



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

BCI Securitizadora S.A. Décimo Séptimo Patrimonio Separado

Abril 2008

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.

Feller-Rate

CLASIFICADORA DE RIESGO

BCI SECURITIZADORA S.A. Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

SERIE A AA

SERIE C C

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

Clasificaciones

	Diciembre 2007	Marzo 2008
Serie A	AA	AA
Serie C (Subordinada)	C	C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización series A y C
Emisor: Bci Securitizadora S.A.
Escrituras de emisión: 19 de julio de 2007
Escrituras complementarias: 12 de septiembre, 9 de noviembre y 27 de noviembre de 2007.
Monto de emisión: Total: MMS 40.000
 Serie A: MMS 34.000; Serie C: MMS 6.000
Pagos: Serie A: 29 cuotas trimestrales, con 15 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: 6,5 %; Serie C: 0%
Colateral: créditos emitidos por C.C.A.F. Los Héroes. A la fecha de la primera cesión éstos alcanzan a MM \$ 40.000 en saldo de capital.
Originador y Adm. primario: C.C.A.F. Los Héroes
Administrador maestro: BCI Securitizadora S.A./ACFIN
Banco custodio: Banco de Crédito e Inversiones
Banco 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.

Los bonos fueron colocados recientemente durante el mes de marzo, por lo que se está procediendo a formalizar el entero del activo del patrimonio separado, no registrándose aún información de seguimiento de cartera.

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. Los Héroes 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 INP.

La cartera del originador ha registrado un significativo ritmo de expansión en los últimos años, con niveles de morosidad y desempeño crediticio bajos y relativamente controlados, que obedecen tanto a un mejor desempeño en el segmento de trabajadores como por la mayor incursión en el segmento de pensionados. No obstante, la expansión en el segmento de trabajadores durante el año 2007 está generando algunas presiones en los indicadores de riesgo. A su vez, los montos de deuda y plazo promedio han aumentado, conforme a los mayores espacios que otorga la actual normativa que regula el sector y a la competencia. Por su parte, los procedimientos de selección y compra de cartera por parte de la securitizadora son rigurosos, abarcando filtros de morosidad actual e histórica de los créditos, antigüedad de afiliación de los deudores y empresas intermediarias. Cabe mencionar que la estructura no contempla la obligación de incorporar créditos del segmento de pensionados.

La administración de los activos estará a cargo de C.C.A.F. Los Héroes. La capacidad de la empresa para originar y administrar activos fue evaluada por Feller Rate en "Satisfactorio", considerándose que su actual estructura y formalización de procesos son acordes al tamaño y tipo de mercado al que se orienta y a los niveles de crecimiento proyectados. En los últimos períodos, la entidad ha venido implementando profundos cambios al interior de la organización que han apuntado a mejorar su administración crediticia y a fortalecer sus controles, permitiendo, entre otros, abordar los segmentos de pensionados y trabajadores de acuerdo a estrategias acordes a cada uno, unificar los requerimientos de la Superintendencia de Seguridad Social y atender al Estado como un cliente más.

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 es 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.

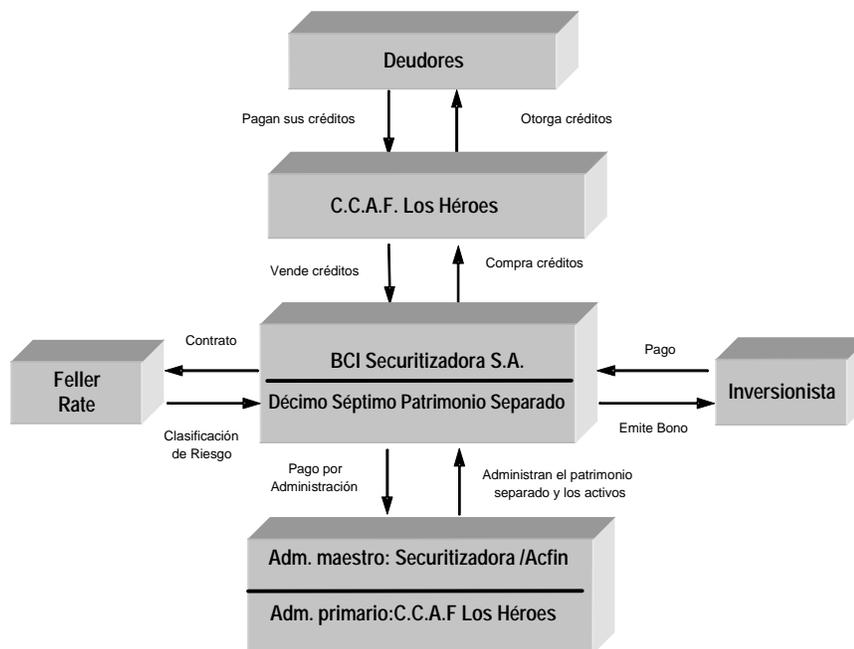
Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

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. Los Héroes 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 subordinada. A la fecha de la primera cesión, el portafolio transferido asciende a MMS\$ 40.000 en saldo de capital.

