



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Securizadora Security S.A. Cuarto Patrimonio Separado

Marzo 2010

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.

SECURITIZADORA SECURITY S.A.
Cuarto Patrimonio Separado (Mapsa)

SERIE A	AA
SERIE B	B
SERIE C	C

Contactos: Carolina Franco, Tel 757 0414; Marcelo Arias, Tel 757 0480

Clasificaciones

	Diciembre 2007	Diciembre 2008	Diciembre 2009	Marzo 2010
Bonos Serie A	AA	AA	AA	AA
Bonos Serie B (subordinado)	BBB	BB	BB	B
Bonos Serie C (subordinado)	C	C	C	C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización
Emisor: Securitizadora Security S.A.
Fecha escritura de emisión: 30 de octubre de 2002
Monto emisión original: Serie A: UF 950.000; Serie B: UF 58.000; Serie C: UF 100.000; Total: UF 1.108.000
Monto emisión residual: Serie A: UF 639.588; Serie B: UF 85.949; Serie C: 148.189; Total: UF 873.726
Plazo inicial: 22 años
Plazo residual: 15,25 años
Tasa de interés bonos: 6,0%
Colateral inicial: 1.100 contratos de leasing habitacional con AFV, con un valor par de UF 785.654
Colateral actual: 813 contratos de leasing habitacional con AFV, con un valor par de UF 562.837
Tasa de interés promedio de los activos: 10,6%
Originador y adm. primario: Inmobiliaria Mapsa
Adm. maestro: Securitizadora Security S.A.
Representante tenedores: Banco de Chile

FUNDAMENTACION

La ratificación de la clasificación de la serie senior en categoría AA y la baja en la clasificación de los bonos subordinados serie B desde BB a B obedece a las protecciones crediticias ofrecidas a cada serie, en relación al desempeño observado y esperado de la cartera de activos de respaldo.

La relación actual entre activos - cartera de leasing más fondos disponibles - y pasivos senior es de 92%. Esto está por sobre lo que presentaba el patrimonio separado inicialmente, y obedece al comportamiento del colateral y a las condiciones estructurales de la emisión. Así, la serie senior resiste mayores niveles de estrés que los supuestos originalmente.

Durante el último año la morosidad del portafolio se observa relativamente estable en todos los tramos, comparándose favorablemente con otras carteras securitizadas de Mapsa. Si bien la proporción de deudores con 4 o más aportes impagos registra un alza hacia fines de 2008, durante 2009 se mantiene en niveles acotados.

La gestión de recuperación de garantías ha sido favorable en términos de pérdida de valor de vivienda y costos. Los plazos han estado por sobre las estimaciones iniciales, si bien la recuperación neta de costos ha sido en torno al 80% del saldo insoluto al término del contrato.

El prepagado voluntario muestra una evolución similar a la de los otros portafolios securitizados de Mapsa, sin embargo esta cartera se ubica, comparativamente, en el rango superior.

Feller Rate estará atento a los potenciales efectos de la reciente catástrofe en la zona centro sur del país sobre la morosidad, incumplimiento, prepagos y recuperaciones de la cartera. Cabe destacar que el 100% de los activos de Mapsa cuentan con seguro de sismo.

La gestión de los fondos del patrimonio se ha ceñido a lo estipulado en las condiciones iniciales de la transacción. La caída de las tasas de interés en años recientes ha influido en la rentabilidad de las cuentas de ahorro en AFV. No obstante, aún no se aprecia un impacto en las proyecciones de pagos de precio de los contratos de leasing que afecte de manera relevante la capacidad de pago de la serie preferente.

Las condiciones estructurales de la transacción establecen el rescate anticipado de los títulos senior con los fondos de prepagos voluntarios y recuperaciones de activos fallidos, así como con los excesos operacionales periódicos, mejorando su posición. En tanto, los títulos serie B se subordinan estructuralmente a la serie preferente, capitalizando intereses hasta su vencimiento, y fueron construidos sobre la base de menores niveles de estrés. Producto de ello, estos últimos presentan una mayor exposición ante desviaciones del comportamiento de los activos de respaldo. Así, los títulos serie B resisten actualmente escenarios de estrés más favorables que los registrados por el patrimonio separado, acordes con una clasificación de riesgo B.

