

Feller-Rate



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of *Standard & Poor's*

INFORME DE CLASIFICACION

BCI SECURITIZADORA Octavo Patrimonio Separado

Septiembre 2005

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

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

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

Feller-Rate

CLASIFICADORA DE RIESGO

BCI SECURITIZADORA

Octavo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Caja 18 de Septiembre)

SERIE A	AA
----------------	-----------

SERIE B	C
----------------	----------

Analistas: Roxana Silva; Marcelo Arias Fono: 757-0400

Clasificaciones

		Septiembre 2005
Serie A	Nueva Emisión	AA
Serie B (Subordinada)	Nueva Emisión	C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización series A y B

Emisor: Bci Securitizadora

Escritura de emisión: 12 de Septiembre de 2005

Monto: Total: MMS 30.718

Serie A: MMS 30.700; Serie B: MMS 18

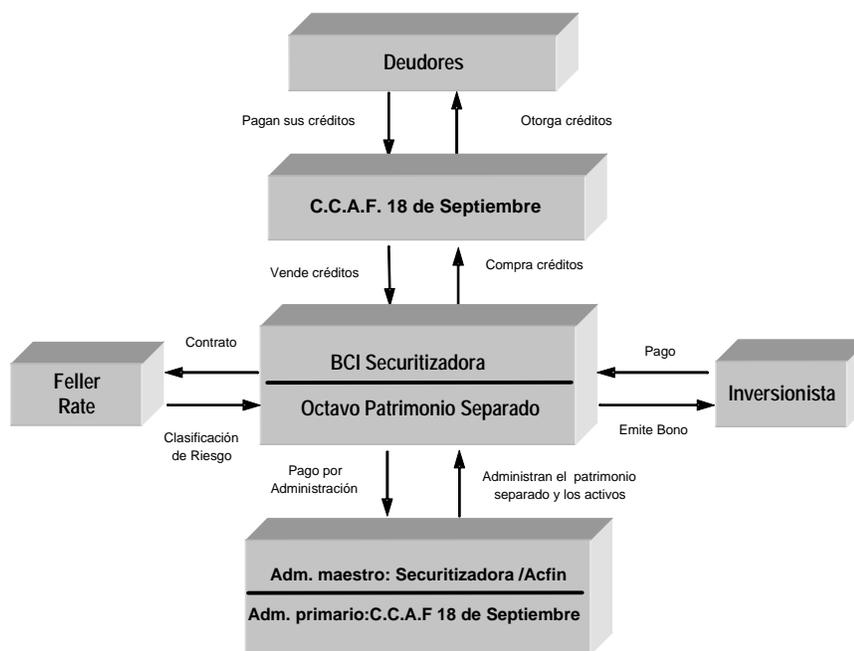
Pagos: Serie A: 25 trimestres, con 12 de gra

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

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 en forma irrevocable a BCI Securitizadora, en favor del patrimonio separado, los derechos sobre flujos de pago que provienen de sus créditos sociales. También cede toda la documentación de respaldo de esos derechos. A la fecha de la primera cesión, el portafolio transferido asciende a MM\$ 35.000 en saldo de capital.

Con el respaldo de estos activos, la securitizadora emite títulos de deuda preferente por MM\$ 30.700, con un plazo de vencimiento de 6,25 años, que prometen el pago de amortizaciones e intereses en forma trimestral, devengando el 6% anual, con 12 trimestres de gracia para el capital. A su vez, emite una serie subordinada por MM\$ 18, que se paga en un solo cupón, con capitalización de intereses al 0,0%, tres meses después del pago del último cupón de la serie preferente. Al igual que los créditos que respaldan la emisión, las series están pactadas en términos nominales en moneda local (pesos).

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 del título de la serie subordinada.

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

La cesión de la cartera original de activos de respaldo tiene un precio equivalente al valor de la colocación de los títulos de la serie preferente, más el valor asignado por las partes para la suscripción de la serie subordinada. Esto es, el monto recaudado por los títulos de deuda menos los fondos de resguardo establecidos para la operación. En adición el pago realizado al cedente se netea de los gastos e impuestos que pudieren gravar la respectiva emisión de títulos.

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.

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 transferida inicialmente representa alrededor de un 45% del stock total de deuda que mantenía el originador a marzo de 2005.

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 \$ 35.000. El valor en cartera se determina como el saldo insoluto de los créditos ponderados por niveles de morosidad y las restricciones de concentración en las empresas intermediarias que se señalan en los siguientes cuadros. 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 10,7%.

Tablas de valorización en régimen y concentración máxima por empresa

Estado de los créditos	Ponderador
Al día y mora hasta 180 días	100%
Mora de más de 180 días	0%
Clasificación de la empresa	Limite de concentración
AAA	100%
AA	20%
A	6%
BBB	4%
Menor a BBB y sin clasificación	3%

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.

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 del 10,7%. La compra de nuevas operaciones se llevará a cabo al menos una vez al mes.

