



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliates of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

**BCI Securitizadora S.A.
Vigésimo Patrimonio Separado**

Septiembre 2009

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

BCI SECURITIZADORA S.A. Vigésimo Patrimonio Separado

SERIE A AA

SERIE C C

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

Clasificaciones

		Septiembre 2009
Serie A	Nueva Emisión	AA
Serie C (Subordinada)	Nueva Emisión	C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización series A y C

Emisor: Bci Securitizadora

Escrituras de emisión: 8 de junio de 2009; 30 de julio de 2009 y 7 de septiembre de 2009 (complementarias)

Monto de emisión: Total: MMS 45.000

Serie A: MMS 34.500; Serie C: MMS 10.500

Pagos: Serie A: 29 cuotas trimestrales, con 14 de gracia para el capital. Serie C: una cuota un trimestre después del vencimiento de la serie A

Tasa de interés anual bonos: Serie A: 6,0 %; Serie C: 0%

Colateral: créditos emitidos por C.C.A.F. 18 de Septiembre. A la fecha de la primera cesión éstos alcanzan a MMS\$45.000 en saldo de capital.

Originador y Adm. primario: C.C.A.F. 18 de Septiembre

Administrador maestro: BCI Securitizadora /ACFIN

Banco custodio y pagador: Banco de Crédito e Inversiones

Representante tenedores: Banco de Chile

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a la serie preferente se fundamenta en las fortalezas financieras, legales y operativas de la estructura de la transacción. Esto, conforme a la historia crediticia del portafolio del originador, los criterios de elegibilidad de la cartera transferida y la capacidad de gestión de los agentes involucrados en la administración de los activos y del patrimonio separado.

La estructura financiera contempla protecciones crediticias como subordinación, rendimiento implícito de cartera y cuentas de reserva, así como eventos de aceleración de los bonos ante eventuales deterioros del colateral. Así, el pago de los bonos senior soporta severos escenarios de estrés, acordes con la clasificación en categoría AA, en que se afectan las pérdidas crediticias, prepagos, rendimiento, perfil de vencimientos y número de operaciones de la cartera. Dado el nivel de colateral y los compromisos asumidos en los bonos, como amortización extraordinaria ante reducciones del volumen y/o cambios en el perfil contractual o crediticio del portafolio, su clasificación no está limitada por la solvencia del originador.

Los activos de respaldo son créditos emitidos por C.C.A.F. 18 de Septiembre a sus afiliados. Estos créditos sociales se rigen por las normas de pago y cobro de las cotizaciones previsionales, siendo descontados del sueldo por el empleador o de las pensiones por parte de las aseguradoras, las AFP's o el IPS.

La administración de los activos estará a cargo de C.C.A.F 18 de Septiembre. La entidad cuenta con una amplia base de empresas afiliadas, que le posibilita acceder a clientes potenciales para crédito social, con costos y riesgos acotados. En los últimos años Caja 18 ha logrado significativos avances en sus sistemas y controles, los que han sido acompañados de una reestructuración y fortalecimiento de la mayoría de sus áreas. En contrapartida, enfrenta una rentabilidad a la baja impactada por los mayores gastos en provisiones. Por otra parte, aunque mantiene niveles de morosidad relativamente bajos, dadas las características de su cartera, éstos se han visto impactados producto de la crisis económica. Adicionalmente la entidad enfrenta el desafío de consolidar sus cambios, desarrollar exitosamente su estrategia y ajustarse a la nueva normativa de calce en un entorno más complejo

La capacidad de la empresa para originar y administrar activos fue evaluada por Feller Rate en *Satisfactorio*. La entidad ha venido realizando importantes cambios en la organización, tendientes a fortalecer su administración crediticia y mejorar los controles. Ello fue necesario dada la masa crítica de préstamos que alcanzó y por las proyecciones de expansión del volumen de actividad, permitiendo, a la vez, superar debilidades pasadas. Así también se han mejorado sus procesos y formalizado las políticas y atribuciones de aprobación. Como parte de este fortalecimiento se creó la unidad de riesgo, con una visión integral que depende del comité de gerencia, y contempla definir nuevas políticas que recojan las recomendaciones de Basilea. Adicionalmente, tiene la misión de proponer nuevas reestructuraciones con el fin de mejorar los controles y asegurar la segregación de funciones. Asimismo, tiene la misión de incorporar en la organización los conceptos que maneja la banca en lo relacionado con la administración basada en riesgos.

La operación es la primera dentro de un programa de emisiones, al amparo de lo previsto en el artículo 144 bis de la Ley de Mercado de Valores. Las escrituras de emisión contemplan de manera clara las condiciones de fusión del patrimonio separado.

La administración maestra será realizada por la securitizadora, bajo una estructura de outsourcing de las labores operativas contratada con ACFIN, evaluada por Feller Rate en "Más que satisfactorio", dada la buena estructuración de sus procedimientos y controles, alto grado de automatización de sus procesos y buen apoyo tecnológico.

La serie subordinada C fue estructurada sin mayor estrés, por lo que su clasificación es C.

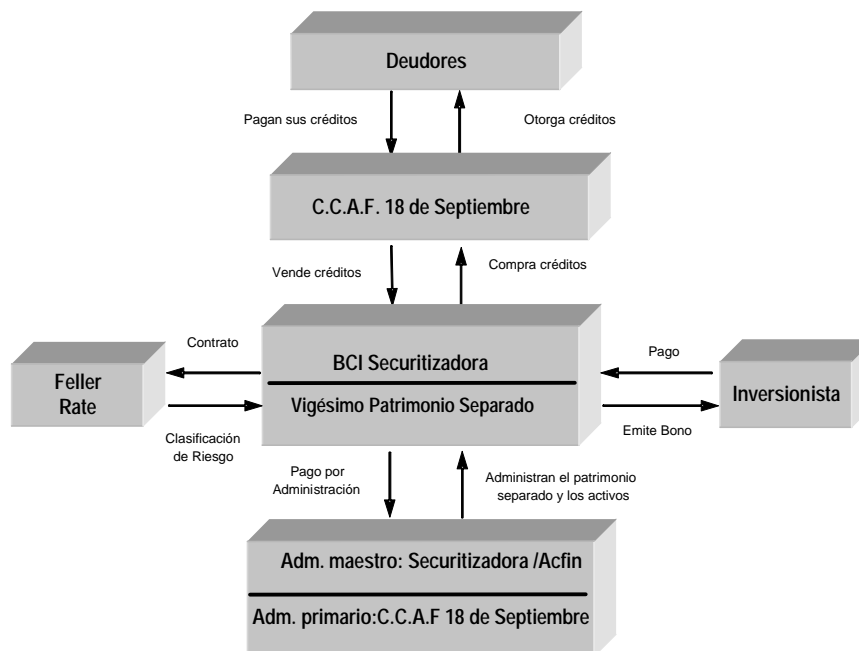
Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

ESTRUCTURA DE LA EMISION

Características Generales de la Emisión

En la gráfica siguiente se presenta un diagrama de la operación, con los principales agentes involucrados.

Estructura de la Emisión



En esta operación, C.C.A.F. 18 de Septiembre transfiere a BCI Securitizadora, en favor del patrimonio separado, créditos sociales por el período comprendido entre la colocación de los bonos senior y el pago de los títulos de la serie A preferente. A la fecha de la primera cesión, el portafolio transferido asciende a MMS\$ 45.000 en saldo de capital, equivalente a 97.800 operaciones aproximadamente.

Con el respaldo de estos activos, la securitizadora emite títulos de deuda preferente por MMS\$ 34.500, con un plazo de vencimiento de 7,25 años, que prometen el pago de amortizaciones e intereses en forma trimestral, devengando el 6,0% anual, con 14 trimestres de gracia para el capital. A su vez, emite una serie subordinada por MMS\$ 10.500, que no devenga intereses y se paga en un solo cupón, tres meses después del pago del último cupón de la serie preferente.

Los tenedores de los títulos de deuda subordinada tendrán derecho sobre los excedentes netos del patrimonio separado, si los hubiere, con posterioridad al pago de la totalidad de los títulos de la serie preferente. Ello, luego de haberse extinguido todas las obligaciones, impuestos o gravámenes que pudieren afectar al patrimonio separado, y el pago de los títulos de la serie subordinada.

La cesión de la cartera original de activos de respaldo tiene un precio equivalente al valor presente de los activos descontados a una tasa de a lo menos un 16%, el que se cancela con la colocación de los títulos de la serie preferente, más el valor asig-

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

nado por las partes para la suscripción de la serie subordinada menos los fondos de reserva. Eventualmente, si existieran diferencias se establece un saldo de precio por los activos.

Dado el plazo promedio de los créditos y de los bonos, el emisor debe hacer nuevas adquisiciones de créditos. Para ello, la securitizadora contará con los recursos provenientes del pago de los créditos, neto de los montos necesarios para constituir los fondos definidos en el contrato de emisión, que se detallan más adelante.

Con el remanente mensual se adquirirán todas las operaciones necesarias para completar el valor mínimo de cartera, definido en el contrato de emisión, que cumplan con los requisitos para formar parte del patrimonio separado. La cartera securitizada del originador, incluida aquella contemplada para esta operación, representa alrededor de un 58% de su stock total de deuda administrada a diciembre de 2008.