Con el respaldo de estos activos, la securitizadora emite títulos de deuda preferente por MMS\$ 34.000, con un plazo de vencimiento de 7,25 años, que prometen el pago de amortizaciones e intereses en forma trimestral, devengando el 6,5% anual, con 15 trimestres de gracia para el capital. A su vez, emite una serie subordinada por MMS\$ 6.000, 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 al menos un 15,6%, el que

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

se cancela con la colocación de los títulos de la serie preferente, más el valor asignado 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 38% de su stock total de deuda administrada a diciembre de 2007.

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 40.000. 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. 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 15,6%.

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	Limite de concentración
AAA	100%
AA	12%
A	6%
BBB	4%
Menor a BBB y sin clasificación	3%

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.

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

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 15,6%. 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. Los Héroes. 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. Los Héroes de una o más boletas de garantía bancaria por un monto de MMS\$ 4.800, 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 MMS\$ 540, 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 si se produce algún evento que gatille la amortización acelerada de la serie preferente (*prepago acelerado*), a partir de 1 de diciembre de 2011 (*prepago anticipado*) o a partir de la notificación de la *Comunicación de C.C.A.F. Los Héroes*, que se detalla más adelante. En el primer caso, el fondo se formará con los fondos de liquidez y de pago de intereses y capital, que al declararse el evento que gatilla 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 y tercer caso, el fondo se formará 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

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

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 y pactos de compra con compromiso de venta con instituciones financieras clasificadas al menos en AA-, cuyo subyacente sean títulos emitidos por la Tesorería General de la República y el Banco Central de Chile.

En tanto, los ingresos netos de caja disponibles acumulados podrán ser invertidos, mientras no se requiera utilizarlos, adicionalmente en: depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizados por estas; letras de cambio emitidas por bancos e instituciones financieras; cuotas de fondos mutuos cuya clasificación de riesgo corresponda al menos a la categoría AA-, que inviertan en valores de deuda de corto plazo o en títulos de deuda y cuya política de inversiones considere exclusivamente instrumentos representativos de inversiones nacionales; pactos de compra con compromiso de venta con Corredoras de Bolsa y Agentes de Valores que sean filiales bancarias 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 AA-.

Direccionamiento periódico de los flujos

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.
- Pago de las obligaciones del patrimonio separado en caso de que los recursos disponibles en los fondos señalados no fuesen suficientes.
- Formación y reposición, cuando corresponda, del fondo de pago de intereses y capital y del fondo de liquidez.
- 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 1 de diciembre de 2011 -fecha en que comienza el período de amortización de los bonos senior -, desde la notificación de la *Comunicación de C.C.A.F. Los Héroes* - que se detalla en el ítem siguiente-, o si se registran eventos de amortización acelerada de los bonos securitizados, 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.

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

Amortizaciones extraordinarias de los títulos de deuda

Prepago Anticipado: Desde la notificación de la *Comunicación de C.C.A.F. Los Héroes*, el emisor prepagará anticipadamente y a prorrata la serie preferente, en forma continua hasta su extinción, siempre y cuando se acumulen en el fondo de prepago anticipado un monto mínimo de MMS\$6.210. La comunicación *Comunicación de C.C.A.F. Los Héroes* no puede ser enviada antes del 1 de diciembre de 2008 ni después del 1 de diciembre de 2011.

Si el emisor no hubiese iniciado el prepago anticipado de la serie senior antes del 1 de diciembre de 2011, deberá prepagar parcialmente y en forma anticipada a prorrata los títulos de deuda senior, por un monto mínimo, equivalente en cada oportunidad a MMS\$ 6.120. 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 1 de diciembre de 2011, el emisor podrá prepagar totalmente la serie preferente en la medida que existan recursos suficientes en los fondos del patrimonio separado. Por medio de la *Comunicación de C.C.A.F. Los Héroes*, ésta tiene la opción de solicitar al emisor acogerse a esta modalidad de prepago, desde la fecha de notificación.

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:

- Si el valor en cartera más el saldo insoluto de los créditos cedidos en la primera cesión del mes de cálculo es inferior a 1,176 veces el saldo insoluto de los títulos de la serie preferente. Este indicador se calculará como promedio móvil trimestral.
- 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 4,0%;
- Si el plazo promedio remanente de la cartera, ponderado por el saldo insoluto de los créditos, es superior a 43 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.

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

- 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.
- 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 MMS\$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 primero de diciembre de 2011 y sólo si no se ha recibido la *Comunicación de C.C.A.F Los Héroes* – antes descrita – o si no se ha producido un evento de amortización acelerada de la serie preferente. El prepago se llevará a efecto cada vez que los excedentes de caja del patrimonio separado, según el direccionamiento periódico de los flujos antes descrito, superen MMS\$100. A su vez, se establece un monto máximo acumulativo de prepagos de esta serie de MMS\$5.600

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 15 operaciones de securitización, todas clasificadas por Feller Rate, involucrando un monto colocado total aproximado de MUF 27.500. Los activos de respaldo han correspondido a créditos hipotecarios, tarjetas de crédito retail, facturas comerciales y créditos de consumo, con originadores tales como los bancos Edwards y Santander, Din, Ripley, La Polar, Almacenes París, Córpora Tres Montes, CCAF La Araucana, CCAF 18 de Septiembre y Copeval.

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 controla-

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

dor 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.