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

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 custodia de documentos que conforman el activo del patrimonio separado ha sido encomendada a Banco de Crédito e Inversiones. 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 desde el primer día de conformación del patrimonio separado, con el aporte de una boleta de garantía bancaria por un monto de MM\$ 2.800, tomada en una institución que cuente con clasificación previa de a lo menos AA-, la que posteriormente podrá ser reemplazada 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\$ 450, 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 de producirse algún evento que gatille la amortización acelerada de la serie preferente (*prepago acelerado*) o a partir de 1 de enero de 2009 (*prepago anticipado*). En el primer caso, el fondo se formará con los fondos de liquidez y de pago de intereses y capital, que al declararse el prepago acelerado de la serie preferente dejarán de acumularse, más el 100% de los ingresos netos de caja disponibles del patrimonio separado. En el segundo, con el 100% de los ingresos netos de caja y la caja acumulada después de aplicada la prelación de pagos que se establece más adelante. En caso de prepago acelerado, se podrá utilizar con la restricción de dejar recursos 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 ser invertidos exclusivamente en títulos de deuda emitidos por el Banco Central de Chile, la Tesorería General de la Republica y pactos de compra con compromiso de venta con instituciones financieras clasificadas al menos en AA-, cuyo activo subyacente sean títulos de deuda emitidos por el Banco Central de Chile o la Tesorería General de la Republica.

Las cuentas corrientes en que se mantengan los recursos en dinero del patrimonio separado deben corresponder a bancos clasificados al menos en categoría AA-. Por otra parte, después de constituidos los fondos, los excedentes deberán ser investi-

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

dos en: títulos de deuda emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile, o que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor hasta su total extinción; depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizados por éstas y letras de crédito emitidas por bancos o instituciones financieras, todas estas inversiones se efectuarán sobre valores que, a lo menos, correspondan a categorías AA- y N-1, para títulos de deuda de largo y corto plazo, respectivamente. Adicionalmente, también se podrá invertir en: cuotas de fondos mutuos cuya clasificación de riesgo corresponda al menos a la categoría AA-, que inviertan en valores de deuda de corto plazo y cuya política de inversiones incluya exclusivamente instrumentos representativos de inversiones nacionales; pactos en instrumentos en corredoras de bolsa y agentes de valores que sean filiales bancarias, cuya clasificación de riesgo corresponda al menos a la categoría AA-.

Prelación de pagos

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

- Cargas, costos, gastos o remuneraciones a que se obliga el patrimonio separado.
- Pago de intereses de los bonos senior.
- Pago de capital de los bonos senior.
- Para la formación del fondo de prepago extraordinario de la serie A.
- Pago de los saldos de precio de compras anteriores, si los hubieran y luego el pago de la adquisición de nuevos créditos, si corresponde.
- Pago de la serie subordinada

A partir del 1 de enero del 2009 o si se registran eventos de amortización acelerada de los bonos securitizados, el pago las adquisiciones de los créditos y de los saldos de precio de las nuevas y anteriores adquisiciones será pospuesto y quedará subordinado al pago total de la serie senior.

Amortizaciones extraordinarias de los títulos de deuda

Prepago anticipado: a partir del día 1 de enero del año 2009, el emisor prepagará parcialmente y en forma anticipada a prorrata los títulos de deuda senior, por un monto mínimo, equivalente en cada oportunidad a MMS\$ 4.144. 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 el fondo, recursos suficientes para el pago del próximo cupón. El prepago anticipado tendrá lugar en la fecha que determine el emisor.

Prepago Acelerado, verificada por la securitizadora la ocurrencia de cualquiera de los eventos que más adelante se establecen, se procederá a la realización de prepagos acelerados parciales sucesivos por un monto mínimo de MMS\$ 1.000. El prepago acelerado será a prorrata y tendrá lugar en la fecha que determine el emisor.

Los eventos que gatillan el prepago acelerado de la emisión, son:

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

- Si el valor en cartera más el saldo insoluto de los créditos cedidos el primero del mes en cálculo es inferior a MMS\$ 35.000.
- Si la razón cartera morosa entre 61 y 90 días sobre cartera total, es superior a 3,5%.
- Si la tasa de pago mensual de la cartera, medida como promedio móvil trimestral, es inferior a 4%.
- Si el plazo promedio remanente de la cartera, ponderado por el saldo insoluto de los créditos es superior a 39 meses.
- 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 produce la intervención del originador, su disolución o en caso de quiebra o insolvencia.
- Si por cualquier causa se cambiase al administrador de los créditos o, antes de que ello ocurriese, si el administrador de los créditos no depositara la remesa dentro del plazo establecido.
- 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 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.

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 cuenta con 7 emisiones inscritas y colocadas, totalizando un monto emitido por alrededor de UF 17.700.000. Dos de las emisiones han sido respaldadas por créditos hipotecarios y cinco por cuentas por cobrar de tarjetas de crédito retail, con originadores y administradores primarios como el Banco de Chile, Ripley, La Polar, Din y Almacenes Paris. Todas las operaciones son clasificadas por Feller Rate.

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 inver-

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

siones, 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. Hoy en día, el porcentaje de control de la familia Yarur alcanza a cerca del 65%. Le siguen en importancia las administradoras de fondos de pensiones con un 12%.

