



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

# **BCI Securitizadora S.A. Trigésimo Sexto Patrimonio Separado**

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

ANALISTAS:  
Hernán Jiménez Aguayo  
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA  
Diciembre 2023

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

**Categoría de riesgo**

Tipo de instrumento	Categoría
Bono Serie A	AA
Bono Serie B	AA
Bono Serie C	C
Tendencia	Estable
EEFF base	--

**Número y fecha de Inscripción de emisores de deuda**

Bono Serie A (BBCIS-P36A)	N° 1.161 de 07.12.2023
Bono Serie B (BBCIS-P36B)	N° 1.161 de 07.12.2023
Bono Serie C (BBCIS-P36C)	N° 1.161 de 07.12.2023

**Datos básicos de la operación**

Identificador Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N° 36
Activos de Respaldo	Créditos otorgados por el originador a los deudores y sus pagarés
Originador / Administrador	Caja de Compensación de Asignación Familiar La Araucana
Administrador Maestro	Administrador de Activos Financieros S.A. (ACFIN)
Representante Títulos de Deuda	Banco Santander-Chile
Características de los activos	Créditos sociales que incluyan toda la documentación de respaldo ya sea física o electrónica, incluyendo los pagaré.

**Características de las series de bonos**

Serie	Descripción	Valor nominal original (M\$)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
P36A	Preferente	184.670.000	8,50%	01-09-2029
P36B	Preferente	39.550.000	14,17%	01-09-2029
P36C	Subordinada	50.900.000	0,00%	01-12-2029

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

El **Trigésimo Sexto Patrimonio Separado** de **BCI Securitizadora S.A.** es un patrimonio separado conformado en el marco del artículo 132 de la Ley 18.045 (Ley de Valores). En lo que respecta a los activos que respaldan la operación, estará conformado por una cartera compuesta por créditos sociales originados por Caja de Compensación de Asignación Familiar La Araucana (CCAF La Araucana), que consta de toda la información de respaldo de la originación del crédito, ya sea física o electrónica, en especial los pagarés.

CCAF La Araucana es una corporación de derecho privado sin fines de lucro, cuyo funcionamiento se encuentra amparada en la Ley 18.833, que establece el Estatuto General de Cajas de Compensación de Asignación Familiar. CCAF La Araucana fue creada en 1968, cuyo objeto social es la administración de prestaciones de seguridad social.

La clasificación de riesgo asignada en “*Categoría AA*” a las series preferentes A y B emitidas por el **Trigésimo Sexto Patrimonio Separado** responde a los niveles de protección que los flujos esperados de los activos securitizados otorgan a dichas series dentro de la estructura financiera que ha conformado la securitizadora, la que ha sido concebida para responder al pago de los títulos de deuda aún en la eventualidad que se interrumpieran las operaciones del originador.

En particular, la clasificación de los bonos serie A y B preferentes en “*Categoría AA*” se sostienen en:

1. Una reserva de activos inicial (sobrecolateral) equivalente al 22,7% para cubrir eventuales incumplimientos de los responsables de los pagos de los créditos otorgados por el originador, cedidos al patrimonio separado.
2. Una cartera de activos en donde la deuda asociada a pensionados y a trabajadores de instituciones públicas debe representar a lo menos el 30% y 15%, respectivamente, del total de las cuentas por cobrar
3. Constitución de fondos para fortalecer la liquidez del patrimonio separado los cuales permiten cubrir los gastos de la operación y el pago de interés de la serie preferente, cuyo monto se irá incrementando cuando comience a pagar el capital, según indique la tabla de desarrollos de los bonos preferentes.
4. El establecimiento de eventos de aceleración en el pago del bono preferente que, a juicio de **Humphreys**, son oportunos en cuanto a anticipar situaciones que pudieren debilitar la capacidad de pago del patrimonio separado.
5. Una estructura legal y operativa de la transacción que protege adecuadamente los intereses de los bonistas, en particular en lo relativo a la fijación de precio de los activos y modalidad de pago de éstos, entre otros.
6. Existencia de un administrador maestro (ACFIN) con el objeto de verificar y validar la información entregada por el originador, además que ayuda a mitigar riesgos de traspaso de información ante un escenario extremo de cambio de administrador primario.