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. Su solvencia es clasificada en “AA/Positivas/Nivel 1+” por Feller Rate, en atención a retornos en el rango superior del sistema, acompañados de mejoras en su eficiencia operativa y calidad de cartera, así como a la consolidación de su participación de mercado. También se fundamenta en su fuerte penetración en los sectores medios del mercado, su afianzamiento en el segmento corporativo, su posición de liderazgo en depósitos vista y administración de caja y la estabilidad de su plana ejecutiva.

Las perspectivas de su clasificación se mantienen en “Positivas”, en atención al favorable desempeño de su estrategia, diversificación de ingresos y buena calidad de sus activos. Las inversiones en tecnología permitirán ganancias adicionales en eficiencia, a la vez que el mayor énfasis en segmentos minoristas favorecerá sus márgenes. En la medida que ello permita recuperar la tendencia creciente de sus retornos, sus clasificaciones se beneficiarán.

CALIDAD CREDITICIA DEL COLATERAL Y GARANTÍAS

En esta emisión Feller Rate evaluó a C.C.A.F Los Héroes 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. Los Héroes

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

Los Héroes es clasificado en “A-/Estables” por Feller Rate, sobre la base del buen posicionamiento que posee en el mercado de pensionados, que cuenta con una baja morosidad. Considera, asimismo, las características de los créditos que otorga, que se rigen por las normas de pago y cobro de las cotizaciones previsionales. Además, destaca el impulso que está dando la administración para avanzar en temas de gobiernos corporativos.

Como contrapartida, la institución muestra una baja diversificación de ingresos, que dependen mayoritariamente de los *spreads* de su cartera de créditos sociales. Dicho riesgo se atenúa en cierta medida por la amplia diversificación de su base de afiliados. Asimismo, presenta una concentración de sus fuentes de financiamiento, que corresponden mayoritariamente a créditos bancarios. Lo anterior es parcialmente compensado por su fondo social que representa un 23% de sus pasivos y por la securitización de parte de su cartera.

Por otra parte, se observan bajos niveles de rentabilidad sobre activos en los últimos años, los que son menores que los de algunas entidades pares, aunque cercanos al promedio de los bancos *retail*.

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

Asimismo, su índice de endeudamiento presentó un alza a partir de 2006, producto de la devolución al balance de la operación de securitización en dicho ejercicio, al reconocer dentro de los pasivos de largo plazo las obligaciones por títulos de deuda securitizada. Dicho endeudamiento es significativamente más bajo que el del promedio de la industria bancaria, pero se compara desfavorablemente con algunas cajas de compensación de asignación familiar. Con todo, no existe un límite normativo para el endeudamiento de estas entidades y la administración espera llegar a un nivel de entre 4 y 5 veces en los próximos años.

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

Los Héroes es una corporación de derecho privado, sin fines de lucro, constituida con el objeto de administrar prestaciones de seguridad social. En octubre de 1973, las cajas de compensación fueron autorizadas para otorgar créditos a sus trabajadores afiliados, financiándolos con su fondo patrimonial. En la actualidad, dichos créditos constituyen el 82% de sus activos.

A diciembre de 2007, la entidad tenía algo más de 8.000 empresas y cerca de 780.000 afiliados. Su expansión se ha focalizado en el segmento de los pensionados, liderando este nicho con más de 370.000 afiliados, de los cuales cerca del 60% poseen créditos vigentes, representando el 61% de las colocaciones de la caja a dicha fecha.

Indicadores financieros

(En millones de pesos de diciembre de 2007)

	Dic. 2004	Dic. 2005	Dic. 2006	Dic. 2007
Activos totales	172.199	172.542	235.239	250.250
Colocaciones crédito social	143.629	133.415	191.420	205.834
Pasivos exigibles	122.662	121.482	178.755	186.806
Fondo social	43.579	44.865	50.981	56.594
Resultado Operac. bruto	28.577	34.297	39.008	43.844
Gastos de apoyo	20.786	26.520	32.142	34.540
Provisiones y castigos	789	0	1.528	2.752
Resultado antes de impuestos	5.970	6.351	5.539	6.885
Result. Oper. bruto / Act. Tot.	20,3%	17,4%	19,9%	18,1%
Gastos de apoyo / Act. Tot.	14,7%	13,4%	16,4%	14,2%
Prov. y castigos / Act. Tot.	0,6%	0,0%	0,8%	1,1%
Result. antes Impto. / Act. Tot.	4,2%	3,2%	2,8%	2,8%
Pasivo exigible / Fondo social	2,8 vc	2,7 vc	3,5 vc	3,3 vc
Índice de riesgo de la cartera ⁽¹⁾	0,49%	0,40%	0,51%	1,16%

(1) Estimación Feller Rate

Historia

La Caja de Compensación de Asignación Familiar Los Héroes es la continuadora legal de la Caja de Compensación Metalúrgica, constituida por la Asociación de Industriales Metalúrgicos (ASIMET) en 1955. La institución es una corporación de derecho privado, sin fines de lucro, creada con el objeto de administrar prestaciones de seguridad social.

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

La entidad 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 de supervisión con las que cuenta la Contraloría General de la República de acuerdo con su ley orgánica.

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 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.

