



CLASIFICADORA DE RIESGO

*Strategic Affiliate of Standard & Poor's*

INFORME DE CLASIFICACIÓN

## **Securizadora Security S.A. Décimo Tercer Patrimonio Separado**

Marzo 2010

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

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

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



CLASIFICADORA DE RIESGO

SECURITIZADORA SECURITY S.A

Décimo Tercer Patrimonio Separado (MAPSA)

SERIE A	AAA
SERIE B	AA
SERIE C	AA-
SERIE D	A
SERIE E	BBB
SERIE F	C

Contactos: Matthias Casanello; Marcelo Arias Tel: 56 (2) 757 0400

	Marzo 2009	Febrero 2010
Bonos Serie A (Preferente)	AAA	AAA
Bonos Serie B (Subordinada)	AA	AA
Bonos Serie C (Subordinada)	AA-	AA-
Bonos Serie D (Subordinada)	A	A
Bonos Serie E (Subordinada)	BBB	BBB
Bonos Serie F (Subordinada)	C	C

ESTRUCTURA

<b>Títulos:</b> Bonos de securitización
<b>Emisor:</b> Securitizadora Security S.A.
<b>Monto de emisión original (UF):</b> Total: 960.000; Serie A: 750.000; Serie B: 45.000; Serie C: 19.000; Serie D: 9.000; Serie E: 24.600; Serie F: 112.400
<b>Monto de emisión residual (UF):</b> Total: 950.153; Serie A: 735.480; Serie B: 46.001; Serie C: 19.423; Serie D: 9.200; Serie E: 25.147; Serie F: 114.901
<b>Tasa de interés bonos:</b> Series A, B, C, D, E y F: 4,5%
<b>Cupones pagados:</b> Serie A, 2 cupones
<b>Cupones residuales:</b> Serie preferente, 72 cupones trimestrales; series subordinadas, 1 cupón al vencimiento de las series senior
<b>Colateral inicial:</b> 1.378 contratos de leasing habitacional directos y 87 operaciones de leasing con AFV por un valor par de UF 755.826 al 30 de noviembre de 2008
<b>Colateral actual:</b> 1.368 contratos de leasing habitacional directos y 88 operaciones de leasing con AFV por un valor par de UF 733.450
<b>Tasa de interés anual promedio de los activos:</b> 9,3%
<b>Originador y administrador primario:</b> Inmobiliaria MAPSA
<b>Administrador maestro:</b> Securitizadora Security S.A.
<b>Representante tenedores:</b> Banco de Chile

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 y la capacidad de los agentes que intervienen en la administración. Incorpora, asimismo, el desempeño de la cartera durante los primeros meses de vigencia del patrimonio separado y el comportamiento observado en otros portafolios ya securitizados de MAPSA.

El comportamiento del colateral, ajustado por madurez, no dista significativamente de lo observado en otros patrimonios separados de leasing ni de la media observada en securitizaciones de leasing originadas por Mapsa. La evolución de los niveles de morosidad y prepagos voluntarios de la cartera es acorde a la observada en portafolios de reciente originación.

Feller Rate evalúa a Inmobiliaria Mapsa en su calidad de originador y administrador de activos 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 securitizadora, que lleva a cabo la administración maestra, opera diez patrimonios separados respaldados por contratos de leasing habitacional y mutuos hipotecarios. 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.

Durante los primeros meses de vigencia, no se han detectado fricciones operativas relevantes en la administración de los activos. La gestión de los excedentes, el prepago de bonos y los gastos del patrimonio separado se han llevado a cabo de acuerdo a lo establecido en el contrato de emisión.

Feller Rate estará atento a los potenciales efectos de la reciente catástrofe en la zona centro sur del país sobre el desempeño general del patrimonio separado. Con todo, cabe destacar que el 100% de la cartera securitizada de Mapsa cuenta con seguro de sismo.