El pago de la serie C no resiste mayor estrés, lo que es consecuente con su clasificación en categoría C.

La evaluación de Mapsa por parte de Feller Rate en su calidad de administrador de activos se mantiene en "Más que Satisfactorio".

Principales Indicadores

	Dic.06	Dic.07	Dic.08	Nov.09
Morosidad dinámica*				
1 cuota morosa	16,2%	14,1%	13,2%	13,9%
2 cuotas morosas	5,7%	5,9%	7,0%	8,1%
3 cuotas morosas	2,2%	1,6%	3,6%	3,6%
4 o más cuotas morosas	4,6%	4,2%	6,5%	6,0%
Total morosos	28,7%	25,7%	30,3%	31,6%
Incumplimiento potencial**				
Mora mayor a 180 días	3,0%	2,3%	2,7%	2,3%
Incumplimientos reales	4,8%	6,7%	7,7%	8,6%
Total incumplimiento potencial	7,8%	9,0%	10,5%	10,9%
Prepagos totales acumulados***	8,4%	12,2%	15,7%	18,8%

* 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

Cuarto Patrimonio Separado (Mapsa)

DESEMPEÑO DEL COLATERAL

Características del colateral

A continuación se presenta un resumen con las principales características de las operaciones vigentes al inicio del patrimonio separado y a noviembre de 2009. La cartera está compuesta por contratos de leasing habitacional con AFV, con excepción de un crédito. Si bien éste fue originado bajo la modalidad de ahorro metódico en AFV, el deudor optó por cambiar a la modalidad de leasing directo una vez que el plazo contractual fue cumplido y el precio pactado no logró ser cubierto.

Resumen de la Cartera

	Origen***	Actual***
Número de operaciones vigentes	1.100	813
Saldo insoluto (UF)	785.654	562.837
Garantía promedio (*)	874	838
Tasa de interés anual (*)	10,8%	10,6%
Plazo residual meses (*)	219	133
Saldo insoluto actual/Garantía (*)(**)	89,3%	68,1%

(*) Los valores son promedios ponderados por precio pactado

(**) Incluye el ahorro acumulado en AFV

(***) Fecha de origen 30 de agosto de 2002 y fecha de corte de la información 30 de noviembre de 2009

Morosidad de la Cartera

En el siguiente cuadro se muestra un resumen de la estructura de morosidad de la cartera, observándose niveles moderados para los distintos tramos, que evolucionan de manera relativamente controlada.

Resumen Morosidad de la Cartera

(En número de operaciones)

	Dic. 06		Dic. 07		Dic. 087		Nov. 09	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Al día	685	71,3%	671	74,3%	597	69,7	556	68,4
1 cuota morosa	156	16,2%	127	14,1%	113	13,2	113	13,9
2 cuotas morosas	55	5,7%	53	5,9%	60	7,0	66	8,1
3 cuotas morosas	21	2,2%	14	1,6%	31	3,6	29	3,6
4 o más cuotas morosas	44	4,6%	38	4,2%	56	6,5	49	6,0
Total morosos	276	28,7%	232	25,7%	260	30,3	257	31,6
Total cartera	961		903		857		813	

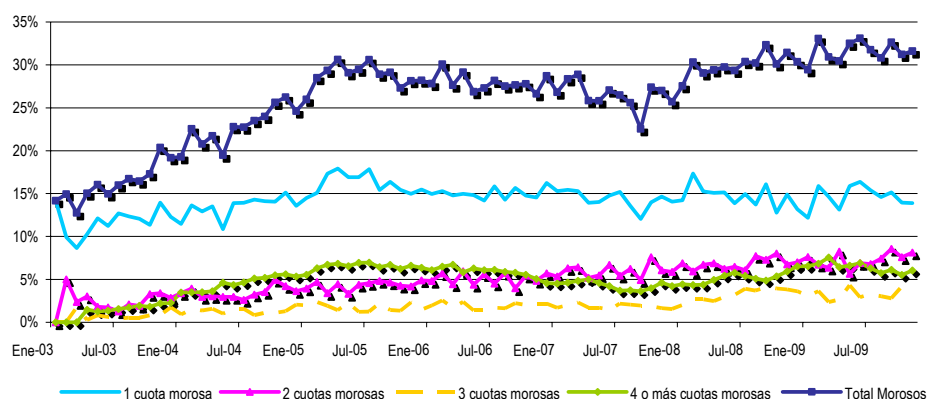
(*) Se consideran al día las cuotas pagadas dentro del mes de vencimiento