Al inicio de sus actividades, Los Héroes contaba con 20 empresas y 8.000 trabajadores afiliados. A partir de 1998 su accionar se amplió al segmento de los pensionados, mercado que actualmente lidera con más de 370.000 afiliados.

Para atender a su mercado objetivo, la entidad cuenta con una dotación cercana a los 1000 empleados y una red de sucursales, conformada por 60 agencias, que se distribuyen en todo el país. Durante 2006 la entidad estableció 15 agencias móviles, que cubren lugares donde no poseen presencia física y que visita a empresas afiliadas a la caja, brindándoles un servicio especializado para el otorgamiento de créditos sociales a los trabajadores. Asimismo, durante ese año la caja abrió 30 agencias, producto del cambio en la normativa de afiliación de pensionados, que contemplaba que ésta debía realizarse físicamente en las sucursales.

Los Héroes tiene por objeto administrar, por cuenta del Estado, las prestaciones legales de seguridad social –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, 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, ya que de ella proviene parte mayoritaria de sus ingresos.

No obstante, la institución también dedica especiales esfuerzos para el desarrollo de beneficios adicionales para los trabajadores. Estos consisten en ayuda económica bajo la modalidad de bonos (natalidad, nupcialidad y fallecimiento), bonos en dinero, 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, Los Héroes ofrece, además del leasing habitacional, programas de ahorro, acceso a subsidios, asesorías 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. Así, Los Héroes tiene convenios de recaudación de cotizaciones previsionales con el Instituto de Normalización Previsional (INP), ad-

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

ministradoras de fondos de pensiones (AFP's) e instituciones de salud previsual (ISAPRES). Además, vende órdenes de atención médica para los servicios públicos de salud o bonos del Fondo Nacional de Salud (FONASA).

Administración

El Directorio es el organismo responsable de la administración de la entidad. Según los estatutos de la caja, está constituido por seis integrantes que duran tres años en sus cargos. Su composición es paritaria; esto es, tres de sus miembros pertenecen al estamento empresarial y tres al estamento laboral.

En los últimos períodos, la gerencia general ha venido impulsando profundos cambios al interior de la organización que han apuntado a mejorar su administración crediticia y a fortalecer sus controles. Al mismo tiempo, está buscando alcanzar una mayor eficiencia y aumentar la productividad.

Es así como en 2005 las áreas comerciales fueron separadas, con el fin de segmentar adecuadamente a sus clientes. Dicha división le ha permitido a la entidad abordar a cada segmento objetivo -pensionados y trabajadores- de acuerdo a estrategias acordes a las necesidades de cada uno.

Por otra parte, en 2006 se creó la gerencia divisional de instituciones financieras y seguridad social, la que surge por la necesidad de unificar los requerimientos de la Superintendencia de Seguridad Social y, además, atender al Estado como un cliente más. Asimismo, a mediados de ese año asumió un nuevo gerente de finanzas, con vasta experiencia en el área y un nuevo gerente de riesgos, proveniente de la industria bancaria y con amplios conocimientos en la administración basada en riesgos y en temas relacionados con Basilea II.

Recientemente la administración ha impulsado el establecimiento de distintos órganos con el objeto de avanzar en temas de gobiernos corporativos. Es así como ha llevado a cabo la creación de distintos comités que tienen por objeto tratar temas de riesgos, auditoría, tecnología y compensaciones. En dichos comités participan gerentes de división, directores y asesores externos con experiencia en las distintas áreas, y cuentan con reglamentos, actas, carta gantt, planes y un modelo de auto-evaluación.

Mercado objetivo

El mercado objetivo de Los Héroes se ha ido ampliando conforme la Ley ha ido cambiando. 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. Desde 1998, los Héroes se orienta tanto al mercado de los trabajadores como el de los pensionados.

La ampliación de su mercado objetivo se originó inmediatamente después que la Ley N° 19.539 autorizara a los pensionados de cualquier régimen previsual -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.

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

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

La afiliación de los trabajadores a las cajas 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 25% de su pensión mensual. Actualmente, la entidad administra una base cercana a los 780.000 afiliados (de los cuales cerca del 48% corresponde a pensionados), principalmente del segmento D, si bien también aborda a una parte del C3.

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, empresariales y de pensionados, Los Héroes ha realizado diversas inversiones en infraestructura –construyendo siete centros vacacionales y recreacionales- y, más recientemente, en tecnología de manera de mejorar la administración crediticia y fortalecer los controles, dado el explosivo crecimiento del número de operaciones crediticias.

El foco de las áreas comerciales apunta a aumentar la penetración de su cartera. Para el segmento de pensionados, el desafío viene dado por mantener una tasa de desafiliación controlada, mientras que en el mercado de los trabajadores, las metas están enfocadas a potenciar los canales a distancia y segmentar empresas y trabajadores afiliados.

El 1° de enero de 2008 entró en vigencia la Ley N° 20.233, que autorizó a los funcionarios públicos a ingresar al Sistema de Cajas de Compensación. Los Héroes espera captar a cerca de 95.000 funcionarios, que equivalen aproximadamente al 48% del total.