Principales Indicadores

	Abr.2009	Nov.2009
<b>Morosidad dinámica *</b>		
1 cuota morosa	11,2%	12,9%
2 cuotas morosas	5,7%	7,8%
3 cuotas morosas	3,0%	3,5%
4 o más cuotas morosas	3,5%	6,5%
Total morosos	23,4%	30,8%
<b>Incumplimiento potencial **</b>		
Mora mayor a 180 días	1,4%	3,3%
Incumplimientos reales	0,0%	0,3%
Incumplimiento potencial	1,4%	3,7%
<b>Prepagos Acumulados ***</b>	0,0%	0,4%

\* Porcentaje respecto al nº de operaciones vigentes

\*\* Porcentaje respecto al nº de operaciones iniciales de la cartera

\*\*\* Porcentaje respecto al valor par inicial de la cartera

## Décimo Tercer Patrimonio Separado (MAPSA)

### DESEMPEÑO DEL COLATERAL

#### Características del colateral

A continuación se presenta un resumen con las principales características de las operaciones al inicio del patrimonio separado y a noviembre de 2009. La cartera está compuesta mayoritariamente por contratos de leasing habitacional directos (93%) y en menor medida por operaciones de leasing habitacional bajo la modalidad de ahorro metódico en AFV (7%), todas originadas y administradas por Inmobiliaria MAPSA.

#### Resumen de la Cartera

	Inicial (**)	Actual (***)
Número de operaciones vigentes	1465	1456
Valor Par UF	755.826	733.450
Saldo (*)	581	566
Garantía (*)	769	768
Tasa de originación anual (*)	9,2%	9,3%
Plazo residual meses (*)	216	204
Plazo de vigencia meses (*)	16	28
Deuda inicial/Garantía (*)	77%	77%
Saldo insoluto actual/Garantía (*)	75%	73%

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

(\*\*) Valores al 30 de noviembre de 2008

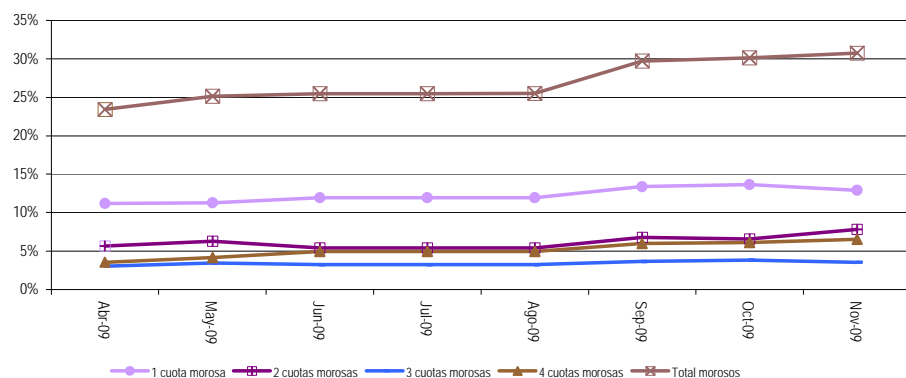
(\*\*\*) Valores al 30 de noviembre de 2009

#### Morosidad de la Cartera

En el gráfico siguiente se presenta la evolución de la morosidad de la cartera en número de operaciones, desde el inicio del patrimonio hasta noviembre de 2009. En él se observa una evolución controlada en los tramos de mora, con niveles ajustados por morosidad que son acordes a los observados en carteras del mismo originador. La morosidad total y su comportamiento están explicados principalmente por los casos de un aporte moroso, los cuales representan más del 40% del total de la cartera en mora.