El banco es una entidad de tamaño grande que opera prácticamente en todos los ámbitos del negocio bancario, ya sea directamente o a través de diversas filiales. La clasificación de la entidad en *AA/Positivas/Nivel 1+* por parte de Feller Rate obedece a rentabilidades sobre activos y patrimonial en el rango superior del sistema, acompañadas de mejoras en su eficiencia operativa y calidad de cartera estable, así como al crecimiento sostenido de su participación de mercado. La clasificación se fundamenta también en su fuerte penetración en los sectores medios del mercado, el afianzamiento en el segmento corporativo, su posición de liderazgo en depósitos vistas y administración de caja, y la estabilidad de su plana ejecutiva.

Las perspectivas "*Positivas*" de la clasificación reflejan el paulatino fortalecimiento del posicionamiento de mercado de Bci, con ganancias en la diversificación de ingresos y en cuota de mercado, acompañado de una alta generación operacional. La reciente integración de Banco Conosur, junto con sus inversiones en tecnología, permitirá ganancias adicionales de eficiencia y favorecerá.

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.

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.

La solvencia de la entidad se fortalece por las características de los créditos que la empresa otorga, que se rigen por las normas de pago y cobro de las cotizaciones previsionales; su amplia base de empresas afiliadas, que le permite expandir su volumen de operaciones; y sus niveles de endeudamiento relativamente bajos. Al mismo tiempo, posee una reducida diversificación de ingresos –que dependen casi exclusivamente de los spreads de su cartera de créditos sociales-, una concentración de sus fuentes de financiamiento e indicadores de rentabilidad moderados. Adicionalmente, por su condición de corporación no tiene socios o accionistas que otorguen flexibilidad financiera a la entidad.

C.C.A.F. 18 de Septiembre es una corporación de derecho privado, sin fines de lucro, constituida con el objeto de administrar prestaciones de seguridad social. Luego de la reforma de octubre de 1973 –que creó un fondo único nacional para el pago y financiamiento de las asignaciones familiares-, las cajas de compensación debieron transformar sustancialmente sus esquemas de prestaciones y de servicios. Así,

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

luego de dejar de percibir recursos a raíz de esta reforma, fueron autorizadas a incursionar en el otorgamiento de créditos a sus trabajadores afiliados, financiándolos con su fondo patrimonial.

Producto de lo anterior, los ingresos de la entidad se concentran casi exclusivamente en los spreads de su cartera de préstamos. Esta cartera ha registrado un elevado ritmo de expansión en los últimos años, con niveles de morosidad y desempeño acordes con el mercado objetivo. El reciente fortalecimiento de la administración de la cobranza ha permitido mejorar los indicadores de calidad de cartera a partir de 2004. Por su parte, los niveles de rentabilidad muestran cierta variabilidad, situándose en rangos moderados a junio de 2005 (2,3% sobre activos y en 7,1% respecto del fondo social). Con todo, dichos niveles se estrechan significativamente al ajustarlos por una estimación de gasto en provisiones y castigos de acuerdo a su morosidad.

Su generación interna –ajustada por la señalada estimación de provisiones y castigos– muestra una importante recuperación a partir de 2004, gracias a una disminución en sus niveles de morosidad. Lo anterior, junto con menores gastos operacionales, debiera permitirle sostener retornos positivos y crecientes.

Indicadores financieros

(En millones de pesos de junio de 2005)

	Dic. 2002	Dic. 2003	Dic. 2004	Jun. 2005
Rentabilidad				
Result. Operac. financiero / Act. totales	10,9%	10,3%	10,9%	9,9%
Result. operacional bruto / Act. totales	11,7%	10,8%	11,2%	10,2%
Otros Ing. Oper. netos / Act. totales	0,8%	0,5%	0,3%	0,3%
Result. operacional neto / Act. totales	2,8%	2,1%	3,2%	2,0%
Provisiones y castigos / Act. totales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultados antes Imptos. / Activos totales	3,4%	2,7%	3,5%	2,3%
Resultados antes Imptos. / Fondo social	10,0%	8,1%	11,1%	7,1%
Eficiencia operacional				
Gastos apoyo / Activos totales	8,9%	8,7%	8,1%	8,3%
Gastos apoyo / Coloc. Créd. social	14,2%	13,1%	11,7%	11,9%
Gastos apoyo / Result. Operac. bruto	76,1%	80,3%	71,8%	80,9%
Adecuación de capital				
Tolerancia a pérdidas	31,24%	30,10%	30,00%	31,52%

Nota: (1) Estimación Feller Rate.

Historia

La Caja de Compensación de Asignación Familiar 18 de Septiembre (Caja 18) 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. La institución es una persona jurídica de derecho privado, sin fines de lucro, creada con el objeto de administrar prestaciones de seguridad social.

La Caja 18 de Septiembre se rige por las disposiciones contenidas en la Ley N° 18.833 y sus modificaciones, las normas legales y reglamentarias que regulen las prestaciones de seguridad social que administre, sus reglamentos y sus estatutos. Su supervigilancia y fiscalización recae en la Superintendencia de Seguridad Social (SUSESO), sin perjuicio de las facultades que le pudieran corresponder a la Contraloría General de la República de acuerdo con su ley orgánica.