**Humphreys** ha tomado en consideración los elementos antes enumerados y los ha aplicado en su modelo dinámico, el cual entrega probabilidades de *default* y de pérdidas esperadas compatibles con las notas

asignadas a cada serie, permitiendo sensibilizar los distintos escenarios e los que se podría acelerar el pago de la deuda (ver acápite Modelo dinámico). En los hechos, de acuerdo con el modelo de la clasificadora, la probabilidad de *default* para la serie preferente es inferior a 2,6%, el cual es contrastado con la probabilidad de pérdida inferior a 0,03%. Cabe destacar que la transacción implica que al patrimonio separado se le cederán sólo cuentas por cobrar de deudores con una antigüedad superior a los doce meses en caso de afiliados activos y de dos meses para afiliados pensionados, además de una composición de al menos 65% de la cartera securitizada provenientes de pensionados y/o mujeres como característica ASG de la operación que tendrá una clasificación por el "*Second Party Opinion*". Las características de estos créditos y que respaldan el pago del bono, presentan una pérdida esperada inferior a la cartera total del originador.

El bono serie C o subordinada se clasifica en "*Categoría C*" por cuanto su pago queda subordinado al pago de la totalidad de las series A y B o preferentes, generando comparativamente una elevada probabilidad de *default* (según modelo dinámico de *Humphreys*).

No existen antecedentes que permitan presumir cambios relevantes en las variables consideradas en la evaluación del patrimonio separado, por lo que —bajo este contexto— se califican las perspectivas como "*Estables*".

## Definición categorías de riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

### Categoría C

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Características de la operación

El **Trigésimo Sexto Patrimonio Separado** se conforma en el marco del artículo 132 de la Ley de Valores referentes a sociedades securitizadoras, las cuales son formadas con la sola intención de adquirir cuentas de activos y emitir instrumentos de deuda de corto o largo plazo respaldados por dichos activos. Estas cuentas de activos son definidas con flujos existentes o flujos futuros referentes a obligaciones de pagar

dineros relacionados con la compra de bienes o servicios. Cada emisión hecha por la sociedad securitizadora conformará un patrimonio separado, el cual es mantenido en forma independiente de los activos generales de la sociedad securitizadora.

De acuerdo con la normativa vigente, en cada contrato de emisión, las cuentas de activos que respaldan dicha emisión serán descritas y, en caso de ser aplicable, definidas individualmente puesto que ellas conformarán un patrimonio separado de la sociedad securitizadora. La sociedad securitizadora estará obligada a llevar un registro especial por cada patrimonio separado creado. La sociedad securitizadora no tiene autorización de preñar, comprometer o vender ninguno de los activos que respalda la emisión sin el consentimiento del representante de los tenedores de bonos.

Mencionado lo anterior, el interés como el capital de los títulos de deuda serán pagados con los flujos de caja generados por las cuentas por cobrar asociadas a los créditos cedidos, los fondos que constituya el patrimonio separado y la rentabilidad de los excedentes periódicos de la operación. Ninguno de los agentes involucrados directa o indirectamente en la transacción —en este caso BCI Securitizadora o CCAF La Araucana— responde con su capital en caso de insolvencia del patrimonio separado.

### Activos del patrimonio separado

Los activos que conforman el presente patrimonio separado están compuestos por los créditos que han sido originados por la CCAF La Araucana (en adelante, indistintamente, los activos securitizados), que cumplan con las condiciones establecidas por la sociedad securitizadora y que se presentan en Tabla 1. Se incluye toda la documentación de respaldo ya sea física o electrónica de esos créditos, en especial los pagarés.