#### Evolución Morosidad de la Cartera

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones)



Se consideran al día las cuotas pagadas dentro del mes de vencimiento

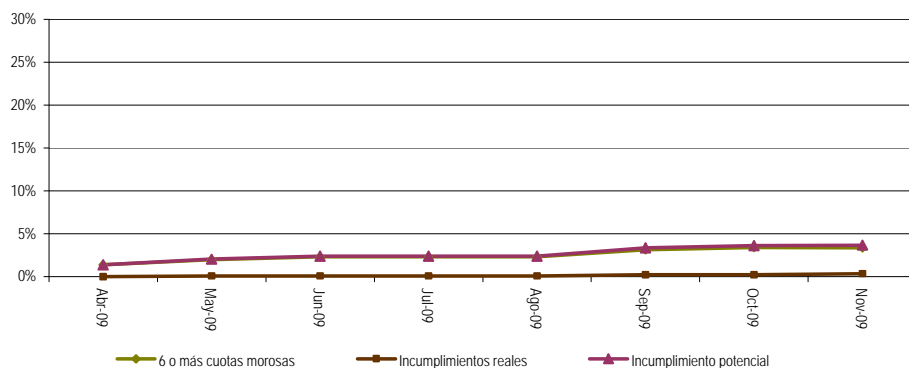
En el siguiente gráfico se presentan los niveles de incumplimiento potencial de la cartera, desde el inicio del patrimonio hasta noviembre de 2009. Este indicador es

## Décimo Tercer Patrimonio Separado (MAPSA)

definido como la suma en cada momento de los incumplimientos reales acumulados y los contratos en cartera con mora mayor a 180 días, sobre el número inicial de operaciones.

### Incumplimiento Potencial de la Cartera de CLH

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones original)



El nivel del incumplimiento potencial es acorde con el incumplimiento estimado para la cartera en un escenario similar al actual y a lo observado en otras carteras de perfil y madurez semejante, siendo explicado casi en su totalidad por operaciones con 6 o más cuotas morosas.

### Prepago de operaciones, Términos de Contratos e Incorporaciones

Hasta noviembre de 2009, se habían realizado 5 prepagos totales por un total de UF 2.587, manteniéndose en niveles menores desde sus inicios. En tanto, se han registrado 5 incumplimientos, cuyas viviendas aún no han sido liquidadas, promediando 13 cuotas desde el primer incumplimiento hasta el recupero de las viviendas.

### Inversiones

Los flujos de ingresos procedentes del pago de aportes ingresan al patrimonio separado en forma mensual, al tiempo que los pagos de cupones de bonos son trimestrales. Este hecho, así como la formación de reservas producto del spread de tasas, genera una acumulación de fondos que deben ser reinvertidos.

Securitizadora Security S.A. es quien tiene a cargo esta gestión, aunque según contrato, el emisor tiene la facultad de externalizarla a una institución autorizada.

Durante el periodo de vigencia del patrimonio separado, los fondos fueron invertidos mayoritariamente en fondos mutuos.

### Rentabilidad de la AFV

Los fondos de las cuentas individuales de ahorro son administrados mayoritariamente por AFV Los Andes. La evolución de tasas de interés puede afectar la rentabilidad de las cuentas de ahorro, retrasando las proyecciones de pago de precio de compraventa de las viviendas.

---

## Décimo Tercer Patrimonio Separado (MAPSA)

---

### ADMINISTRACION Y CONTROL

#### *Administración primaria*

Los contratos de leasing habitacional han sido administrados hasta la fecha por su originador, Inmobiliaria Mapsa S.A.

La inmobiliaria debe enviar a la securitizadora, en forma conjunta con las remesas, un informe detallado de los pagos haciendo mención de los aportes atrasados. Ello se está realizando adecuadamente, con una reunión mensual para la discusión del proceso en que se encuentran los contratos morosos y aquellos que están en cobranza judicial.

Feller Rate evalúa a Inmobiliaria Mapsa en su calidad de administrador y originador de activos en categoría “*Más que Satisfactorio*”. Los procedimientos de recaudación y cobranza de la entidad son comparativamente mejores que los de otros agentes administradores. Dichos procesos se caracterizan por una alta automatización de sus 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.

#### *Administración maestra*

La administración maestra puede ser contratada con terceros o realizada por la propia securitizadora, como en este caso. Securitizadora Security S.A. gestiona actualmente diez patrimonios con respaldo de contratos de leasing habitacional y mutuos hipotecarios, 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.