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

Las cajas de compensación, junto con las mutuales de accidentes del trabajo, se mantienen como una de las herencias del antiguo sistema previsional chileno, modificado a fines de los años setenta. Específicamente, en el caso de las cajas, algunos de los factores fundamentales para decidir no innovar respecto de ellas, al momento al aplicarse la reforma previsional, fueron su rol activo en el desarrollo de los servicios sociales, su aceptación generalizada a nivel de empresas y trabajadores afiliados, su gestión relativamente eficiente, y por el hecho de tratarse de entidades privadas.

Luego de más de 35 años de funcionamiento, la institución tiene cerca de 15.000 empresas asociadas y más de 420.000 trabajadores activos afiliados. El mayor incremento en su base de afiliados se produjo en enero de 2001 tras la absorción de la C.C.A.F. Javiera Carrera. Dicha operación representó un incremento cercano al 50% en el stock de colocaciones y un crecimiento superior a dos veces en el número de afiliados.

Su red de sucursales está conformada por 37 agencias que se distribuyen entre las regiones Primera y Décima. Ello, junto con una dotación de 645 empleados, le permite atender su mercado objetivo.

La institución 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-, base original de su quehacer. Al igual que su competencia –conformada por cinco C.C.A.F.-, Caja 18 de Septiembre da especial énfasis al otorgamiento de créditos a sus afiliados. Este producto se ha convertido en el motor de desarrollo y crecimiento del sistema de cajas de compensación desde que fueron autorizadas a realizar esta actividad hacia fines de 1973.

No obstante, la institución también dedica especiales esfuerzos para el desarrollo de beneficios adicionales para los trabajadores 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.

En diciembre de 1993 las cajas de compensación fueron facultadas a incursionar en el ámbito de la vivienda, a través del leasing habitacional. En este contexto, la institución ofrece, además del leasing habitacional, programas de ahorro, acceso a subsidios, orientación y convenios para que los afiliados obtengan financiamiento hipotecario.

Su accionar también se extiende a la prestación de servicios previsionales a otras entidades de seguridad social. La Ley faculta a las cajas de compensación a invertir recursos de su fondo social en la constitución o participación accionaria en administradoras de fondos de pensiones e instituciones de salud previsional, además de las inversiones propias de su giro, prestaciones y servicios sociales.

Así, Caja 18 de Septiembre tiene convenios de recaudación de cotizaciones previsionales con el Instituto de Normalización Previsional (INP), administradoras de fondos de pensiones (AFP's) e instituciones de salud previsional (ISAPRES). Además, vende órdenes de atención médica para los servicios públicos de salud o bonos del Fondo Nacional de Salud (FONASA).

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

A fines de 2004, la Superintendencia de Seguridad Social –organismo encargado de la supervigilancia y fiscalización de las cajas de compensación- impartió, por primera vez, instrucciones para la estimación de las deudas incobrables, tanto previsionales como no previsionales, y acerca del procedimiento para solicitar la incobrabilidad ante dicho regulador.

Hasta esa fecha, las cajas de compensación no realizaban provisiones por riesgo de crédito. Lo anterior, no se condecía con los principios de contabilidad generalmente aceptados en Chile.

Asimismo, los castigos de cartera eran casi inexistentes, dado que para poder realizarlos, debía tratarse de deudas con una antigüedad mínima de dos años y que la entidad hubiera agotado todos los requerimientos formales de cobranzas, esto es, acciones extrajudiciales y judiciales. De este último requerimiento se eximían las deudas de hasta 6 U.T.M., siendo en ese caso suficiente hacer la solicitud con los antecedentes contables.

La nueva normativa contempla que, las cajas de compensación registren mensualmente una provisión por la estimación del no pago de su cartera de colocaciones de crédito social. Al mismo tiempo, cada mes las cajas deberán determinar una estimación de deudas incobrables distintas de las colocaciones de crédito social.

Las estimaciones de la administración por este concepto son similares al porcentaje de gasto en provisiones calculado por Feller Rate para realizar el análisis de la solvencia de la entidad.

En la misma oportunidad, la Superintendencia de Seguridad Social entregó una disposición de carácter excepcional para que las cajas de compensación, por única vez, castiguen contra patrimonio las deudas previsionales y no previsionales que al 31 de marzo de 2005 tuvieran una antigüedad superior a cinco años. Dicho castigo se dividirá en tres pagos anuales, totalizando un monto cercano a los \$6.000 millones para la Caja 18 de Septiembre, esto es, alrededor del 21% de su fondo social a diciembre de 2004.

A pesar que dicho monto es significativo, es inferior al ajuste patrimonial calculado por Feller Rate en su análisis inicial de solvencia, ya que no considera el 100% de las deudas de dudosa recuperación (cartera vencida superior a un año).

Administración y Propiedad

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 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.

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

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.

