que inviertan en valores de renta fija de corto plazo.

Todos los valores antes mencionados deberán estar clasificados por dos clasificadoras independientes, a lo menos en AA y N-1, para títulos de deuda de largo y corto plazo, respectivamente. Asimismo, salvo para aquellas inversiones que se efectúen en instrumentos del Estado, la concentración por emisor no puede ser superior a un 20%. De otra parte, se establece la posibilidad de invertir en operaciones de compra con pacto de retroventa sobre títulos y contrapartes con similares cotas de clasificación.

En el evento de pago anticipado total o parcial del precio de compraventa prometida, ya sea de manera voluntaria, por razones legales o contractuales, el contrato establece dos posibilidades: sustituir los contratos prepagados por contratos de similares características o prepagar bonos preferentes.

Por exceso de fondos en la cuenta de reserva del patrimonio separado, el emisor deberá rescatar anticipadamente los títulos de las series según la siguiente prelación de pagos entre las series: A, B y C. Los fondos autorizados para el prepago están determinados en el contrato de emisión, correspondiendo a los montos allegados por prepagos voluntarios y/o recuperaciones, además de los fondos que excedan de 1% del valor par de la cartera vigente luego del pago de cupón ordinario respectivo.

Cuarto Patrimonio Separado

Anexo

Significado de las Categorías de Clasificación

Las categorías de clasificación que utiliza Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda., corresponde a las definidas en la Ley N° 18.045.

Títulos de Deuda de largo plazo:

AAA. Corresponde a aquellos instrumentos con la más 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.

AA. Corresponde a aquellos instrumentos 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.

A. Corresponde a aquellos instrumentos con una muy buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

BBB. Corresponde a aquellos instrumentos con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

BB. Corresponde a aquellos instrumentos con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de intereses y del capital.

B. Corresponde a aquellos instrumentos con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de intereses y del capital.

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

D. Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.

E. Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Cuarto Patrimonio Separado

Significado de las categorías de evaluación de administradores

Fuerte. La compañía demuestra el mayor grado de habilidad, eficiencia y competencia en el aspecto evaluado, incluyendo una historia exitosa. Usualmente, se aprecia una administración estable y fuerte; buenos sistemas de capacitación; tecnología de alto nivel; controles internos y procedimientos del mejor nivel y alta calidad de servicio.

Más que Satisfactorio. Esta categoría señala un muy alto grado de habilidad, eficiencia y competencia en el aspecto evaluado. Difiere de la categoría Fuerte en pequeña medida, principalmente por falta de historia, estabilidad, tecnología o condición financiera.

Satisfactorio. La compañía muestra una historia aceptable, posiblemente evidenciando mejoras recientes. La capacitación no es extensiva o carece de estructura. Los procedimientos y controles cumplen con los estándares de la industria, al igual que las estadísticas de calidad de cartera. La cantidad y capacidad del personal son adecuadas, si bien puede tener limitaciones para crecer. Los sistemas computacionales tienen funciones limitadas o están relativamente obsoletos. Con todo, la categoría indica que la compañía está realizando sus funciones con efectividad y cumple con las exigencias regulatorias y de mercado.

Con observaciones. Existen carencias de habilidad, eficiencia o competencia en el aspecto evaluado. La categoría refleja una historia menos favorable que la industria. Las capacidades pueden ser algo débiles y existe una falta de controles internos efectivos. Los sistemas computacionales carecen de flexibilidad o tienen funciones extremadamente limitadas.

Débil. La categoría indica una historia deficiente, con pérdidas operacionales recurrentes. Los controles internos son débiles o inexistentes y la calidad de la cartera originada es muy baja con relación a la industria. La operación de la compañía está sobredimensionada o no está adecuadamente estructurada, al tiempo que los sistemas computacionales son usualmente pobres.