Si el originador opta por no transferir cuentas al patrimonio separado en las futuras cesiones, opera un gatillo de stock de cartera mínimo definido en el contrato de emisión, que se explica más adelante, constituyéndose un evento de amortización acelerada de los bonos senior.

El valor mínimo de cartera exigido corresponde a MMS\$ 45.000. El valor en cartera se determina como el saldo insoluto de los créditos ponderados por niveles de morosidad y las condiciones de concentración en las entidades intermediarias de los pagos que se señalan en los siguientes cuadros. Adicionalmente, se define una participación mínima de pensionados de MMS\$15.000, y los créditos otorgados a trabajadores que excedan MMS\$30.000 se valorizan en cero. También colaboran al valor en cartera la caja y las inversiones disponibles del patrimonio separado, netos de los fondos específicos que se definen más adelante, castigados en un 16%.

Tablas de valorización en régimen y concentración máxima

Estado de los créditos	Ponderador
Al día y mora hasta 180 días	100%
Mora de más de 180 días	0%
Clasificación de la empresa	Límite de concentración
AAA	100%
AA	10%
A	6%
BBB	4%
Menor a BBB y sin clasificación	2%

La tabla anterior se aplicará tanto en el caso de deudores activos como de pensionados, ponderando por 0% el exceso por sobre el límite indicado para las entidades intermediarias de los pagos. No obstante, los créditos cuya entidad pagadora sea un fondo de pensiones, tienen un límite de concentración máxima de 8% por fondo.

Si el valor de cartera calculado en cada cuadratura mensual es inferior al valor de cartera mínimo requerido, se deberá reponer la cantidad de operaciones necesarias para completar este valor.

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

El precio de compra de las nuevas operaciones que ingresarán al patrimonio separado se determinará calculando el valor presente de las cuotas, descontadas a la tasa nominal anual de a lo menos un 16%. La compra de nuevas operaciones se llevará a cabo al menos una vez al mes.

En caso que el patrimonio separado no cuente con los recursos necesarios para asumir el pago de las nuevas adquisiciones necesarias, se ha establecido que el pago puede ser a plazo. De esta forma, los saldos de precio que puedan generarse serán cancelados con las siguientes remesas que perciba el patrimonio separado, siguiendo el orden de prelación que se indica más adelante.

La administración primaria del patrimonio separado será llevada a cabo por C.C.A.F. 18 de Septiembre. En tanto, la custodia de las solicitudes de crédito social y los pagarés que se suscriben al efecto, ha sido encomendada a Banco de Crédito e Inversiones. Por otra parte, la administración maestra del patrimonio separado será realizada por la securitizadora, que operará bajo una estructura de outsourcing de procedimientos y sistemas contratada con Administradora de Activos Financieros (ACFIN).

Fondos de resguardo y política de inversión de excedentes

La estructura contempla el establecimiento de fondos especiales en el patrimonio separado. Estos son:

Fondo de liquidez, cuyo objetivo es asegurar la continuidad operacional ante eventuales contingencias. Este fondo se formará el día en que se proceda a la colocación de los títulos de deuda, con cargo al producto de dicha colocación o mediante el aporte por parte de C.C.A.F. 18 de Septiembre de una o más boletas de garantía bancaria por un monto de MM\$ 5.400, tomadas en una o más instituciones que cuenten con clasificaciones de riesgo de a lo menos AA-, las que posteriormente podrán ser reemplazadas con dinero proveniente de las remesas.

Fondo de pago de intereses y capital que tiene por objeto responder al pago del cupón venidero de la serie preferente. Este fondo se formará con recursos provenientes de la colocación de los bonos, por un monto de MM\$ 506, equivalente al primer vencimiento de intereses de la serie preferente. Asimismo, desde la fecha de la colocación, este fondo irá provisionando mensualmente a razón de un tercio del próximo vencimiento de la serie preferente.

Fondo de prepago extraordinario de la serie A, que se formará a partir del 1º de marzo de 2013 (*prepago anticipado*) o de producirse la amortización acelerada de la serie preferente (*prepago acelerado*). En el primer caso, el fondo se acumulará mensualmente hasta febrero de 2015 a razón de un tercio del capital adicional al comprometido en los cupones, necesario para la amortización total de los bonos en el plazo de dos años. Este fondo se formará con los ingresos de caja netos de gastos y reposición de los fondos de liquidez y de pago de intereses y capital. En caso de prepago acelerado, el fondo se formará con los fondos de liquidez y de pago de intereses y capital, que al declararse la aceleración de la serie preferente dejarán de acumularse, más el 100% de los ingresos netos de caja disponibles del patrimonio separado. En caso de prepago acelerado, se podrá utilizar con la restricción de dejar recursos

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

suficientes para el pago del próximo cupón de la tabla de desarrollo resultante de la modificación producida por el evento de dicho prepago.

Los recursos de estos fondos podrán invertirse en títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile, depósitos a plazo, letras de cambios, cuotas de fondos mutuos y pactos de compra con compromiso de venta con instituciones financieras clasificadas al menos en AA-. Para todos los casos, las inversiones se realizarán sobre instrumentos cuya clasificación deberá ser, al menos AA- y N-1 para títulos de largo y corto plazo, respectivamente.

En cuanto no se encuentren invertidos los recursos y/o fondos del patrimonio separado, éstos podrán ser mantenidos en cuentas corrientes de bancos clasificados como mínimo en N-1.

Prelación de pagos

Los montos recaudados por el patrimonio separado, ya sea producto de remesas o inversión de excedentes, se destinarán según la siguiente prioridad:

- Gastos del patrimonio separado;
- Formación y reposición, cuando corresponda, del fondo de pago de intereses y capital y del fondo de liquidez.
- Pago de las obligaciones del patrimonio separado en caso de que los recursos disponibles en los fondos señalados no fuesen suficientes.
- Formación del fondo de prepagos extraordinarios de la serie preferente.
- Pago de los saldos de precio de compras anteriores, si los hubieran y luego el pago de la adquisición de nuevos créditos, si corresponde.
- Prepago de los títulos de la serie subordinada.

A partir del 1º de marzo de 2013 o si se registran eventos de amortización acelerada, el pago de adquisiciones de créditos y de los saldos de precio de compras anteriores será pospuesto y quedará subordinado al pago total de la serie senior. A la vez, no se utilizarán ingresos netos de caja para el prepago de los títulos de la serie subordinada.

Amortizaciones extraordinarias de los títulos de deuda

Prepago Anticipado a partir del 1º de junio de 2013 y hasta el 1º de marzo de 2015, el emisor deberá prepagar parcialmente, cada trimestre, y en forma anticipada a pro-rata los títulos de deuda senior, por un monto mínimo, equivalente en cada oportunidad a MMS 4.312,5. Este prepago anticipado será realizado en la medida que la suma de los recursos existentes en el fondo de prepago extraordinario y en el fondo de pago de intereses y capital, sea suficiente para dicho prepago, con la restricción de dejar como remanente en dichos fondos, recursos suficientes para el pago del próximo cupón.

Sin perjuicio de lo anterior, a partir del 1º de junio de 2013, el emisor podrá prepagar totalmente la serie preferente en la medida que existan recursos suficientes en los fondos del patrimonio separado.

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

Prepago Acelerado, verificada por la securitizadora la ocurrencia de cualquiera de los eventos que más adelante se detallan, se solicitará al Representante de Tenedores de Bonos, convocar a una junta de tenedores de los títulos de la serie preferente, en la cual se someterá a consideración de ésta la aprobación de la realización de prepagos acelerados parciales sucesivos hasta el pago total de los títulos de la serie preferente. Los eventos son:

- Cuando durante dos meses seguidos, el valor en cartera más el saldo insoluto de los créditos cedidos en la primera cesión del mes de cálculo es inferior a 1,304 veces el saldo insoluto de los títulos de la serie preferente. Este indicador se calculará como promedio móvil trimestral.
- Cuando dos meses seguidos, la razón cartera con tres cuotas morosas, es superior a 5%. Este indicador se calculará como promedio móvil trimestral.
- Si se produce la intervención del originador, su disolución o en caso de quiebra o insolvencia.
- Si durante dos meses seguidos la tasa de pago mensual de la cartera, medida como promedio móvil trimestral, es inferior a 4,0%;
- Si los activos que integran el patrimonio separado se viesen afectados física, jurídica o tributariamente, o bien, por decisiones de autoridad, de tal forma que resultara comprometida su función y no se pudiese proceder al pago del próximo vencimiento de intereses, o intereses y capital, según corresponda.
- Si se cambia el administrador de los créditos en virtud de algún incumplimiento de sus obligaciones bajo el contrato de administración, sin expresa autorización del emisor o, antes de que ello ocurriese, si el administrador no deposita las remesas dentro de los plazos establecidos.
- Si durante dos meses seguidos el plazo promedio remanente de la cartera, ponderado por el saldo insoluto de los créditos, es superior a 48 meses.
- En caso que la modalidad de recaudación actual de los créditos, es decir el descuento por planilla, sea eliminada impidiendo que las empresas empleadoras retengan del sueldo de los deudores, las cuotas o pagos de los créditos.

El prepago acelerado se realizará a prorrata y cada vez que se acumulen recursos por un monto mínimo de MM\$100.