La composición de la administración superior de Caja 18 de Septiembre a mayo de 2005 era la siguiente:

Estructura administrativa

Consejo Directivo		Administración	
Presidente	Pedro Lizana	Gerente General	Raúl Escaff
Directores	Ignacio Bastarrica	Fiscal	Pablo Silva
	Juan Riveros	Gerente Administración y Finanzas	Eugenio Rojas
	Osvaldo Lagos	Gerente Operaciones	Venancio Angulo
	Luis Jara	Gerente Planificación y Desarrollo	Santiago Arata
	Bernardo Pinto	Jefe Unidad Estudios	Lautaro Gajardo
Comité de Auditoría	Raúl Escaff	Jefe Unidad Auditoría Interna	Héctor Saint-Jean
	Héctor Saint-Jean	Jefe Departamento Recursos Humanos	Raúl Correa
		Jefe Unidad Jurídica	Gonzalo Phillips

La administración superior tiene una larga trayectoria dentro de la organización, superando los 20 años de antigüedad.

Las cajas de compensación son corporaciones de derecho privado. Si bien nacieron por iniciativa de empresarios privados en torno a asociaciones gremiales -quienes, autorizados por la ley, pasaron a administrar la cotización para la Asignación Familiar de sus trabajadores obreros-, no tienen propietarios o accionistas. Caja 18 de Septiembre se constituyó en 1969 por iniciativa de la Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA).

Mercado objetivo

El mercado objetivo de Caja 18 de Septiembre se ha ido ampliando conforme la Ley ha cambiado. En sus orígenes, sólo estaba orientada a los obreros de las empresas adherentes. A fines de 1976, la cobertura del sistema se extendió a todos los trabajadores, fuesen obreros o empleados. Entre 1998 y 2004, la entidad tuvo un incipiente accionar en el segmento de los pensionados, potenciándolo activamente a partir de los primeros meses de 2005. Así, la administración proyecta aumentar en casi seis veces su base de afiliados en este segmento durante 2005.

La ampliación de su mercado objetivo se originó inmediatamente después que la Ley N° 19.539 autorizara a los pensionados de cualquier régimen previsional -excluidos los de la Caja de Previsión de la Defensa Nacional y de la Dirección de Previsión de Carabineros de Chile- afiliarse a una caja. Ello, en buena medida, en reconocimiento a la gestión desarrollada por el sistema de cajas de compensación.

Entre los trabajadores, también hay importantes grupos que no acceden a este sistema como los funcionarios públicos, las trabajadoras de casa particular, los trabajadores independientes y los integrantes de las fuerzas armadas y de orden.

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

La afiliación de los trabajadores a las C.C.A.F. es colectiva por empresa, requiriéndose la voluntad de la mayoría absoluta de éstos y del propio empleador, no representando un costo para ninguno de ellos. En el caso de los pensionados, la incorporación es individual, debiendo ellos hacer un aporte que no puede superar el 2% de su pensión mensual. Actualmente, la entidad administra una base cercana a los 420.000 afiliados, principalmente trabajadores de los segmentos C3 y D.

El principal producto de la institución, en términos de activos y de ingresos, son las colocaciones de crédito social, si bien, como se mencionó, también ofrece una diversidad de servicios adicionales a sus afiliados, ya sean trabajadores, pensionados o empresas.

La competencia entre las instituciones que integran el sistema de cajas de compensación se acentuó a partir de la promulgación de la Ley N° 18.833. Así, para captar el interés de los sectores laborales y empresariales, la entidad ha realizado diversas inversiones en infraestructura, construyendo diez centros deportivos y recreacionales y tres centros vacacionales.

Participación de mercado

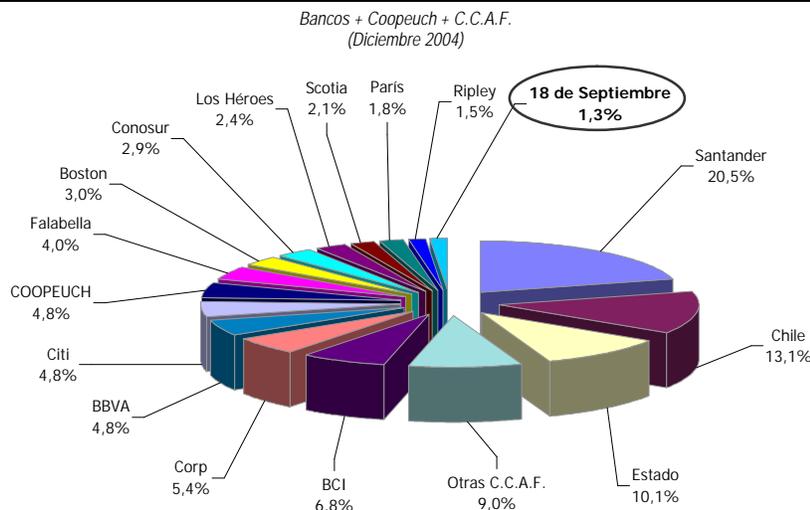
Entre 1999 y 2004, según los balances proforma⁽¹⁾, las colocaciones de Caja 18 de Septiembre aumentaron en cerca de tres veces. En el mismo período, la suma de colocaciones de consumo del sistema bancario -incluida Coopeuch- y las cajas de compensación registró una tasa de crecimiento del 94%. En consecuencia, la entidad aumentó su participación de mercado en créditos de consumo en más de un 40%, pasando de 0,9% a 1,3%. El mayor ritmo de crecimiento lo registró durante 2001, con una expansión superior al 50%. En los períodos posteriores, el aumento de operaciones ha promediado el 19% anual.