Participación de mercado

Entre 1998 y 2007, las colocaciones de Los Héroes aumentaron en cerca de siete veces. En contraste, la suma de colocaciones de consumo del sistema bancario -incluida Coopeuch- y las cajas de compensación crecieron en algo más de tres veces. La significativa expansión de la institución, en comparación a la evolución de este conjunto de entidades, le permitió incrementar su participación de mercado en créditos de consumo, desde 1,0% a algo más del 2,0%, en el período señalado.

Esto último coincidió con su mayor accionar en el segmento de los pensionados a partir de 1998, luego del cambio de la Ley en esta materia. Así, en la industria conformada por las cinco cajas de compensación, Los Héroes se ubica actualmente como la empresa líder en número de pensionados, con una cuota del 37% a diciembre de 2007. En tanto, sus participaciones en número de trabajadores, número de empresas afiliadas y volumen de créditos fluctúan en torno al 18%.

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 6 meses de afiliación en caja C.C.A.F. Los Héroes. La prelación en la selección de los créditos, es la siguiente: siempre se dará primera opción a créditos

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

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 empresas empleadoras deberán tener una antigüedad mínima de 6 meses de afiliación en C.C.A.F. Los Héroes y no tener protestos vigentes en Dicom.
- Los deudores pasivos deben tener una antigüedad mínima de 2 meses afiliados a la C.C.A.F. Los Héroes y su morosidad debe ser menor a 30 días.
- Las operaciones deben ser créditos en pesos, originados por C.C.A.F. Los Héroes, con un plazo máximo de 72 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 1.400 pagarés, y tiene por objeto verificar los registros en el sistema de C.C.A.F. Los Héroes, 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 alrededor de 100 operaciones.

Características del Colateral

Como se aprecia en los gráficos siguientes, el stock de colocaciones de C.C.A.F. Los Héroes se ha incrementado considerablemente en los últimos años. A diciembre de 2006, el stock de deuda vigente total era de MM\$ 180.000, correspondiente a alrededor de 375.000 operaciones. La cartera comprometida en esta operación corresponde a aproximadamente un 30% de la cartera total actual no securitizada de la entidad.

Al segmentar la cartera en pensionados y trabajadores, se observa un fuerte crecimiento del stock de deuda y número de operaciones de pensionados a partir de 2003, llegando a constituir un 62% de la cartera a diciembre de 2006.

En tanto, el saldo de deuda promedio de los clientes se ha incrementado significativamente durante los últimos años, llegando a \$795.000 en el segmento de trabajadores y a \$564.000 en el segmento de pensionados. Los plazos de originación de los créditos de ambas carteras también se han extendido alcanzando a 2006, 49 meses para pensionados y 36 meses para trabajadores.

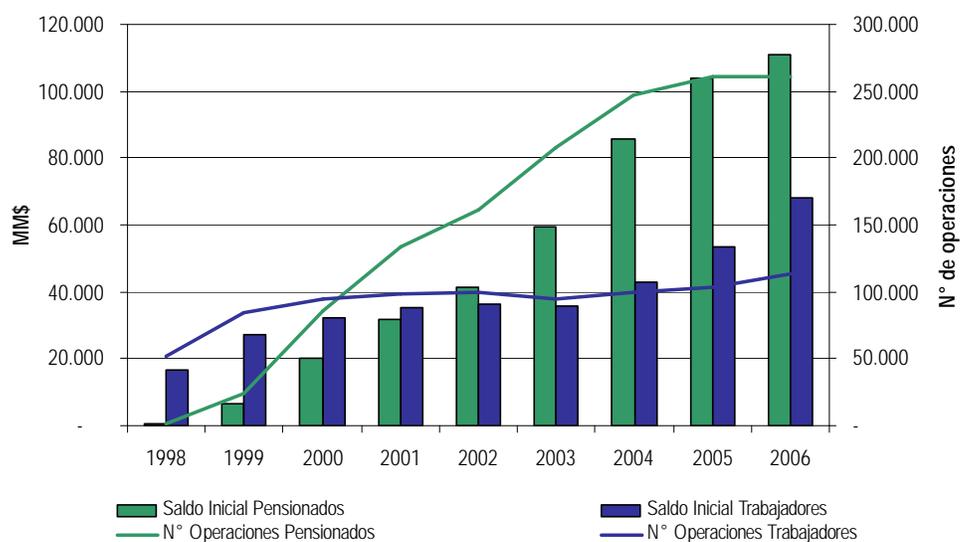
Lo anterior, coincide con el cambio en la normativa de la SUSESO que regula las condiciones para el otorgamiento de créditos sociales, que entre otras cosas, modificó la forma de cálculo del porcentaje límite de la cuota/renta del deudor, cambiando el denominador que originalmente consideraba la renta líquida por la renta bruta. La adecuación de la política de originación de la Caja al cambio en la normativa,

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

provocó un aumento en la capacidad de endeudamiento de los clientes, limitada principalmente por esta variable, con el consiguiente aumento en los montos y plazos promedios de los créditos. Por otra parte, los mayores incrementos de ambas variables en el segmento de los pensionados, obedece a una estrategia de mercado utilizada para disminuir la alta rotación que presenta este segmento, esto es, mantener a los deudores permanentemente con su nivel máximo de deuda, para esto renegocian constantemente sus créditos vigentes, aumentando los montos de los créditos y los plazos.