El siguiente gráfico muestra la evolución de la morosidad de la cartera en número de operaciones, desde el inicio del patrimonio separado hasta noviembre de 2009.

Cuarto Patrimonio Separado (Mapsa)

Evolución Morosidad de la Cartera de CLH AFV

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones)

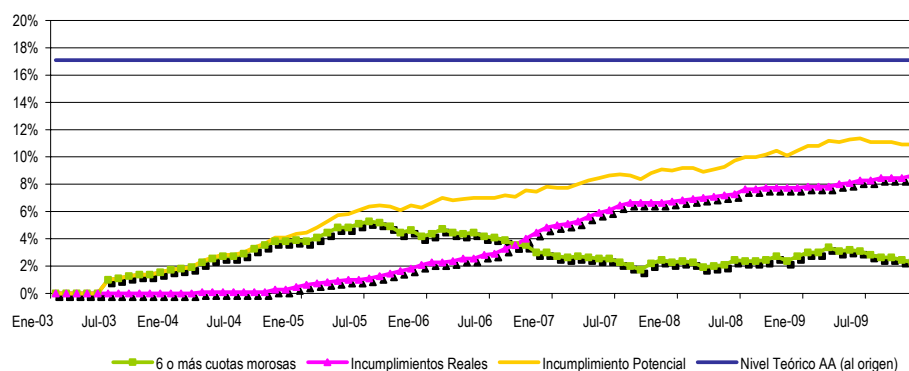


Durante el último año la morosidad del portafolio se observa relativamente estable en todos los tramos, comparándose favorablemente con otras carteras securitizadas de Mapsa. Si bien la proporción de deudores con 4 o más aportes impagos registra un alza hacia fines de 2008, durante 2009 se mantiene en niveles en torno al 5%.

El incumplimiento potencial de cartera es definido por Feller Rate como la suma de los incumplimientos reales acumulados y aquellas operaciones con más de 180 días de mora sobre la cartera original. La evolución de este indicador desde el inicio del patrimonio separado hasta noviembre de 2009 se presenta en el siguiente gráfico.

Incumplimiento Potencial de la Cartera de CLH AFV

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



A noviembre de 2009 el incumplimiento potencial de la cartera representaba el 10,9% del número inicial de operaciones, y se compara favorablemente con otros portafolios securitizados de Mapsa.

El número de deudores con 6 o más cuotas impagos muestra un decrecimiento a partir de mediados de 2005, que se detiene hacia fines de 2007, apreciándose un

Cuarto Patrimonio Separado (Mapsa)