En caso de prepago acelerado de la serie preferente, se pondrá término a la adquisición de créditos desde el momento en que la Junta de Tenedores acuerde aprobar la realización de esta clase de amortización extraordinaria.

El prepago anticipado o acelerado involucrará la modificación de las tablas de desarrollo de los bonos, la que se calculará a prorrata del nuevo saldo insoluto sobre el saldo insoluto anterior al prepago para cada uno de los vencimientos de amortización remanentes, como asimismo para los nuevos intereses correspondientes a cada uno de los vencimientos.

La serie subordinada podrá ser rescatada anticipadamente, a prorrata, hasta el 1º de marzo de 2013, sólo si no se ha producido un evento de amortización acelerada de

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

la serie preferente. El prepago se llevará a efecto cada vez que los excedentes de caja del patrimonio separado, según la prelación de pagos antes descrita, superen MM\$100. A su vez, se establece un monto máximo acumulativo de prepagos de esta serie de MM\$10.000

DESCRIPCION DEL EMISOR

BCI Securitizadora, filial del Banco de Crédito e Inversiones, es una sociedad anónima abierta especial constituida al amparo de lo previsto en el Título XVIII de la Ley del Mercado de Valores, cuyos estatutos constan en escritura pública de fecha 1 de marzo de 2001.

A la fecha, la securitizadora ha realizado 17 operaciones de securitización, con 11 vigentes, todas clasificadas por Feller Rate. Los activos de respaldo han correspondido a créditos hipotecarios, tarjetas de crédito retail, facturas, créditos de consumo, con originadores tales como Banco de Chile (ex A. Edwards), Din, Ripley, La Polar, París, CMR, Córpora Tres Montes, CCAF La Araucana, CCAF 18 de Septiembre, CCAF Los Héroes y Copeval. A su vez, mantiene inscrita en la Superintendencia de Valores y Seguros, pero aún no colocada, una securitización de pagarés asociados a empresas de servicios sanitarios y tiene en proceso de formalización nuevas operaciones asociadas a tarjetas de crédito de retail y a créditos sociales de cajas de compensación.

La existencia de BCI Securitizadora se enmarca dentro de la activa participación de Banco de Crédito e Inversiones y su grupo controlador en el mercado financiero, que involucra entre otros negocios: banca de personas y comercial, banca de inversiones, corretaje de valores, fondos mutuos, seguros de vida y generales, leasing y factoring.

Banco de Crédito e Inversiones (Bci) inició sus actividades en el año 1937. Desde sus comienzos, el banco ha estado relacionado a la familia Yarur y, si bien, el controlador al interior del grupo familiar ha cambiado desde su fundación, la propiedad mayoritaria permanece en manos de la familia. Actualmente, el porcentaje de control del grupo Yarur es del orden del 63%. Le siguen en importancia las administradoras de fondos de pensiones con un 10% de la propiedad.

La solvencia del banco es clasificada a "AA+/Estables" por Feller Rate, sobre la base de la consistencia de su perfil financiero, con retornos estables ubicados en el rango superior del sistema. Esto ha sido producto de la aplicación de una estrategia estable y consolidada en el tiempo, que busca potenciar los segmentos donde cuenta con ventajas competitivas, así como de mejoras continuas en su eficiencia operativa y en la gestión y administración de riesgos. Considera también su sólida posición competitiva, su liderazgo en depósitos vistas y administración de caja, y la estabilidad y experiencia de su plana ejecutiva.

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

CALIDAD CREDITICIA DEL COLATERAL Y GARANTÍAS

En esta emisión Feller Rate evaluó a C.C.A.F. 18 de Septiembre y el procedimiento de selección y compra de cartera por parte de la securitizadora. Esto, en conjunto con una descripción de la evolución histórica del perfil del portafolio de la compañía, se detalla a continuación.

C.C.A.F. 18 de Septiembre

La evaluación incluyó la revisión de antecedentes generales de C.C.A.F. 18 de Septiembre, así como de sus políticas y procedimientos de originación.

Los créditos que otorga Caja 18 se rigen por las normas de pago y cobro de las cotizaciones previsionales. La entidad cuenta con una amplia base de empresas afiliadas, que le posibilita acceder a clientes potenciales para crédito social, con costos y riesgos acotados. En los últimos años la entidad ha logrado significativos avances en sus sistemas y controles, los que han sido acompañados de una reestructuración y fortalecimiento de la mayoría de sus áreas.

En contrapartida, presenta una alta concentración de sus pasivos exigibles, descalce y aumento en sus niveles de endeudamiento. Por su condición de corporación, la caja no tiene socios o accionistas que puedan realizar aportes de capital para hacer frente a situaciones imprevistas.

La entidad concentra su actividad en la colocación de créditos sociales, por lo que sus ingresos provienen principalmente de los *spreads* de su cartera. Adicionalmente, presenta una baja diversificación en sus pasivos al financiarse principalmente a través de préstamos con entidades bancarias.

A su vez, la entidad presenta una rentabilidad a la baja impactada por los mayores gastos en provisiones. Por otra parte, aunque mantiene niveles de morosidad relativamente bajos, dadas las características de su cartera, éstos se han visto impactados producto de la crisis económica.

La entidad enfrenta el desafío de consolidar sus cambios, desarrollar exitosamente su estrategia y ajustarse a la nueva normativa de calce en un entorno más complejo.

Historia

C.C.A.F. 18 de septiembre (Caja 18) es una corporación de derecho privado, sin fines de lucro, creada con el objeto de administrar prestaciones de seguridad social. La entidad fue constituida en 1969 por la Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA), bajo el nombre de Caja de Compensación de Asignación Familiar Obrera de la Sociedad de Fomento Fabril.

CCAF 18 de Septiembre tiene por objeto administrar, por cuenta del Estado, las prestaciones de seguridad social legales: asignación familiar, subsidios por incapacidad laboral temporal, subsidios de cesantía y subsidios por reposo maternal.

La institución también dedica especiales esfuerzos para el desarrollo de beneficios adicionales para sus afiliados. Estos consisten en ayuda económica bajo la modalidad de bonos (natalidad, nupcialidad y fallecimiento), asignaciones para capacitación laboral o matrícula universitaria y estímulos por buen desempeño escolar o universitario.

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

De esta manera, conforme a los sucesivos cambios normativos introducidos al sistema de cajas de compensación, su accionar se fue ampliando paulatinamente. En la actualidad, su principal producto, al igual que su competencia, en términos de activos e ingresos son los créditos de consumo tanto para los trabajadores de sus empresas afiliadas como para los pensionados suscritos individualmente.

Actualmente, Caja 18 mantiene una base cercana a los 580.000 afiliados, lo que representa alrededor de un 11,6% del total de personas suscritas al régimen de cajas. La entidad se ha caracterizado por concentrarse en el segmento de trabajadores, no obstante, durante el último año su expansión se ha focalizado en el segmento de pensionados. A diciembre de 2008, el 24,5% de sus afiliados correspondían a pensionados lo que significa un incremento del 74% respecto del año anterior.

Su estrategia para los próximos años apunta a aumentar su participación de mercado y ser un actor relevante en el negocio de los créditos de consumo. Para lograrlo concentrará sus esfuerzos en desarrollar una administración eficiente y potenciar su imagen, para ello pondrá especial énfasis en la creación de una propuesta de valor que le permita fidelizar a sus afiliados a través de diversos beneficios en especial en el área de salud.

Dada la ausencia de accionistas que aporten capital para enfrentar el crecimiento proyectado, su financiamiento debe ser a través del incremento de su generación. En este contexto, aumentar sus márgenes es un pilar fundamental para desarrollar exitosamente su estrategia. De esta manera, proyecta aumentar su actividad crediticia, en forma selectiva, es decir, enfocada en segmentos con una buena relación riesgo retorno y a través de una mayor diversificación de sus ingresos.

Con el objeto de contar con una estructura organizacional acorde a su volumen de actividad y que permita soportar el crecimiento proyectado, la entidad efectuó importantes cambios al interior de la organización. Entre estos destacan: el fortalecimiento y reestructuración de varias áreas; la formalización de sus procedimientos y la mejora de sus controles; y el significativo avance en el área de tecnología y sistemas que aportan beneficios a toda la organización.

Propiedad y Administración

Como se mencionó anteriormente, Caja 18 es una corporación de derecho privado, sin fines de lucro, creada con el objeto de administrar por cuenta del Estado prestaciones de seguridad social, tales como asignación familiar, subsidios por incapacidad laboral temporal, subsidios de cesantía y subsidios por reposo maternal.

Por su condición de corporación, la caja no tiene socios o accionistas que puedan realizar aportes de capital para hacer frente a situaciones imprevistas. Adicionalmente, esta institucionalidad podría desalinearse la elección de directores con los resultados de la entidad.

La administración de la institución es responsabilidad de su Consejo Directivo. Dicho organismo está constituido por seis integrantes que duran tres años en sus cargos. Su composición es paritaria, esto es, tres de sus miembros son representantes de los trabajadores y tres de los empleadores.

Por su parte, el Consejo Directivo que expira en sus funciones designa, de entre sus respectivos miembros, a dos directores. De éstos, uno debe pertenecer al estamento

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

empresarial y otro al estamento laboral. El resto de los integrantes son elegidos en juntas que se celebran separadamente por estamento. Pueden postular al cargo de director todos los trabajadores y empleadores –o sus representantes legales- que cumplan con los requisitos establecidos en la Ley.