La estructura de la operación implica que la securitizadora adquirirá los créditos respecto de los deudores que se incluirán en una nómina y si no fuesen suficientes para mantener el Valor Mínimo en Cartera Exigido, se seleccionarán otros deudores del originador dentro de los mismos criterios de elegibilidad establecidos hasta completar el Valor Mínimo en Cartera Exigido, equivalente a \$ 275.120 millones.

Tabla 1: Criterios de elegibilidad de la cartera

	Criterio	Valor
<b>Deudor Activo Sector Público y Privado</b>	<b>Contrato con empleador</b>	Vigente.
	<b>Antigüedad laboral</b>	Doce meses en el empleo.
	<b>Antigüedad del empleador</b>	Mínimo seis meses de afiliación a CCAF La Araucana.
	<b>Registro descuento por planilla</b>	Contar con al menos un registro histórico de pago mediante descuento por planilla dentro de las entidades pagadoras afiliadas a la CCAF La Araucana.
	<b>Mora vigente</b>	Prelación de elección de créditos según lo indicado en el Anexo III del Contrato de Emisión con tope máximo de 60 días.
	<b>Mora histórica</b>	Menor o igual a 120 días en los últimos doce meses.
<b>Deudor Pensionado</b>	<b>Antigüedad</b>	Mínimo dos meses.
	<b>Registro descuento por planilla</b>	Contar con al menos un registro histórico de pago mediante descuento por planilla dentro de las entidades pagadoras afiliadas a la CCAF La Araucana.

	<b>Mora vigente</b>	Prelación de elección de créditos según lo indicado en el Anexo III del Contrato de Emisión con tope máximo de 60 días.
<b>Requisitos ASG</b>		Al menos un 65% de la cartera nominal del patrimonio separado deberá corresponder a créditos otorgados a pensionados y/o mujeres.
		Un 30% de la cartera nominal del patrimonio separado deberá corresponder a créditos otorgados al sector de pensionados.
		Un 35% de la cartera nominal del patrimonio separado deberá corresponder a créditos otorgados a mujeres.
		En caso de no cumplir con las participaciones mínimas establecidas para pensionados y mujeres, cada una por sí sola, de la cartera nominal, el déficit podrá ser compensado con créditos de otro segmento.

Al cierre de octubre de 2023, y de forma referencial, los créditos que inicialmente integrarían el patrimonio separado son aproximadamente 171.233 con un saldo insoluto equivalente a \$ 275.120 millones de pesos, todos emitidos en pesos y promediando del saldo insoluto de cada crédito es de \$ 1,8 millones. El plazo remanente promedio ponderado es de 37,3 meses devengando una tasa de interés promedio ponderado de 2,17% mensual. Adicionalmente, el 48,5% del saldo insoluto de los créditos fue otorgado a deudoras mujeres, mientras que el 33,2% corresponde a pensionados.

Adicionalmente, el **Trigésimo Sexto Patrimonio Separado** considera los siguientes fondos:

1. **Fondo de Gastos:** Este fondo se formará con el producto de la emisión o venta de parte de los títulos de la serie C a CCAF La Araucana por un monto en pesos equivalente a 70.000 UF, al valor de la UF el día nueve del mes de colocación respectiva, o de una o más boletas de garantía bancaria o una o más pólizas de garantía, tomadas en una o más instituciones que cuenten con clasificación de riesgo de a lo menos dos clasificadores diferentes e independientes entre sí, de a lo menos AA, las que podrán ser reemplazadas con dinero proveniente de las remesas y viceversa, en beneficio del emisor para el patrimonio separado. No obstante lo anterior, si este fondo es conformado con pólizas de garantía, un 10% del fondo deberá estar conformado en efectivo.
2. **Fondo de Liquidez:** Ese fondo se formará con el producto de la emisión o venta de parte de los títulos de la serie C a CCAF La Araucana por \$ 14.110 millones en efectivo o de una o más boletas de garantía bancaria o una o más pólizas de garantía en beneficio a la securitizadora para el patrimonio separado por un monto total de \$ 14.110 millones tomadas en una o más instituciones que cuenten con clasificación de riesgo de a lo menos dos clasificadores diferentes e independientes entre sí, de a lo menos AA, las que podrían ser luego reemplazadas con dinero proveniente de las remesas y viceversa. De conformarse este fondo con pólizas de garantía, un 10% de este fondo deberá estar conformado en efectivo.
3. **Fondo de pago de Intereses y Capital:** Este fondo se formará con el producto de la emisión o venta de parte de los títulos de la serie C a CCAF La Araucana por un monto mínimo de \$ 5.137.236.523 equivalentes a la suma del monto del mayor cupón de vencimiento de intereses de acuerdo a la tabla de desarrollo de las series A y B. Asimismo, desde la fecha de la transferencia de los títulos de las series preferentes, este fondo se irá incrementando con dineros provenientes de las remesas, en forma mensual a razón de un tercio del próximo vencimiento de acuerdo a la tabla de desarrollo de las series preferentes.