La securitizadora está trabajando en el desarrollo y automatización de sistemas computacionales que permitirán mejorar la gestión y seguimiento, tanto de operaciones vigentes como de operaciones nuevas. El objetivo del nuevo sistema es minimizar los errores y la dependencia de las personas.

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 requerirá formalizar aún más los procedimientos y sistemas actuales.

Durante el mes de agosto de 2008, Grupo Security compró la participación en las acciones de la securitizadora que GMAC-RFC mantenía desde fines de 2005, volviendo a detentar el 100% de la propiedad de la compañía.

### PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

La metodología de Feller Rate considera un ajuste 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

---

## Décimo Tercer Patrimonio Separado (MAPSA)

---

AA. A su vez, los asociados a un escenario AA son más exigentes que para un escenario A.

Para el seguimiento de los patrimonios separados, la metodología contempla ajustes a la cartera y estimación de incumplimientos residuales, conforme a lo estimado para otorgar la clasificación inicial y los incumplimientos reales registrados a la fecha de corte. No obstante, si el desempeño histórico del portafolio no se ajusta a las proyecciones iniciales, los índices se modifican conforme al comportamiento registrado. La estimación de pérdidas depende del perfil promedio de las garantías asociadas a la cartera vigente.

### *Flujos de caja*

Para cada revisión de los bonos de securitización, se proyectan los flujos de caja de acuerdo a los ajustes que la metodología de Feller Rate supone, considerando la información actualizada disponible y los cambios en las características de la cartera: saldos insolutos, relaciones deuda-garantía, comportamiento de morosidad y prepagos de los activos de respaldo; saldo en las cuentas de reservas; y saldo de los títulos de deuda.

La metodología 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 de los 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.

### *Cartera de activos*

Para las proyecciones de los flujos de caja de los activos se siguieron las etapas que a continuación se indican:

- Se consideró como fecha de corte el 30 de noviembre de 2009.
- Se proyectaron los flujos esperados de arriendos, pagos de precio para los contratos de leasing con AFV y amortizaciones de precio para los contratos de leasing directo, a partir de la fecha de corte.
- Para los flujos de pagos de precio pactado de los contratos de leasing habitacional con AFV se estimaron las rentabilidades del fondo de AFV por categoría de riesgo. Así, para los escenarios de crisis severa, se estimaron rentabilidades bajas o nulas (inferiores a 1,5%) y para los escenarios de crisis moderada, rentabilidades inferiores al 2,5%. Dado esto, se proyectaron sobreplazos conforme a lo señalado en la ley de leasing habitacional.
- Se calculó la cantidad de operaciones fallidas sobre la base de 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 activos fallidos a partir del mes 15.
- Con el producto de los prepagos se realizaron sorteos de bonos o reinversión en activos, según lo establecido en el contrato de emisión.
- Se obtuvo una proyección depurada de ingresos antes de gastos.

## Décimo Tercer Patrimonio Separado (MAPSA)

- Se estimaron los diversos componentes de gastos para cada período: auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, administración de activos, clasificación de riesgo 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 ha considerado para las proyecciones de flujo de caja.

### Bonos

La emisión consta de 6 series por un monto inicial de UF960.000 cuyas características de detallan en el cuadro siguiente:

Características de los bonos							
(A octubre de 2009, después del pago de cupón)							
Serie	A	B	C	D	E	F	Total
Monto de emisión original (UF)	750.000	45.000	19.000	9.000	24.600	112.400	960.000
Monto de emisión residual (UF)	735.480	46.001	19.423	9.200	25.147	114.901	950.153
Tasa emisión	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Plazo original (años)	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Plazo residual (años)	18,00	18,00	18,00	18,00	18,00	18,00	18,00
Número de títulos	1.500	225	95	45	123	562	
Pagos	Trimestrales	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento	
Rescate anticipado	Registra	No Registra	No Registra	No Registra	No Registra	No Registra	

La estructura contempla que el emisor podrá prepagar bonos a prorrata de los títulos vigentes dentro de cada serie, bajo las condiciones que en adelante se detallan.