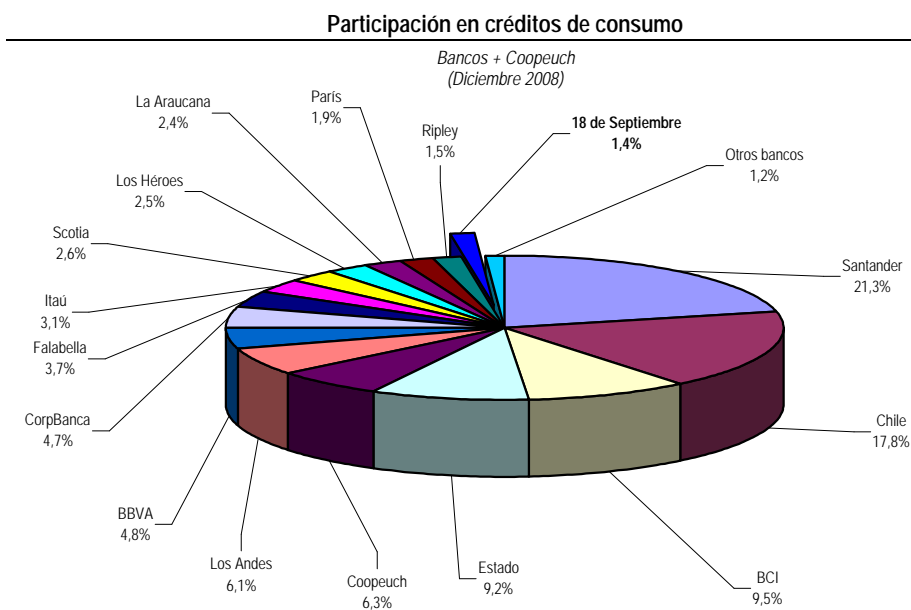
Todas las cajas de compensación, con mayor o menor énfasis son dirigidas por sus propios beneficiarios que, a su vez, son quienes participan, en distintos grados, en la designación de estos directores.

Es responsabilidad del consejo directivo nombrar o remover al gerente general. Por su parte, el gerente general es quien designa al resto de la administración superior, en virtud de las atribuciones que le ha otorgado el consejo directivo.

Posición competitiva

La industria de Cajas de Compensación está conformada por cinco entidades cuyo foco de negocio es el otorgamiento de créditos de consumo a sus afiliados. A diciembre de 2008, Caja 18 alcanzaba una cuota de mercado cercana al 11,6%, ubicándose en el cuarto lugar del ranking.

A esa misma fecha, la institución alcanzaba una cuota de 1,4% del total de créditos de consumo de la banca más Coopeuch.



Políticas y procedimientos

La entidad ha venido realizando importantes cambios en la organización, tendientes a fortalecer su administración crediticia y mejorar los controles. Ello fue necesario dada la masa crítica de préstamos que alcanzó y por las proyecciones de expansión del volumen de actividad, permitiendo, a la vez, superar debilidades pasadas. Así también se han mejorado sus procesos y formalizado las políticas y atribuciones de aprobación.

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

Como parte de este fortalecimiento se creó la unidad de riesgo, con una visión integral que depende del comité de gerencia, y contempla definir nuevas políticas que recogan las recomendaciones de Basilea.

Adicionalmente, tiene la misión de proponer nuevas reestructuraciones con el fin de mejorar los controles y asegurar la segregación de funciones. Asimismo, tiene la misión de incorporar en la organización los conceptos que maneja la banca en lo relacionado con la administración basada en riesgos.

C.C.A.F 18 de Septiembre presenta una adecuada segregación de sus funciones de otorgamiento de créditos y control de riesgo. La política crediticia es definida por un comité ampliado, integrado por las áreas de crédito, cobranza y comercial. En los últimos años, las estructuras y los sistemas se han fortalecido, y se han conseguido grandes avances en todo lo que se refiere a control y seguridad de la información.

La operación de securitización de créditos sociales a fines de 2005, obligó a la Caja 18 a mejorar la formalización de los procesos de crédito. El fortalecimiento de los procedimientos de originación y cobranza, apuntó en una primera instancia a llevar mayor control sobre los pagarés y sus respectivos respaldos. Actualmente, la entidad se encuentra en el periodo de amortización del bono securitizado, superando el periodo de revolving sin mayores inconvenientes en términos operativos.

Para enfrentar el crecimiento proyectado de sus colocaciones, la institución ha llevado a cabo un proceso de modernización de su plataforma tecnológica. Ello ha permitido modernizar los sistemas, fortalecer la administración crediticia, facilitar los controles y desarrollar sistemas de gestión.

En la actualidad, la entidad ha estado trabajando en fortalecer sus sistemas de cobranza prejudicial y judicial para hacer un mejor seguimiento de sus empresas de cobranza externa.

Perfil financiero

El principal componente de sus activos es la cartera de préstamos de consumo. En los últimos cuatro años, ésta representó en promedio cerca de un 79% de los activos totales.

El financiamiento de la entidad ha estado conformado mayormente por préstamos bancarios. No obstante, la securitización de parte de su cartera de créditos en 2005 y la que se encuentra en proceso actualmente contribuye a diversificar las fuentes de fondos, favoreciendo con ello los costos y calces.

Históricamente el fondo social ha sido una fuente relevante de recursos. Sin embargo, los castigos de cartera que se hicieron con cargo a él, entre 2005 y 2008, y el mayor ritmo de actividad de los últimos años, implicaron una disminución de su participación sobre el total de pasivos. Ello se tradujo en un incremento del nivel de endeudamiento (desde 2,3 veces a 4,6 veces entre 2004 y 2008). Si bien su *leverage* se sitúa por debajo del promedio de la industria bancaria (11 veces), es la que presenta el mayor endeudamiento respecto de sus entidades pares.

Conforme a su estructura de balance, parte relevante de sus ingresos dependen del *spread* de su cartera de préstamos. No obstante, Caja 18 ha ido avanzando gradual-

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

mente en la incorporación de otros ingresos operacionales, como son aquellos provenientes de la comisión cobrada a pensionados - equivalente al 1% de su pensión mensual -, y de las recaudaciones de seguros y otros servicios.

MÁRGENES

La institución presenta márgenes brutos crecientes a partir de 2006, pero bajos en relación a sus pares y al mercado objetivo en el que opera. El crecimiento de sus márgenes se explica por el incremento en las colocaciones, los mayores ingresos por concepto de comisiones de seguros de vida y desgravamen y de mayores *spread*. Así, a marzo de 2009 el margen bruto fue 11,4% superior al 10,4% registrado en diciembre de 2008.

EFICIENCIA

Las mejoras introducidas al interior de la organización en procesos, sistemas e infraestructura han significado un aumento de los gastos de apoyo. Medidos de manera absoluta, éstos se incrementaron en un 22% entre diciembre de 2006 y de 2008.

A pesar del mencionado aumento, el mayor volumen de actividad ha permitido mejoras en eficiencia. Al cierre de 2008, la eficiencia medida como gastos de apoyo sobre resultado operacional bruto alcanzó 65,3% versus un 81,1% en 2006. No obstante, dichos porcentajes se comparan favorablemente con sus pares. Con todo, las nuevas mejoras tecnológicas, aunque inicialmente debieran aumentar los gastos de apoyo, posteriormente se deberían traducir en mejoras en los niveles de eficiencia.

PROVISIONES

A fines de 2005, la Superintendencia de Seguridad Social (SUSESO), impartió instrucciones para la estimación de las deudas incobrables, tanto previsionales como no previsionales. La nueva normativa contempló que a partir de 2006, las cajas de compensación registraran mensualmente una provisión por la estimación del no pago de su cartera de colocaciones de crédito social. Hasta diciembre de 2005, las cajas de compensación no realizaban provisiones por riesgo de crédito, lo que no se condecía con las prácticas de la industria de los créditos ni con los principios de contabilidad generalmente aceptados en Chile.

Al mismo tiempo, la SUSESO impartió instrucciones de carácter excepcional para la declaración de incobrabilidad de las deudas previsionales y no previsionales registradas contablemente que, al 31 de diciembre de 2005, tuvieran una antigüedad superior a un año. La nueva normativa estableció que los castigos de dichos activos podrían ser realizados en una oportunidad a fines de 2005 o ser reconocidos de forma parcial, entre los años 2005 y 2008, comenzando por la cartera vencida superior a cinco años a partir del 31 de diciembre de 2005.

De esta manera, C.C.A.F 18 de Septiembre que debía castigar aproximadamente \$10.000 millones, realizó la primera cuota de dicho castigo a fines del ejercicio 2005, por un monto cercano a \$4.250 millones, y el resto fue distribuido entre los ejercicios 2006-2008. Adicionalmente, también se autorizó el castigo contra el fondo social de las deudas incobrables que al 31 de diciembre de 2006, tuvieran una antigüedad superior a un año, que en el caso de la caja correspondían a \$1.900 millones. Así, la suma total de los castigos a realizados alcanza a \$11.800 millones, equivalente a un 39% del fondo social de la entidad antes del castigo.