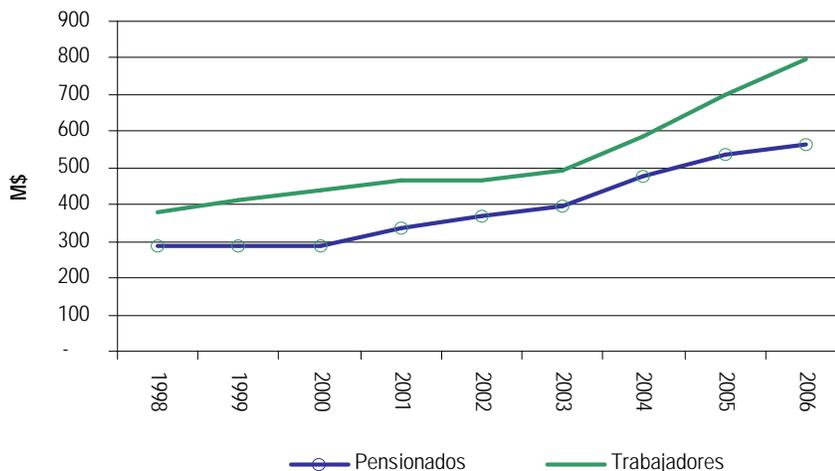
Evolución cartera C.C.A.F. Los Héroes

(Stock de deuda en saldo y número separados en trabajadores y pensionados)

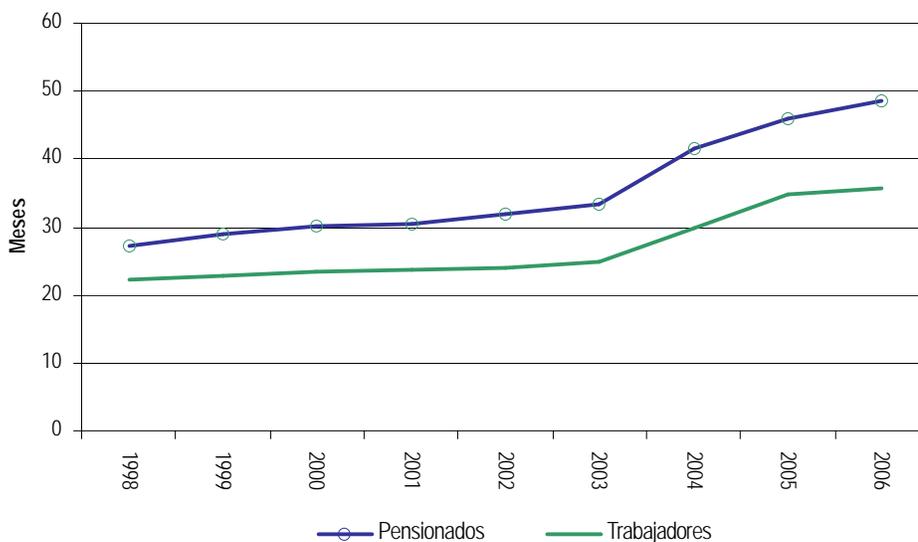


Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

Saldo de deuda promedio



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. Los Héroes.

Entre otros, el contrato de administración suscrito establece: las funciones que debe desempeñar el administrador de cartera y el costo por administración de cada cré-

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

dito; el traspaso de remesas, que en este caso se realizará dos veces al mes; 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 registrará 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. 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. Los Héroes

La entidad exhibe un buen historial de comportamiento y calidad de cartera, que se refrenda en bajos niveles de morosidad. Ello, en buena medida, se explica por la alta concentración de sus colocaciones en el segmento de pensionados. No obstante, en 2007 se observó un aumento en la morosidad en todos los tramos, debido a un cambio en la política de créditos sociales que permitió aumentar la penetración de créditos en empresas, las que poseen un riesgo más alto que el del segmento de pensionados. A lo anterior se sumó una estrategia de alza en las tasas de interés de los créditos en dicho período. Si bien dichas acciones provocaron un alza en el nivel de riesgo, éstas permitieron una mejora en el resultado de la entidad.

Con todo, durante 2008 la administración espera una estabilización en la morosidad al enfocar su estrategia comercial en las empresas corporativas y en los empleados públicos.

El régimen de prestaciones de crédito social, al que las cajas de compensación están facultadas para establecer, se rige por un reglamento especial. Los manuales de crédito de la entidad se basan estrictamente en la normativa vigente, otorgada por la Superintendencia de Seguridad Social—organismo encargado de la supervigilancia y fiscalización de las cajas de compensación. Por su parte, 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.

Entre 2003 y 2004, la institución realizó una fuerte reestructuración del área de riesgo, fortaleciendo su administración crediticia y aumentando los controles. Ello fue

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

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. Durante 2005, la entidad continuó fortaleciendo su proceso de otorgamiento con la creación de un comité de crédito, integrado por el gerente general, gerentes comerciales, gerente de finanzas, gerente de riesgo y la fiscalía.