En la industria conformada por las cinco cajas de compensación, Caja 18 de Septiembre se ubica en el tercer lugar, con una cuota del 10,3% del volumen de créditos a diciembre de 2004. En tanto, sus participaciones en número de trabajadores y número de empresas afiliadas están en 15% y 22%, respectivamente.

⁽¹⁾ Considera la consolidación de C.C.A.F. 18 de Septiembre y C.C.A.F. 18 Javiera Carrera.

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

Participación en créditos de consumo



Las proyecciones de la entidad apuntan a incrementar en cerca de seis veces su base de pensionados y en un 5% su base de trabajadores durante 2005. De esta forma, el peso relativo de las colocaciones a pensionados adquiriría mayor relevancia, pasando de 2,3% a cerca del 11% entre 2004 y 2005. Al mismo tiempo, ello permitirá que su cartera de préstamos registre un incremento significativo, superando el 50% a fines de 2005.

Políticas y procedimientos

La entidad 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, la estructura de las unidades de riesgo y control se ha mantenido estable. Sin embargo, para enfrentar el crecimiento proyectado de sus colocaciones, la entidad requerirá de una modernización de su plataforma tecnológica, de manera de fortalecer los controles.

En el análisis de su cartera es relevante considerar las características de cobro de los préstamos que otorga. De acuerdo al régimen de prestaciones de crédito social, 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. 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.

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

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 tener una antigüedad mínima de 12 meses. La prelación en la selección de los créditos, 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, la mora histórica debe ser menor o igual a 120 días en los últimos 12 meses y los deudores no deberán presentar protestos vigentes en DICOM.
- Las empresas deberán tener una antigüedad mínima de 12 meses de afiliación a la C.C.A.F. 18 de Septiembre.
- Los deudores pasivos deben tener una antigüedad mínima de 6 meses afiliados a la C.C.A.F. 18 de Septiembre y tener morosidad inferior a 60 días
- Las operaciones deben ser créditos en pesos, originados por C.C.A.F. 18 de Septiembre, con un plazo máximo de 48 meses en el caso de los afiliados activos y 60 meses para los 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 1.400 pagarés, y tiene por objeto verificar que el pagaré esté registrado en el sistema de C.C.A.F. 18 de Septiembre, evaluar la consistencia de la información entre los sistemas del administrador primario y ACFIN, y verificar que los deudores cumplen con los filtros definidos por el emisor.

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 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 en casi 3 veces, durante los últimos 4 años. El mayor incremento se observa durante el 2001, que obedece en gran parte a la absorción de la C.C.A.F. Javiera Carrera.

A marzo de 2005, el stock de deuda vigente total era de MMS 77.000, que corresponde a alrededor de 161.000 operaciones. Así, la cartera a securitizar corresponde a aproximadamente un 45% de la cartera total actual. La mayor parte del portafolio corresponde a afiliados activos. Aunque la participación de los pensionados se ha ido incrementando, aún es menor, siendo a junio de 2005 un 13% del capital colocado.

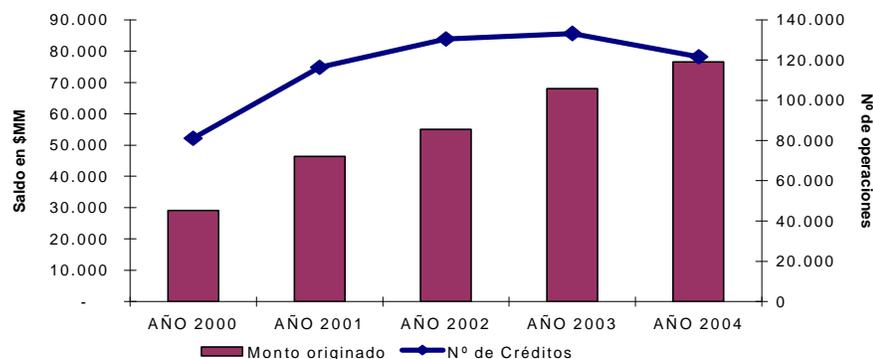
El monto promedio de los créditos está en torno a \$600.000 y el plazo promedio de originación es de 29 meses. Ambas variables, muestran un importante aumento

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

desde el último trimestre de 2003. Este aumento coincide con el cambio en la normativa de la Superintendencia de Seguridad Social que regula las condiciones para el otorgamiento de créditos sociales. Entre otras cosas, la normativa modificó el cálculo del límite de la cuota/renta del deudor, sustituyendo en el denominador la renta líquida, ocupada inicialmente, por la renta bruta. La adecuación de la política de originación de la entidad al cambio en la normativa, provocó un aumento en la capacidad de endeudamiento de los clientes, con el consiguiente aumento en los montos y plazos promedios de los créditos.