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

En tanto, a partir de 2006, el gasto en provisiones ha sido creciente, tanto por la forma en que se debe ir constituyendo como por aumentos en la morosidad. Esto último como consecuencia del actual escenario económico que presenta mayores niveles de desempleo que afectan particularmente al segmento objetivo de la entidad.

Así, entre diciembre de 2006 y de 2008 el gasto en provisiones pasó desde un 0,6% a un 1,5% respecto de las colocaciones totales.

RENTABILIDAD

El incremento en su generación permitió compensar solo parcialmente el aumento de las provisiones y de los gastos de apoyo, afectando sus indicadores de rentabilidad. Así, entre fines de 2007 y de 2008, su rentabilidad sobre activos pasó de 2,7% a 2,2%.

De la misma forma, la entidad presenta una rentabilidad inferior a sus pares. La medición respecto del fondo social se ve favorecida por el mayor endeudamiento relativo con el que opera.

El desafío de la entidad está en rentabilizar sus mayores gastos e inversiones y principalmente en aumentar su penetración en el segmento de pensionados y en las empresas más rentables, así como profundizar en la diversificación de sus ingresos. Ambos efectos deberían verse reflejados en un aumento significativo de los ingresos, de manera tal de compensar los mayores gastos de apoyo y de cartera.

Indicadores de rentabilidad, eficiencia y adecuación de capital

	Dic. 2005	Dic. 2006	Dic. 2007	Dic. 2008
Rentabilidad				
Result. Operac. financiero / Act. totales	9,3%	4,0%	8,0%	10,3%
Result. operacional bruto / Act. totales	9,8%	8,6%	9,8%	10,4%
Otros Ing. Oper. netos / Act. totales	0,5%	4,6%	1,8%	0,1%
Result. operacional neto / Act. totales	0,8%	1,6%	3,2%	3,6%
Provisiones y castigos / Act. totales	0,0%	0,6%	0,7%	1,5%
Resultado antes Imptos. / Activos totales	1,2%	1,2%	2,7%	2,2%
Resultado antes Imptos. / Fondo social	4,4%	5,2%	15,1%	11,9%
Eficiencia operacional				
Gastos apoyo / Coloc. Créd. social	15,9%	11,4%	8,8%	9,1%
Gastos apoyo / Result. Operac. bruto	91,7%	81,1%	67,1%	65,3%
Adecuación de capital				
Tolerancia a pérdidas	25,7%	18,5%	16,1%	16,5%
Pasivo exigible / Fondo social	2,8 vc	4,2 vc	4,9 vc	4,6 vc

Capitalización

Por tratarse de una entidad sin fines de lucro, sus excedentes son capitalizados íntegramente. Esto le ha permitido expandir su fondo social en un 20% entre 2005 y 2008, a pesar de los fuertes ajustes que se han realizado a este fondo producto de los castigos de deudas incobrables (en torno a \$11.800 millones).

De esta forma, con el fin de financiar su crecimiento, su endeudamiento se incrementó desde 2,8 veces a 4,6 veces en el período indicado. Como se mencionó anteriormente, este nivel se compara desfavorablemente con sus pares.

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

Esto es especialmente relevante si se considera que la institución no tiene accionistas que le otorguen flexibilidad financiera y no existe una normativa que regule el endeudamiento máximo.

Política de Compra de BCI Securitizadora

La securitizadora definió el perfil de los deudores que conformarán la cartera de activos de respaldo. Los criterios de selección de las operaciones que serán cedidos son los siguientes:

- En el caso de los deudores activos deben poseer contrato de trabajo vigente.
- Los deudores pasivos deben tener una antigüedad mínima de 3 meses afiliados a la C.C.A.F. 18 de Septiembre.
- Las empresas empleadoras deberán tener una antigüedad mínima de 12 meses de afiliación en C.C.A.F. 18 de Septiembre y no tener protestos vigentes en Dicom.
- La prelación en la selección de los créditos de afiliados, tanto activos como pasivos, es la siguiente: siempre se dará primera opción a créditos sin mora, y al no existir estos últimos se irá avanzando en la elegibilidad hasta llegar a un tope máximo de 60 días de mora. Adicionalmente, los deudores no deberán poseer una mora histórica mayor o igual a 120 días en los últimos 12 meses.
- Las operaciones deben ser créditos en pesos, originados por C.C.A.F. 18 de Septiembre, con un plazo máximo de 84 meses en ambos segmentos (trabajadores y pensionados).

Para la cesión inicial de créditos, la securitizadora ha encargado la realización de un due diligence legal y financiero-operativo. El primero consistirá en la revisión de una muestra aleatoria de 4.000 pagarés, con el objeto de verificar su correcta emisión. El segundo estará a cargo de ACFIN, se realizará sobre una muestra de alrededor de 1.300 pagarés, y tiene por objeto verificar la consistencia de la información entre los sistemas del administrador primario y ACFIN. Así también, ACFIN revisará 1.300 créditos adicionales para contrastar movimientos de saldos.

Una vez en régimen la operación, se realizará un proceso de due diligence financiero-operativo similar al descrito anteriormente en forma mensual, para cada recompra de cartera, sobre una muestra de alrededor de 100 operaciones.

Características del Colateral

Como se aprecia en los gráficos siguientes, las colocaciones de la C.C.A.F. 18 de Septiembre se han incrementado de manera paulatina. El mayor incremento se observa durante el año 2001, que obedece en gran parte a la absorción de la C.C.A.F. Javier Carrera.

A noviembre de 2008, el stock de deuda vigente total era de aproximadamente MM\$ 128.000, que corresponde a alrededor de 180.000 operaciones. Así, la cartera a securitizar representa en torno a un 35% de la cartera total administrada. La mayor parte del portafolio corresponde a afiliados activos, si bien la participación de los

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

pensionados se ha ido incrementando, representando a noviembre de 2008 un 26,9% del total de créditos originados.

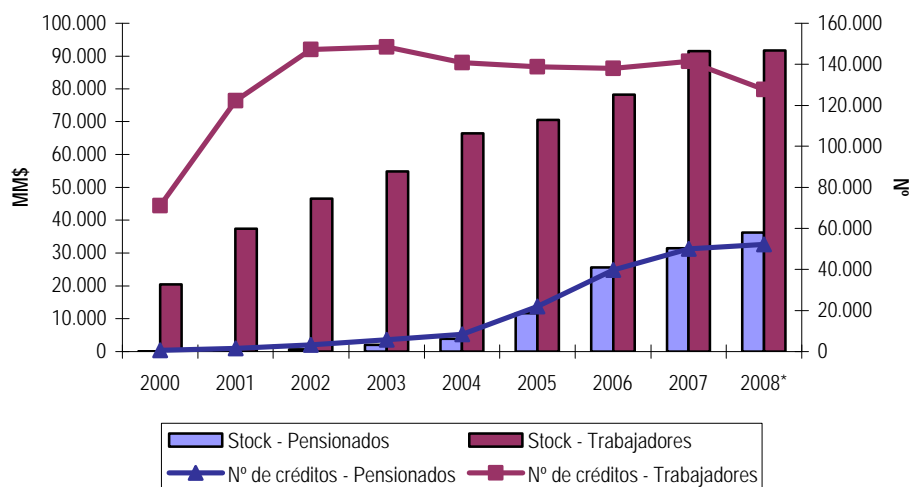
La deuda promedio está en torno a \$700.000 para ambos segmentos, en tanto el monto de originación promedio fue de \$870.000 y \$515.000 a fines de 2008 para trabajadores y pensionados, respectivamente.

La abrupta caída en el monto de originación para pensionados responde a la afiliación de los beneficiarios de la Pensión Básica Solidaria. Este beneficio se otorga al quintil más pobre de la población, los que reciben una pensión inicial de \$60.000. De acuerdo a la normativa dictada por el regulador, el límite de cuota/renta es más restrictivo y llega sólo al 15%, acotando, de esta manera, su capacidad de endeudamiento. Este tipo de pensionados está siendo un foco de negocios relevante para algunas entidades del segmento.

El plazo promedio de originación para trabajadores y pensionados está en torno a 30 y 55 meses, respectivamente. Dado el reciente cambio a la normativa por parte de la Superintendencia de Seguridad Social (SUSESO), que permitió extender el plazo de otorgamiento de 5 a 7 años, es esperable un cierto alargamiento en los plazos de la cartera. Así también, la afiliación de los beneficiarios de la Pensión Básica Solidaria debería apuntar en este mismo sentido, de manera de lograr una mayor penetración en este segmento, dada su limitada capacidad de endeudamiento.