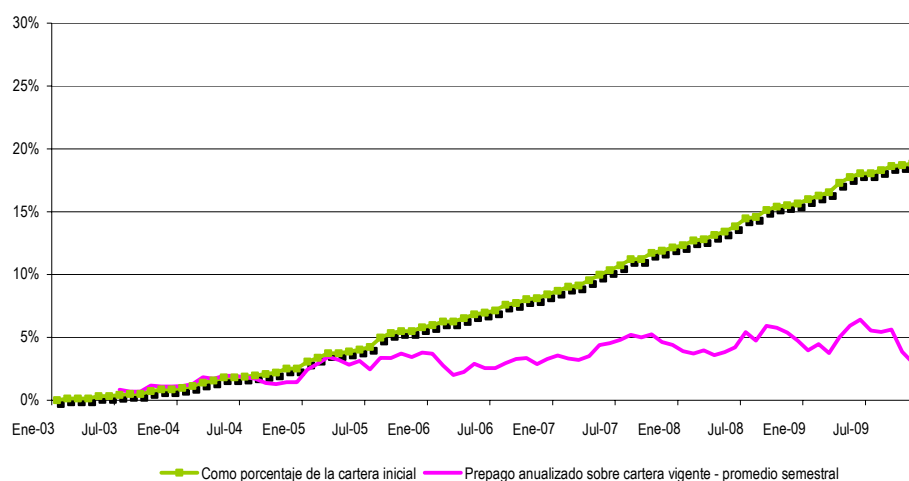
trasvasije hacia los incumplimientos reales. Desde entonces a la fecha se mantiene en niveles estables en torno a 2,5%. Por su parte, el incumplimiento real de la cartera muestra un crecimiento moderado, representando a noviembre de 2009 el 8,6% del número inicial de deudores.

Prepago de operaciones, términos de contratos e incorporaciones

Durante el periodo de vigencia del patrimonio separado, se han realizado 191 prepagos voluntarios totales, equivalentes a un monto de UF 148.011, que representan un 18,8% del valor par inicial del portafolio. Este nivel, así como la evolución del prepago, es similar al observado en las carteras más antiguas de Mapsa, que se ubican en rangos relativamente superiores.

El prepago anual sobre saldo de cartera vigente ha estado, en promedio, en torno a 4,5% durante los tres últimos años, nivel superior a lo observado durante 2005 y 2006 en que el indicador promediaba 3,0%.

Prepago Acumulado de la Cartera



A noviembre de 2009 se habían vendido 85 viviendas de los 95 contratos que habían terminado. En general, la gestión de recuperación se observa favorable, con una desvalorización de vivienda promedio en torno al 15% y costos asociados al proceso del 9,5%. Si bien el plazo de recuperación promedio -27 meses- ha sido superior a los supuestos originales, la recuperación neta de costos ha sido del 80% del saldo insoluto al término del contrato.

Feller Rate estará atento a los potenciales efectos de la reciente catástrofe en la zona centro sur del país sobre la morosidad, incumplimiento, prepagos y recuperaciones de la cartera. Cabe destacar que el 100% de los activos de Mapsa cuentan con seguro de sismo.

Los ingresos de fondos por prepagos voluntarios y recuperaciones de viviendas pueden ser destinados a la sustitución de activos o al rescate anticipado de los bonos preferentes. En este patrimonio separado se ha escogido la opción de rescatar los títulos de deuda. Por otra parte, el contrato de emisión contempla la opción de prepago parcial anticipado de bono preferente con cargo a excesos de caja ope-

Cuarto Patrimonio Separado (Mapsa)

racional. Por ambos conceptos, a la fecha de análisis ya se habían prepagado 253 láminas correspondientes a un monto de UF 241.582.

Inversiones

Los ingresos mensuales operacionales provenientes del pago de aportes deben pagar los cupones trimestrales de los bonos. Aquellos ingresos acumulados antes del pago del cupón y las reservas generadas por el *spread* de las tasas, constituyen fondos para reinversión.

Esta gestión está a cargo de Securitizadora Security S.A. con la posibilidad de contratar servicios externos. Durante el período de vigencia del patrimonio separado, los fondos fueron invertidos únicamente en fondos mutuos.

Rentabilidad de la AFV

Las cuentas de ahorro individuales poseen fondos que son administrados mayoritariamente por AFV Los Andes. La rentabilidad de las cuentas de ahorro ha tendido a la baja producto de la caída en las tasas de interés en años recientes, impactando las proyecciones de pago de precio de los contratos. No obstante, aún el calce de la estructura en el largo plazo no se ha visto afectado drásticamente.

ADMINISTRACION Y CONTROL

Administración primaria

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

Los aportes recaudados por las instituciones intermediarias son distribuidos en: arriendos que son transferidos a más tardar el segundo día hábil al patrimonio separado desde que dichas cantidades están disponibles; en la comisión que estas instituciones perciben por sus servicios; y en cuotas de ahorro que se depositan en las respectivas cuentas individuales de los titulares en las AFV.