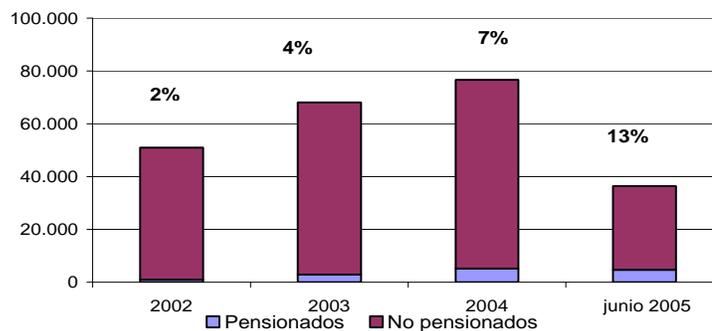
Evolución Cartera C.C.A.F. 18 de Septiembre

(Flujos originados por año en saldo y número)



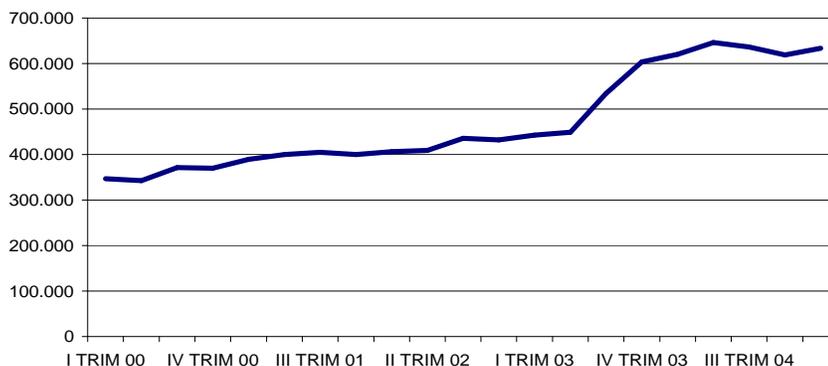
Distribución Colocaciones C.C.A.F. 18 de Septiembre

(Flujos originados por año en saldo y número)



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

Monto Promedio Crédito Originado



Plazo originación promedio



ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

Administración primaria de los activos

La legislación chilena permite a la securitizadora contratar los servicios de administración primaria con terceros o a 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

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

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 acorde con su segmento objetivo. Con todo, su cartera improductiva –deudores previsional y deudas de dudosa recuperación- como proporción de sus activos es elevada (cerca al 12%). Al momento de la absorción de C.C.A.F. Javiera Carrera, la composición de dicha cartera, según el balance proforma, correspondía en partes iguales a ambas instituciones. Los avances en la gestión de cobranza a partir de 2004 se han reflejado en una disminución de dichos activos y en un mejor desempeño global de las colocaciones en el último año.

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.

En los últimos años, la estructura se ha mantenido estable. Sin embargo, para enfrentar el crecimiento proyectado de sus colocaciones, la entidad requerirá de una modernización de su plataforma tecnológica, de manera de fortalecer la administración crediticia y los controles. La instancia de seguimiento de las empresas también necesitará de ajustes para incluir acciones de cobranza temprana.

Como se mencionó, las cajas de compensación no realizan provisiones por riesgo de crédito. Sin embargo, los próximos cambios normativos en esta materia, obligarán a la entidad a registrar mensualmente una provisión por la estimación del no pago de su cartera de colocaciones de crédito social. Al mismo tiempo, cada mes deberá determinar una estimación de deudas incobrables distintas de las colocaciones de crédito social.

Las estimaciones de la administración por este concepto son similares al porcentaje de gasto en provisiones calculado por Feller Rate para realizar el análisis de la solvencia de la entidad; esto es, gastos en provisiones por unidad colocada y con relación al resultado operacional bruto que estrecharán significativamente sus niveles de rentabilidad.

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

Riesgo de la cartera de colocaciones

	Dic. 2001	Dic. 2002	Dic. 2003	Dic. 2004
Deudas de dudosa Recup. / Coloc. Créd. social	18,8%	16,0%	15,0%	14,8%
Deudores previsionales / Coloc. Créd. social	4,4%	2,6%	3,9%	2,4%
Provisiones / Coloc. Créd. social	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Provisiones y castigos / Coloc. Créd. social	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Prov. y castigos / Resultado Oper. neto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Castigos / Colocaciones	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Morosidad hasta tres meses		5,6%	7,5%	5,2%
Morosidad superior a tres meses		5,2%	3,5%	0,6%
Índice de riesgo de la cartera ⁽¹⁾		4,2%	3,0%	0,6%
Estructura de la cartera:				
A (0%)		89,1%	89,0%	94,2%
B (1%)		3,8%	5,5%	4,5%
B- (20%)		1,8%	1,9%	0,7%
C (60%)		2,9%	2,1%	0,5%
D (90%)		2,3%	1,4%	0,1%

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.

ACFIN fue creada en 1997. En su propiedad participa AGS Financial LLC, entidad orientada al otorgamiento de servicios profesionales en financiamiento estructurado internacional y securitización, con base en EEUU. En 1998, ingresó a la propiedad SONDA, quien controla actualmente un 80% de la compañía.

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 la continuidad de la gestión de cobranza, sea por reemplazo del ad-

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

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.

Acorde con la metodología de selección de la cartera transferida, el análisis asume que el portafolio a securitizar es representativo de la cartera consolidada de créditos en cuotas originada por C.C.A.F 18 de Septiembre.