Evolución Cartera C.C.A.F. 18 de Septiembre

(Stock de deuda en saldo y número; separado en trabajadores y pensionados, a diciembre de cada año)



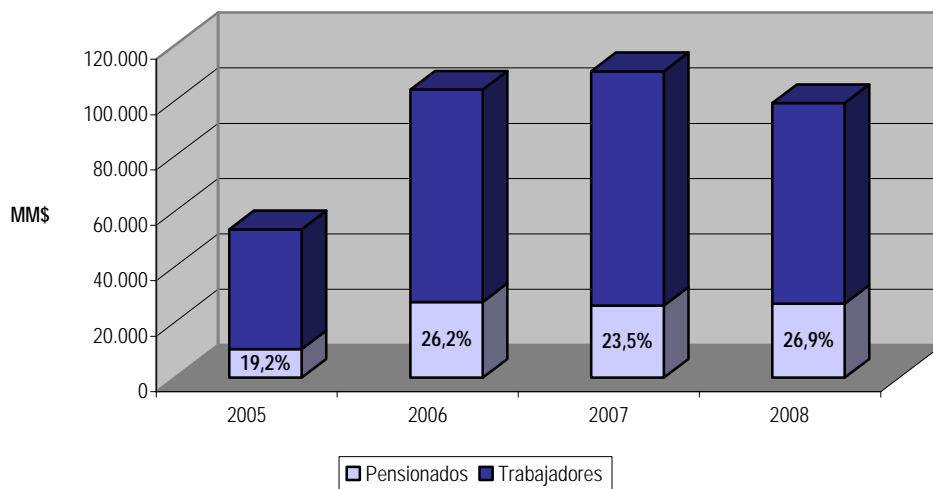
*A noviembre de 2008

Fuente de información: Acfin, en base a antecedentes generados por C.C.A.F. 18 de Septiembre

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

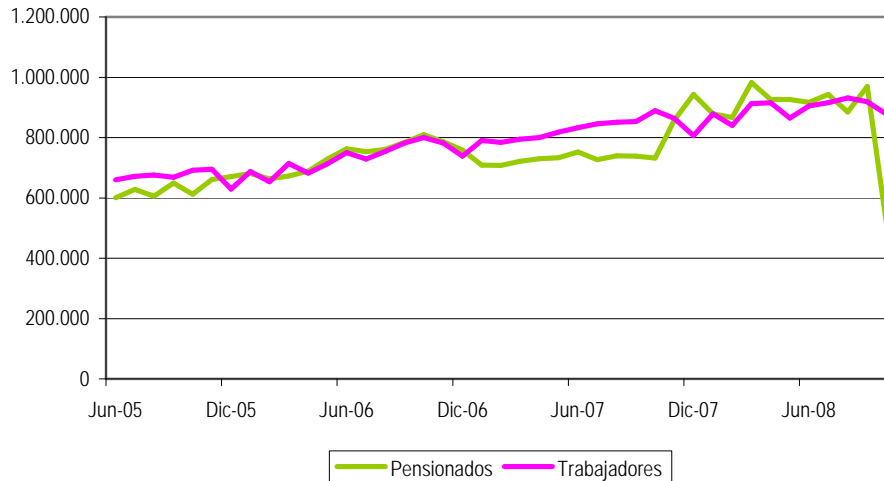
Distribución Colocaciones C.C.A.F. 18 de Septiembre

(Flujos originados por año: separado en trabajadores y pensionados)



Fuente de información: Aclín, en base a antecedentes generados por C.C.A.F. 18 de Septiembre

Monto de Originación Promedio (*)

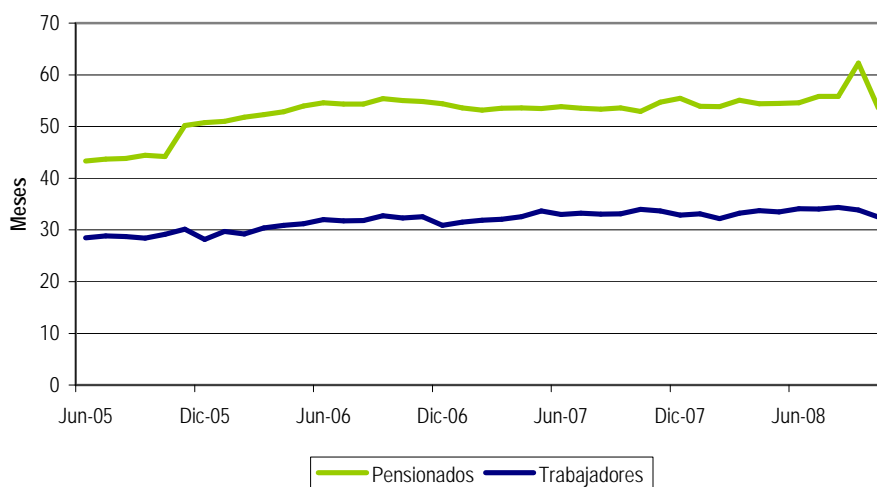


* Flujo promedio de originación mensual

Fuente de información: Aclín, en base a antecedentes generados por C.C.A.F. 18 de Septiembre

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

Plazo originación promedio



Fuente de información: Aclfin, en base a antecedentes generados por C.C.A.F. 18 de Septiembre

ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

Administración primaria de los activos

La legislación chilena permite a la securitizadora contratar los servicios de administración primaria con terceros o efectuarlos ella misma. En este caso, los activos seguirán siendo administrados por C.C.A.F. 18 de septiembre.

Entre otros, el contrato de administración suscrito establece: las funciones que debe desempeñar el administrador de cartera y el costo por administración de cada crédito; el otorgamiento del mandato para el desempeño de las gestiones propias de las cobranzas de cartera, detallando la política y procedimientos de cobranzas; el manual operativo que regirá la entrega de información al administrador maestro (ACFIN); la resolución de cualquier duda o dificultad que surja entre las partes mediante arbitraje; y la duración indefinida del contrato, sin perjuicio de que ambas partes de común acuerdo puedan terminar la administración en cualquier momento.

En particular, el contrato estipula las causales de incumplimiento por parte del administrador que, entre otros, incluyen el atraso en el traspaso de remesas que deben realizarse cada mes. Asimismo, define multas y deberes que afectan al administrador en caso de incumplimiento de contrato o si decide unilateralmente terminar el contrato. Esto último, incluye la obligación de entregar las bases de datos con antecedentes de los clientes, que permitan continuar con la administración, así como la obligación de informar a los clientes respecto del traspaso de la gestión.

Antecedentes de administración de cartera de C.C.A.F. 18 de septiembre

La entidad exhibe niveles de morosidad y desempeño de su cartera acordes con el segmento objetivo. Luego de los castigos realizados a partir de 2005, la cartera improductiva se redujo. No obstante, sigue representando una proporción elevada de

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

sus activos sobre todo comparada con los niveles de cartera improductiva observados en la industria de las cajas de compensación.

En el análisis de riesgo de su cartera es relevante considerar las características de cobro de los préstamos que otorga. El régimen de prestaciones de crédito social, al que las cajas de compensación están facultadas para establecer, se rige por un reglamento especial. Lo adeudado por concepto de prestaciones de crédito social por un trabajador afiliado a una caja, debe ser deducido de su remuneración por parte de la entidad empleadora afiliada, retenido y luego remesado a la caja acreedora. Esta deuda se rige por las mismas normas de pago y de cobro que las cotizaciones previsionales.

Por su parte, las entidades pagadoras de las pensiones deben descontar de las correspondientes pensiones lo adeudado por concepto de aportes, crédito social, prestaciones adicionales o complementarias, y enterarlo en la caja dentro de los primeros diez días del mes siguiente de su descuento. A este respecto, rigen las mismas normas de pago y de cobro de las cotizaciones previsionales contempladas en la Ley N° 17.322.

Dentro del sistema de descuento por planilla bajo el cual opera la institución, adquiere especial relevancia la determinación del riesgo de las empresas con las cuales la caja establece convenios. Una elevada proporción de sus préstamos están bajo el régimen de convenios, lo que le otorga una buena diversificación. La entidad ha dedicado esfuerzos en implementar una nueva propuesta para mejorar el sistema de clasificación de las empresas afiliadas, además de la automatización de los procesos de otorgamiento y bloqueos.

Como se mencionó, a fines de 2005, la Superintendencia de Seguridad Social, impartió instrucciones para la estimación de las deudas incobrables, tanto previsionales como no previsionales.

La nueva normativa contempló que a partir de 2006, las cajas de compensación registren mensualmente una provisión por la estimación del no pago de su cartera de colocaciones de crédito social. Hasta diciembre de 2005, las cajas de compensación no realizaban provisiones por riesgo de crédito, lo que no se condecía con las prácticas de la industria de los créditos ni con los principios de contabilidad generalmente aceptados en Chile.