Durante la vigencia de la serie A preferente, todos los ingresos provenientes de prepagos y recuperaciones de activos fallidos serán destinados al prepago de capital de esta serie. En tanto, los excesos de caja por ingresos ordinarios, en primer lugar, deberán ser destinados a prepagar capital de la serie A hasta igualar el saldo de esta serie con los activos del patrimonio separado. Una vez cumplida esta exigencia, los excedentes serán destinados a prepago de las series A y B, procurando mantener la proporción inicial entre ambas series. Los excesos de caja por ingresos ordinarios se calculan, trimestralmente, previo pago de gastos de la estructura, cupón de los bonos y constituyendo un fondo de reserva de UF 1.000.

Cuando se pague completamente el capital de la serie A, todos los ingresos de la estructura, ya sea de aportes o de prepagos y recuperaciones de activos fallidos, se destinarán al prepago de la serie B. Una vez terminada esta serie, los flujos se destinarán a la serie C y así, sucesivamente, hasta completar el pago de la serie F.

De este modo se han prepagado bonos, totalizando UF 1.249 de la serie A.

### Comparación de flujos

Sobre la base de sus tablas de desarrollo, se proyectaron los flujos de servicio de los bonos. Para verificar si la estructura de activos soporta el servicio de éstos, se compararon los flujos netos de cartera fallida y gastos de los activos y los flujos de los bonos y:

- Se tomó en cuenta el saldo en la cuenta de reserva por ingresos operacionales (UF 15.201) e ingresos no operacionales (UF 692) al 30 de noviembre de 2009;
- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficit del período;

## Décimo Tercer Patrimonio Separado (MAPSA)

---

- Se proyectó el comportamiento del excedente acumulado o fondo de reserva sobre la base de: la reserva del período anterior y los excedentes del período, en conformidad con los resguardos establecidos en el contrato de emisión.

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 siempre la reserva debe ser no negativa.

### *Sensibilizaciones*

Los flujos de caja se sensibilizaron respecto del nivel y distribución de los incumplimientos, costos y plazos de recuperación de garantías, morosidad de corto plazo, prepagos voluntarios y rentabilidades de los fondos de ahorro para la vivienda, conforme al comportamiento registrado en las securitizaciones ya realizadas entre Mapsa y Securitizadora Security. Los procedimientos de sustitución de activos y de prepagos de bonos contemplados en el contrato, tanto con ingresos por prepagos voluntarios y recuperaciones de activos fallidos, como con los excesos de caja, aseguran aceptablemente el pago de los cupones restantes en las condiciones pactadas, conforme a los escenarios de clasificación asignados para cada serie de bonos.

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 prepagos que aplica, sino también el momento y la distribución de esta variable.

Feller Rate estimó, según la historia de los patrimonios separados respaldados por operaciones de leasing originadas por MAPSA, un nivel de prepagos base de un 3% anual sobre el saldo vigente proyectado de cartera. Así también, ratificó los parámetros de estrés crediticio estimados al inicio del patrimonio separado.

Luego, en un escenario de crisis “AAA” y con un nivel de prepagos en torno a 4 veces el escenario base, la serie A se paga cabalmente. En tanto, en un escenario “AA”, con prepagos en torno a 3 veces, se pagan las series A, B y C en su totalidad. En un escenario “A”, con niveles de prepagos de 2,5 veces, se pagan las series A, B, C y D. En un escenario “BBB”, con niveles de prepagos de 2 veces, se pagan las series A, B, C, D y E. Los escenarios de crisis severa contemplan la reducción de un 50% de la tasa anual de prepagos durante el período de aplicación de la crisis crediticia.

Cabe mencionar que la serie C resiste escenarios de estrés similares a los de la serie B; no obstante, dadas sus condiciones de subordinación, ve reducida su clasificación en una subcategoría. En tanto, la serie F fue estructurada con algo de estrés sobre los flujos teóricos de la cartera, sin embargo no suficiente para asignar una categoría de riesgo superior a C.