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. La evaluación implicó ajustes a los precios pactados por los servicios, de manera de reflejar valores de mercado sostenibles en el tiempo.

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	14%
Timing de la pérdida	Primeros 12 meses
Rendimiento de la cartera	Disminuido en un 35%
Calificación serie senior	AA

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.

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 normales, 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.

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

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. 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\$ 30.718, dividido en una serie preferente A y una subordinada B. La emisión senior es por MM\$ 30.700 y el pago de su primer cupón será el 1 de enero de 2006. Los intereses se devengarán a partir del 1 de octubre de 2005. Los pagos de la serie preferente serán trimestrales, teniendo 12 periodos de gracia para el capital. La serie subordinada es por un monto de MM\$ 18, devenga un 0% de interés y se pagará un trimestre después del vencimiento de los títulos de deuda senior.

Características de los bonos

Serie	Series A
Monto (MM\$)	30.700
Monto por título (MM\$)	5
Número de títulos	6.140
Tasa emisión (anual)	6%
Plazo (trimestres)	25
Periodo de gracia intereses (trimestres)	0
Periodo de gracia capital (trimestres)	12
Pagos	Trimestrales
Rescates	Contempla

Sensibilizaciones

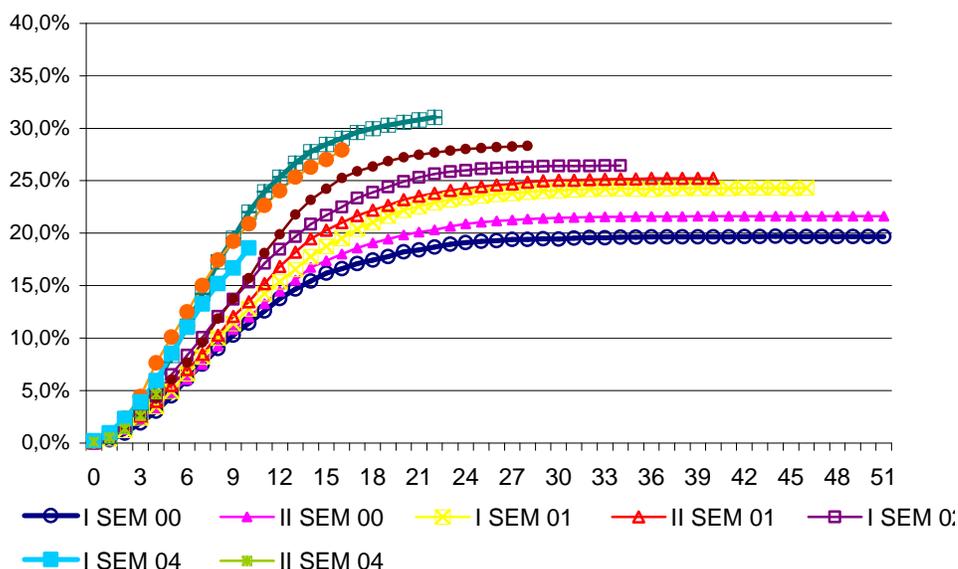
Los flujos de caja resultantes se sensibilizaron ante distintas situaciones de prepagos voluntarios de activos (incluso en situaciones de crisis severa), simulando el mecanismo de rescate de bonos contemplado en el contrato de emisión.

Dada las estimaciones de riesgo crédito, el riesgo de prepagos masivos de activos se encuentra mitigado. La inmunización respecto de prepagos adquiere relevancia, dadas las estadísticas históricas del portafolio y el sistema de operativo de recolocación de créditos empleado por el originador.

En el siguiente cuadro se presenta la información histórica de prepagos en base a camadas semestrales de Caja 18 de Septiembre, a partir del primer trimestre del 2000. La cartera presenta un alto nivel de prepago producto de renegociaciones. De acuerdo a los procedimientos y sistemas manejados por la entidad, cada cliente tiene solo 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, el 70% corresponde a renegociaciones.

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

Prepago Acumulado



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 stress 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.
- Perfil de plazo promedio remanente de la cartera
- Rendimiento promedio del portafolio
- Amortización acelerada de la serie preferente
-

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

ASPECTOS LEGALES

El contrato de emisión establece la mayor parte de las consideraciones tratadas en este informe, incluyendo la descripción de los activos y títulos securitizados; agentes que participarán en la operación; remuneraciones que se deberán pagar a los prestadores de servicios; facultades y deberes del administrador primario de los activos; constitución de fondos especiales y políticas de inversión de estos recursos y de los excedentes de caja del patrimonio separado; política de compra y valoriza-

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

ción de cartera; prelación de pagos; amortización extraordinaria de los títulos; eventos de amortización acelerada y procedimiento de pago de los títulos.

Específicamente, el contrato define que cualquier duda o dificultad que surja entre el Emisor, el Representante de los Tenedores de Títulos de Deuda y dichos Tenedores, se resolverá mediante arbitraje. Esto, sin perjuicio del derecho de sustraer siempre el conocimiento del asunto para someterlo a la decisión de la justicia ordinaria.