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

Riesgo de la cartera de colocaciones

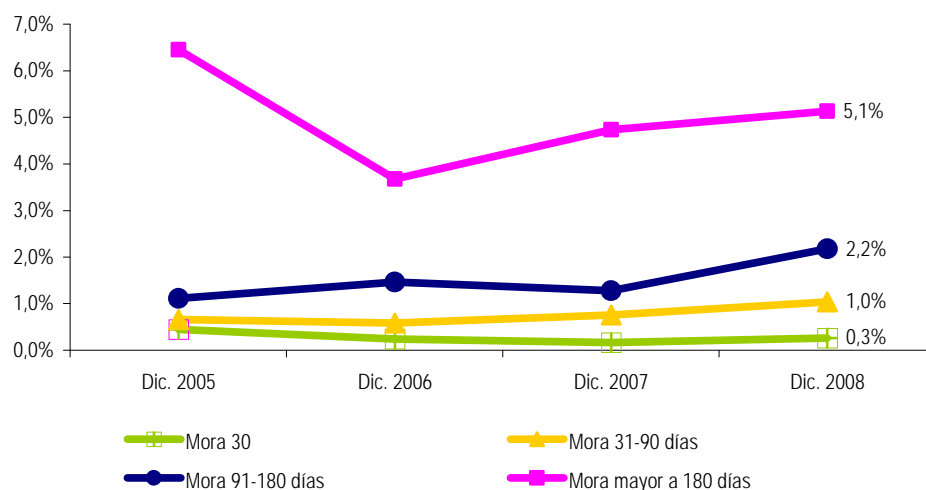
	Dic. 2005	Dic. 2006	Dic. 2007	Dic. 2008
Deudas de dudosa Recup. / Coloc. Créd. social	8,5%	4,8%	6,0%	5,3%
Deudores previsionales / Coloc. Créd. social	3,1%	2,5%	1,6%	3,7%
Stock de provisiones / Colocaciones totales	0,0%	0,6%	2,3%	3,2%
Provisiones y castigos / Colocaciones totales	0,0%	0,6%	0,7%	1,5%
Prov. y castigos / Resultado Oper. neto	0,0%	37,3%	21,8%	42,2%
Castigos / Colocaciones	6,2%	2,2%	2,9%	1,2%
Morosidad hasta tres meses	1,1%	0,8%	0,9%	1,3%
Morosidad superior a tres meses	7,6%	5,1%	6,0%	7,3%
Índice de riesgo de la cartera (1)	1,3%	1,5%	1,5%	2,4%
Estructura de la cartera:				
A (0%)	98%	98%	98%	96%
B (1%)	0,5%	0,2%	0,2%	0,3%
B- (20%)	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%
C (60%)	1,0%	1,1%	1,3%	1,9%
D (90%)	0,7%	0,9%	0,7%	1,4%

Notas: (1) Estimación de Feller Rate sobre la base de la estructura de cartera otorgada por C.C.A.F. 18 de Septiembre. Incluye la cartera total vigente. El tramo D incluye toda la cartera vigente con mora sobre 120 días.

A pesar de los buenos niveles de morosidad en relación a carteras de consumo, se ha observado un aumento en la morosidad en todos los tramos, debido a la coyuntura económica, que trae consigo mayores tasas de desempleo. En el siguiente gráfico se observa la evolución de la morosidad de la cartera total separada por tramos de mora.

Evolución Morosidad Cartera Total C.C.A.F. 18 de Septiembre

(En monto, sobre valor par vigente de cartera)



Fuente: C.C.A.F. 18 de Septiembre

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

Administración maestra de los activos

La coordinación general del patrimonio separado, que involucra el seguimiento de las labores del administrador primario y del resto de los prestadores de servicios, puede ser contratada con terceros o realizada por la propia securitizadora. En este caso, esta labor será llevada a cabo por la securitizadora, bajo una estructura de outsourcing de sistemas y procedimientos contratados con ACFIN, una entidad independiente especializada en la administración de cartera.

Las interfases de sistemas entre el administrador primario y ACFIN, en cuanto a la generación de información periódica de remesas y cuadratura de cartera, se encuentran descritas detalladamente en un manual de procedimientos.

ACFIN Administradora de Activos Financieros

Feller Rate evalúa a ACFIN en su calidad de administrador de activos, calificando a la institución en un nivel *Más que satisfactorio*. Ello obedece a la buena estructuración de sus procedimientos y controles, el alto grado de automatización de sus procesos y el buen apoyo tecnológico.

Los servicios que brinda ACFIN son: administración directa de activos (*Primary Servicing*), administración de carteras de activos (*Master Servicing*) y administración de securitizaciones (*Trustee*).

Como administrador maestro del patrimonio separado, ACFIN será responsable de la supervisión continua de la gestión del administrador primario. Además, como parte de sus funciones, informará sobre el desempeño de la cartera a los entes relacionados (securitizadora, inversionistas, clasificadores de riesgo, entre otros). También asegura el respaldo de la información en sistemas.

Cabe mencionar que ACFIN participa, prestando este tipo de servicios, en más del 60% de las securitizaciones de carteras de activos realizadas a la fecha en el mercado local. En especial, la entidad participa bajo este mismo esquema operativo en las cuatro securitizaciones de créditos sociales vigentes en el mercado.

PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

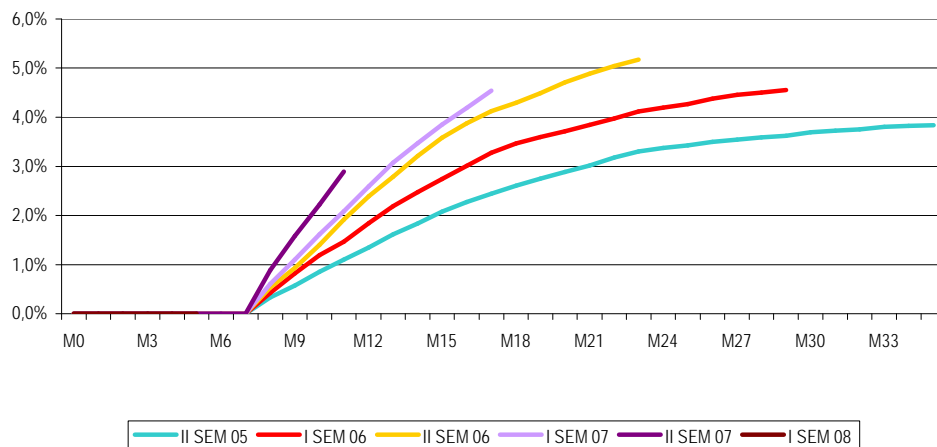
La metodología de Feller Rate considera ajustes a la cartera de activos, de modo de reflejar sus pérdidas potenciales ante una eventual crisis económica. La magnitud de la crisis es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo. Así, los supuestos correspondientes a un escenario AAA son más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

En esta operación, el originador proporcionó información histórica de su cartera global, así como para los segmentos de trabajadores y pensionados, para un periodo de 4 años. De acuerdo a esta información, se estimó la tasa de incumplimiento y el rendimiento de la cartera a ser securitizada en un escenario base. Como estimador de incumplimientos de la cartera se utilizó el tramo de morosidad de más de 180 días. En los gráficos siguientes se presenta la evolución del estimador para camadas semestrales de originación para cada segmento.

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

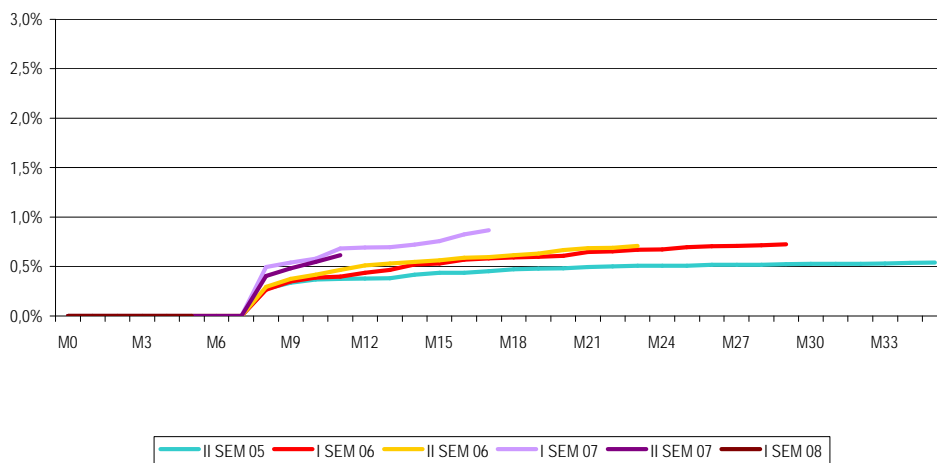
Estimador de Default para Trabajadores

(Camadas semestrales de mora mayor a 180 días)



Estimador de Default para Pensionados

(Camadas semestrales de mora mayor a 180 días)



El segmento de trabajadores muestra mayores niveles de mora en las camadas de más reciente originación. Ello es consistente con lo observado en la industria, que enfrenta escenarios más competitivos, junto con cambios regulatorios que se han traducido en una mayor exposición crediticia. Así también, el oficio emitido por la Dirección del Trabajo, que obliga contar con la aprobación del trabajador para descontar del finiquito el saldo pendiente, se ha traducido en mayores niveles de morosidad en la cartera.

Si bien el estimador de incumplimientos en el segmento de pensionados denota un cierto deterioro en las curvas más recientes, los niveles son bajos y obedecen mayormente a fricciones operativas.

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

El rendimiento promedio mensual de la cartera evoluciona conforme la industria, aunque en niveles algo inferiores a los de sus competidores más directos. De acuerdo al escenario económico, en ambos segmentos, trabajadores y pensionados, la tasa aumentó hacia fines de 2008, llegando al 2,5% y 2,8%, respectivamente. En el caso de los trabajadores, la tasa promedia 1,65% mensual durante 2005 y 2006, pasando posteriormente a niveles en torno a 2%. En tanto, para los pensionados, durante los mismos periodos mencionados, la tasa pasa de 1,8% al 2,2%. De esta manera, se definió como escenario base un rendimiento de 1,6% mensual.

De acuerdo a esta información, se estimó un escenario base de comportamiento de la cartera a ser securitizada. A los niveles determinados en este escenario base, se aplicaron multiplicadores por categoría de riesgo. La magnitud de los multiplicadores es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo buscada. De esta manera, el estrés de incumplimiento aplicado para una categoría AA fue de 4 veces el escenario base estimado.