Luego, a fines de 2006 comenzó a sesionar el comité de riesgo dependiente del Directorio, en el que participan cuatro directores de la entidad y un asesor externo de amplia experiencia en el área. Dicho comité es el encargado de administrar los riesgos asociados al negocio del crédito social, a los procesos operativos y a la estructura financiera. Además, se centra en evaluar riesgos estratégicos y obtener una visión del panorama macroeconómico en que se desenvuelve la institución. Asimismo, tiene la misión de incorporar en la organización los conceptos que maneja la banca en el ámbito de Basilea en lo relacionado con contar con una cultura de administración basada en riesgos en todos los niveles de la caja.

Por su orientación de mercado, en el análisis de riesgo es relevante también evaluar la calidad crediticia de las empresas con las cuales la caja establece convenios. Así, a partir del año 2005 se implementaron cambios importantes como el sistema de evaluación de empresas, la medición de la concentración de su cartera por empleador y la elaboración de indicadores de comportamiento de cartera, para lo cual cuentan con un área de reportes y análisis.

Durante 2006 la entidad potenció el área de cobranzas al dejarla bajo la dependencia de la gerencia de riesgos. Al mismo tiempo, para fortalecer la gestión de riesgos, se crearon las subgerencias de riesgo financiero y de riesgo operacional, a cargo de la identificación, medición y contención de los riesgos. Además, la estructura considera un jefe de cobranzas quien está a cargo de los procesos de cobranzas y fiscaliza a la dotación de cobradores. Las políticas y estrategias de cobranzas las definen en conjunto la subgerencia de riesgo financiero, el área de análisis y reportes y la gerencia de riesgos.

Durante 2007, se llevó a cabo una reingeniería del área de cobranzas, con el objetivo de asegurar que los procesos cubran en forma adecuada las carteras morosas. Para lo anterior, se procedió a externalizar la mayor parte de las actividades de esta área, apoyándose en empresas de amplia experiencia para lograr un resultado más eficiente. Con esta estrategia se busca un mejor uso de los recursos y una mayor oportunidad de respuesta ante las necesidades del negocio.

La cobranza se ha agrupado en tres etapas: cobranza administrativa, cobranza prejudicial y cobranza judicial. La cobranza administrativa comienza inmediatamente después de cerrado el proceso de recaudación y hasta el día 59 de mora. En esta fase se identifica el motivo de la morosidad (licencia médica, finiquito o no pago por parte de la empresa). La cobranza prejudicial corresponde a las labores de cobranza propiamente tal, la que se lleva a cabo entre el día 60 y el día 180 de mora. Finalmente, la cobranza judicial comienza el día 180 de mora.

La cobranza administrativa la realiza la empresa Fastco y la cobranza prejudicial y judicial la ejecuta la sociedad RECSA – Recaudadora.

Entre 2006 y 2007 el plazo promedio de los créditos aumentó de 46 a 49 meses (de 39 a 41 meses para trabajadores y de 51 y 54 para pensionados) y el monto prome-

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

dio de los créditos presentó un alza desde \$515.000 a \$600.000 (de \$680.000 a \$780.000 para trabajadores y de \$450.000 a \$520.000 para pensionados).

Riesgo de la cartera de colocaciones					
	Dic. 2003	Dic. 2004	Dic. 2005	Dic. 2006	Dic. 2007
Deudas de dudosa Recup. / Coloc. Créd. social	4,8%	3,7%	0,1%	0,2%	0,5%
Deudores previsionales / Coloc. Créd. social	1,4%	1,3%	0,9%	1,2%	2,3%
Provisiones / Coloc. Créd. social	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Provisiones y castigos / Coloc. Créd. social	0,0%	0,7%	0,0%	1,0%	1,4%
Prov. y castigos / Resultado Oper. neto	0,0%	10,1%	0,0%	22,3%	29,6%
Castigos / Colocaciones	0,0%	0,6%	0,0%	1,0%	1,4%
Morosidad hasta tres meses	1,0%	0,9%	0,9%	1,2%	1,6%
Morosidad superior a tres meses	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%	1,4%
Índice de riesgo de la cartera ⁽¹⁾	0,54%	0,49%	0,40%	0,51%	1,16%
Estructura de la cartera:					
A (0%)	98,4%	98,6%	98,7%	98,3%	97,0%
B (1%)	0,6%	0,6%	0,6%	0,8%	1,1%
B- (20%)	0,4%	0,3%	0,3%	0,4%	0,6%
C (60%)	0,4%	0,3%	0,2%	0,3%	0,7%
D (90%)	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,7%

Nota: (1) Estimación Feller Rate.

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 SONDA, quien controla actualmente un 60% 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 rela-

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

cionados (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 tres securitizaciones de créditos sociales vigentes en el mercado.

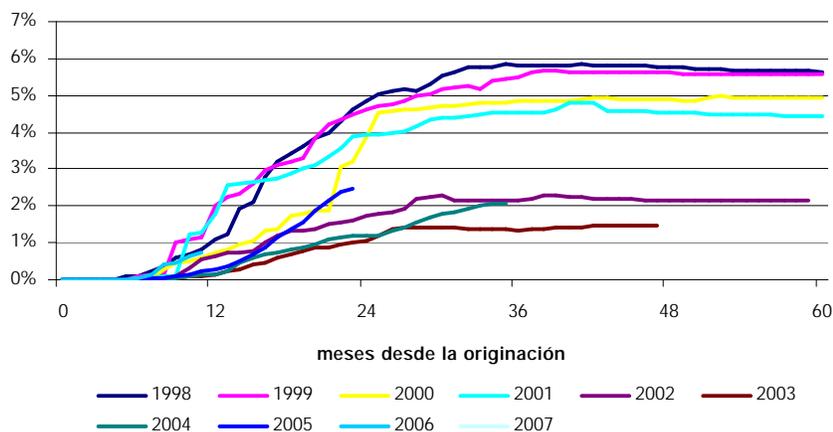
PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

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 9 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 más los castigos del segmento de trabajadores, por cuanto este patrimonio separado no tiene una obligación contractual de incorporación de pensionados. En el gráfico siguiente se presenta la evolución del estimador para camadas anuales de originación del segmento de trabajadores.