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.

Cuarto Patrimonio Separado (Mapsa)

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 nueve 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.

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.

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.

Asimismo, la securitizadora desarrolló una página Web para proveer información de sus patrimonios separados a terceros, de acuerdo al perfil de los usuarios, quienes deben contar con una clave de acceso. Además, existe información a público general.

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 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 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

Cuarto Patrimonio Separado (Mapsa)

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 corte el 30 de noviembre de 2009.
- Se proyectaron los flujos esperados, de arriendos y pagos de precio a partir de diciembre de 2009. Para los flujos de pagos de precio pactados 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;

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%

- 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 13, 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.

Cuarto Patrimonio Separado (Mapsa)

- 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.
- Se estimaron los diversos componentes de gastos para cada período: auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, custodia de títulos, administración de activos y del patrimonio separado, 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 de bonos fue por un total de UF 1.108.000 dividido en tres series cuyas características a la fecha son las siguientes:

Características de los Bonos*

Serie	Serie A	Serie B	Serie C	Total
Proporción (%)	85,7	5,2	9,0	
Monto original (UF)	950.000	58.000	100.000	1.108.000
Plazo original (Trimestres)	88	88	88	
Periodo de gracia intereses (trimestres)	0	0	0	
Periodos de gracia amortización (trimestres)	1	87	87	
Proporción monto residual (%)	73,2	9,8	17,0	
Monto residual (UF)	639.588	85.949	148.189	873.726
Plazo residual (Trimestres)	15,25	15,25	15,25	
Periodo de gracia intereses (trimestres) (actual)	-	-	-	
Periodos de gracia amortización (trimestres) (actual)	0	15,0	15,0	
Tasa anual (%)	6,0	6,0	6,0	6,0

*Al 1 de Octubre de 2009, después de pago último cupón.

La serie senior A paga cupones trimestrales y puede ser rescatada con los fondos provenientes de prepagos y recuperaciones de activos fallidos, así como con los excesos operacionales en cada corte de cupón. En tanto, las series subordinadas B y C contemplan un sólo cupón al vencimiento, capitalizando intereses, recibiendo la primera de ellas, los flujos por cualquier causa, sólo una vez que se haya amortizado la serie A. La serie C, está subordinada a la serie B.

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 ingresos operacionales (UF 18.063) y en la cuenta de fondos acumulados de pagos extraordinarios (UF 5.297) al 30 de noviembre de 2009;
- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficit del período;

Cuarto 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 resultantes se sensibilizaron ante distintas situaciones de prepagos voluntarios, caídas de contratos por morosidad, rentabilidad de los fondos en la AFV, plazos y valores de recuperación de las viviendas. 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, en los escenarios determinados según las clasificaciones de riesgo asignadas.

Así, los flujos de caja proyectados del patrimonio separado resisten niveles de estrés significativos, acordes con una clasificación en categoría AA de riesgo para el pago de los bonos senior. A título de ejemplo, esta serie se paga en un escenario de estrés en que:

- Se registra una crisis crediticia durante 36 meses a partir del mes 13. Esto, asumiendo una caída del 20% de la cartera vigente, con desvalorizaciones de viviendas de los contratos fallidos por sobre 40%.
- Se aplica una tasa de prepago anual sobre saldo vigente proyectado que duplica el promedio histórico de la cartera. Esto significa, incluido el prepago histórico de la cartera, alcanzar un nivel de prepago acumulado al término del portafolio en torno al 50% del valor par de la cartera al inicio del patrimonio separado.

En tanto, el pago conjunto de las serie A y B se cumple en un escenario en que se registra una caída del 6% de la cartera vigente, ajustando los parámetros de recuperación conforme a la historia del patrimonio separado, con un nivel de prepago acumulado a término en torno al 30% del valor par del portafolio al inicio del patrimonio separado, incluido lo ya registrado. Este escenario se considera acorde con una clasificación en categoría B.