Asimismo, se estimaron los diversos componentes de gastos para cada período: auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, clasificadores de riesgo, custodia de activos, administración de cartera, gastos de emisión y otros.

En consecuencia, los niveles de los parámetros de crisis asignados a la cartera son:

Supuestos para la Clasificación de Riesgo AA de los Bonos Senior

Variable	Nivel de Stress
Incumplimiento	17,3%
Timing de la pérdida	Primeros 12 meses
Rendimiento de la cartera	Disminuido en un 35%

El nivel de incumplimiento exigido a la cartera considera una cartera conformada en dos tercios por trabajadores y un tercio por pensionados, y la limitación de la exposición en empresas intermediarias de los pagos, definidas en la estructura de la transacción.

El escenario de *stress* considera la existencia del fondo de liquidez exigido para cubrir el riesgo de fungibilidad de los fondos en caso de reemplazo del administrador primario, de acuerdo a su historial de concentración de recaudaciones, al desfasarse en la entrega de éstas al patrimonio separado y la tasa de pago definida para la cartera. Asimismo, incorpora el fondo de intereses, correspondiente a un trimestre, definido en la estructura de emisión.

El escenario de estrés también considera proyecciones de los plazos contractuales y prepagos del portafolio, que se describen más adelante en el ítem de sensibilizaciones.

Flujos de caja

Con los resultados del cuadro anterior, se proyectaron flujos de caja considerando activos promedio. La metodología de Feller Rate requiere para bonos de securitización que los flujos proyectados de ingresos de los activos, netos de pérdidas y gastos, sean capaces de soportar en cada periodo, los egresos generados por el pago bonos. Esto debe cumplirse no sólo para los flujos estimados en condiciones norma-

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

les, sino también para los esperados en condiciones de crisis, incluyendo situaciones de prepagos voluntarios.

Sobre la base de las tablas de desarrollo, se proyectaron los flujos de servicio de los bonos. Para verificar si la estructura soporta su pago, se compararon los flujos netos de cartera fallida y gastos y los flujos de los bonos y:

- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficits del período;
- 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 siempre debe ser positivo.

El pago de todos los cupones de la serie A se realiza cabalmente en un escenario AA. En tanto, la serie subordinada fue estructurada sin mayor estrés y, en consecuencia, su clasificación es C.

Bonos

La emisión de bonos es por un monto total de MM\$ 45.000, dividido en una serie preferente A y una subordinada C. El pago del primer cupón será el 1 de diciembre de 2009. Los intereses se devengan a partir del 1 de septiembre de 2009. Los pagos de la serie preferente serán trimestrales, con 14 periodos de gracia para el capital. La serie subordinada es por un monto de MM\$10.500, no devenga intereses y se pagará un trimestre después del vencimiento de los títulos de deuda senior.

Características de los bonos

Serie	Series A	Series B
Proporción	76,7%	23,3%
Monto (MM\$)	34.500	10.500
Monto por título (MM\$)	5	5
Número de títulos	6.900	2.100
Tasa emisión (anual)	6,0%	0,0%
Plazo (trimestres)	29	30
Periodo de gracia intereses (trimestres)	0	29
Periodo de gracia capital (trimestres)	14	29
Pagos	Trimestrales	1 pago al vencimiento serie senior
Rescates	Contempla	Contempla

Sensibilizaciones

Los flujos de caja resultantes se sensibilizaron ante distintas situaciones de prepagos voluntarios de activos (incluso en situaciones de crisis severa), simulando el mecanismo de rescate de bonos contemplado en el contrato de emisión. Dadas las estimaciones de riesgo crédito, el riesgo de prepago masivo de créditos se encuentra mitigado.

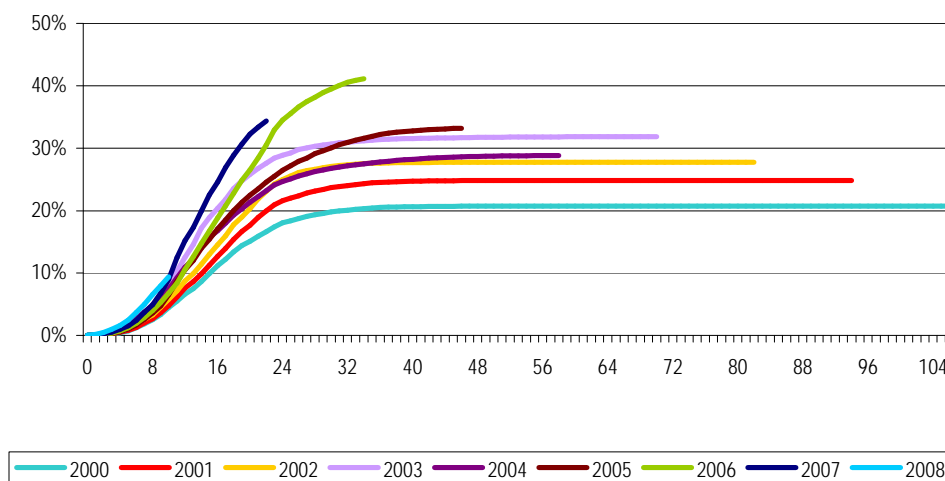
Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

La inmunización respecto del prepago adquiere relevancia, dadas las estadísticas históricas del portafolio y el sistema de operativo de recolocación de créditos empleado por el originador.

En el siguiente gráfico se presenta la información histórica de prepagos en base a camadas anuales de la C.C.A.F. 18 de Septiembre, para cada segmento a partir del año 2000. En general, las operaciones presentan un alto nivel de prepago producto de renegociaciones. De acuerdo a los procedimientos y sistemas manejados por la entidad, cada cliente tiene sólo un crédito asociado, de manera que cuando los deudores solicitan un segundo crédito se rebaja el anterior y se consolida la deuda. De los niveles de prepago observados en el gráfico, aproximadamente el 65% corresponde a renegociaciones.

Prepago Acumulado por Camadas Anuales

(En monto, como porcentaje del valor par original)



Cabe mencionar que el prepago acumulado de las camadas anuales de pensionados es algo superior al de trabajadores, tendiendo al 60%. Esto, producto de la mayor competencia en el segmento, que provoca una gran movilidad de los deudores entre las distintas cajas o el refinanciamiento por parte de la misma caja para evitar la pérdida del cliente.

Además de todos los gastos indicados en el contrato de emisión que corresponde solventar al patrimonio separado, en los escenarios definidos, se consideró un monto anual para imprevistos. Por otra parte, dado que los gastos del patrimonio separado están pactados en UF, las sensibilizaciones incorporaron estrés inflacionario.

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

- Nivel y distribución de los incumplimientos;
- Shock de morosidad de corto plazo;
- Nivel y distribución de los prepagos;
- Rendimiento promedio del portafolio.
- Plazo contractual promedio de la cartera

Vigésimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. 18 de Septiembre)

- Amortización acelerada de la serie preferente;

Las sensibilizaciones de plazos adquieren relevancia por la tendencia que muestra la cartera del originador, así como también conforme se observa en la industria. Éstas se realizaron tomando en cuenta el perfil de plazos de la cartera global del originador y el portafolio ya securitizado por éste, así como los cambios normativos recientes y la penetración en nuevos segmentos, tales como los beneficiarios de la pensión básica solidaria. El plazo residual de la cartera promedia en torno a 20 meses, en tanto la estructura soporta un escenario que está por sobre el doble de este nivel.

Al realizar estos ejercicios, se obtuvieron resultados aceptables de acuerdo a la categoría de riesgo asignada a la serie senior. En un escenario con mínimo *stress*, es improbable el pago cabal de la serie subordinada.

ASPECTOS LEGALES

La operación es la primera dentro de un programa de dos o más emisiones, al amparo del artículo 144 bis de la Ley de Mercado de Valores, que exige la constitución de una escritura pública general que contenga todas las cláusulas generales aplicables a todas las emisiones y otra que considere las condiciones específicas de la emisión.

El mencionado artículo permite la absorción de futuros patrimonios separados por parte del inicialmente formado, bajo ciertas condiciones. A saber, que se hayan cumplido los requisitos establecidos en la escritura pública general y que el resultado de la operación no desmejore el grado de inversión vigente de los títulos emitidos por el patrimonio separado absorbente.

La escritura general y especial contemplan la mayor parte de las consideraciones tratadas en este informe. Entre otros, la escritura general establece: las contrapartes que prestan servicios a los patrimonios separados, los costos asociados a éstos, sus funciones y la posibilidad de su reemplazo, incluido el procedimiento para llevarlo a cabo; una descripción general del perfil de activos; y las condiciones para que el representante de tenedores otorgue el certificado de entero de activos y/o de incorporación o absorción de patrimonios separados. En tanto, la escritura especial define: las características particulares de los activos, de los bonos y los gastos máximos del patrimonio separado.

En particular, la escritura general establece las condiciones que rigen la fusión de patrimonios separados. Esto, entre otros, respecto de prepagos anticipados de las series preferentes y subordinadas, prepagos acelerados de las series preferentes y sus gatillos de aceleración, reparto de excedentes de las series subordinadas, prelación de pagos entre series senior y subordinadas, abonos de saldos de precio, gastos máximos del patrimonio fusionado, destino de ingresos netos de caja y períodos de nuevas adquisiciones de cartera.