Estimador de default para trabajadores

(Camadas anuales de mora mayor a 180 días más castigos)



En el gráfico se puede apreciar que las camadas originadas entre 1998 y 2001 promedian niveles peak entre 4,5% y 6,0% para el estimador de incumplimiento. En tanto, para las camadas originadas posteriormente se pueden inferir niveles del estimador entre 2% y 3%. Así, se aprecia un cambio relevante en la calidad crediti-

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

cia de la cartera. Las curvas alcanzan su nivel máximo en promedio a los 3 años de originación, con niveles posteriores de recuperación menores.

Si bien este patrimonio separado no tiene la obligación de cesión de pensionados, cabe mencionar que las camadas de dicho segmento arrojan un nivel del estimador bastante menor, en torno al 0,5%, obedeciendo básicamente a fricciones operativas.

Por su parte, el rendimiento promedio mensual de la cartera de trabajadores a 2006 fue de 1,8% y se aprecia al alza durante los últimos dos años. En tanto, en el segmento de pensionados, el rendimiento se aprecia en torno al 2,0% durante los últimos cuatro años. Estos niveles y su evolución son consistentes con la coyuntura de tasas y no distan significativamente de lo observado en otras carteras securitizadas de créditos sociales de cajas de compensación.

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.

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	16%
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 totalmente por trabajadores y la limitación de la exposición en empresas intermedias 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 securitiza-

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

ción 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 periodo;
- Se proyectó el comportamiento del excedente acumulado o fondo de reserva sobre la base de: la reserva del periodo anterior; la rentabilidad proyectada de esa reserva y los excedentes del periodo.

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\$ 40.000, dividido en una serie preferente A y una subordinada C. El pago del primer cupón será el 1 de marzo de 2008. Los intereses se devengan a partir del 1 de diciembre de 2007. Los pagos de la serie preferente serán trimestrales, con 15 periodos de gracia para el capital. La serie subordinada es por un monto de MM\$6.000, 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	85,0%	15,0%
Monto (MM\$)	34.000	6.000
Monto por título (MM\$)	5	5
Número de títulos	6.800	1.200
Tasa emisión (anual)	6,5%	0,0%
Plazo (trimestres)	29	30
Periodo de gracia intereses (trimestres)	0	29
Periodo de gracia capital (trimestres)	15	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

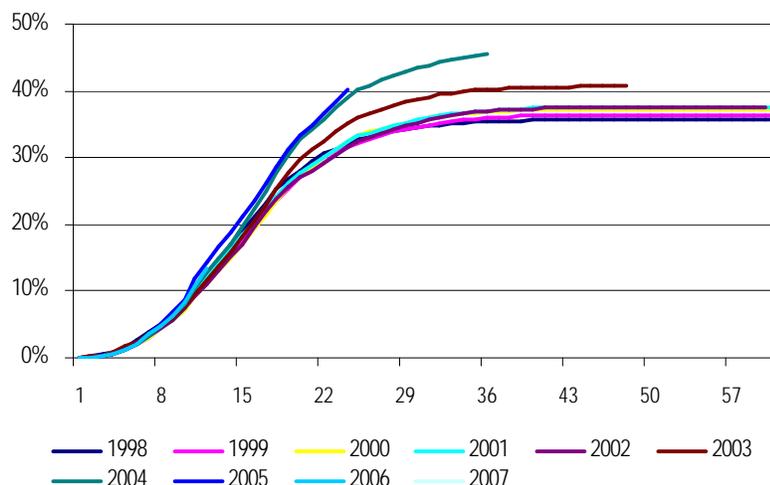
Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

estimaciones de riesgo crédito, el riesgo de prepago masivo de créditos se encuentra mitigado.

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. Los Héroes, para el segmento de trabajadores a partir del año 1998. 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 60% corresponde a renegociaciones.

Prepago acumulado trabajadores



Cabe mencionar que el prepago acumulado de las camadas anuales de pensionados es algo superior al de trabajadores, tendiendo al 50%. 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. En este segmento, el refinanciamiento explica aproximadamente el 70% de los prepagos.

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;

Décimo Séptimo Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

- Shock de morosidad de corto plazo;
- Nivel y distribución de los prepagos;
- Rendimiento promedio del portafolio;
- Plazo contractual promedio de la cartera;
- Amortización acelerada de la serie preferente;

Las sensibilizaciones de plazos adquieren relevancia por la tendencia que está mostrando la cartera del originador. Éstas se realizaron tomando en cuenta el perfil de plazos de la cartera global del originador y el portafolio ya securitizado por éste.

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.