4. **Fondo de Prepago Anticipado de la serie B:** Este fondo se conformará a partir de la notificación de CCAF La Araucana a la securitizadora con el fin de realizar prepagos totales o parciales de la serie B, subordinando el pago del precio de las cesiones y los saldos de precio existentes a la fecha de la comunicación por el monto señalado en la comunicación respectiva. El fondo se acumulará con el 100% de los ingresos netos de caja acumulados disponibles hasta alcanzar el monto indicado en la comunicación más los intereses devengados a la fecha determinada para el prepago. Este fondo no representa una protección adicional para los bonistas.
5. **Fondo de Prepago Acelerado de las series A y B:** Este fondo se formará a partir de la aprobación por parte de la Junta de Tenedores de la realización de prepagos acelerados parciales conforme a lo señalado en el Contrato de Emisión y resumido en la sección "Prepago acelerado". En este caso, el fondo se formará desde dicha aprobación con los montos existentes en el fondo de liquidez y el fondo de gastos (de encontrarse conformado por una o más boletas de garantía bancaria o una o más pólizas de garantía se harán efectivas), además del fondo de pago de intereses y capital, el fondo de prepago anticipado (en caso de estar conformado), junto con el 100% de los ingresos netos de caja disponible acumulados de forma mensual. Este fondo no representa una protección adicional para los bonistas.

Los recursos de los fondos cuando éstos no se constituyan en forma de boletas de garantía bancaria o póliza de garantías, podrán ser invertidos exclusivamente en títulos de deuda emitidos por el Banco Central de Chile, la Tesorería General de la República, Depósitos y pactos compra con compromiso de venta con instituciones financieras clasificadas en al menos AA, cuyo subyacente sean títulos de deuda emitidos por el Banco Central de Chile y la Tesorería General de la República.

## Pasivos del patrimonio separado

El **Trigésimo Sexto Patrimonio Separado** podrá emitir un monto nominal de títulos de deuda de \$ 275.120 millones de pesos. Los títulos de deuda se emitirán en tres series que se denominan serie A o preferente, por un monto nominal de \$ 184.670 millones, serie B o preferente, por un monto nominal de \$ 39.550 millones, y la serie C o subordinada, por un monto nominal de \$ 50.900 millones.

El interés devengado de la serie A corresponde a 8,50% anual sobre el saldo insoluto, mientras que la serie B devengará una tasa de 14,17% anual. La serie subordinada C no devengará interés.

La serie A y B se dividen en 23 cupones trimestrales, de los cuales los primeros dos serán sólo de intereses mientras que los 21 restantes serán de intereses y amortización de capital. La serie C tendrá un solo pago de amortización de capital una vez que se haya realizado la totalidad de las obligaciones emanadas de las series A y B preferentes.

## Prepagos extraordinarios

La estructura cuenta con tres instancias de amortizaciones extraordinarias: el prepago anticipado de la serie B, el prepago anticipado de la totalidad de las series preferentes y prepagos anticipados de la serie C subordinada.

**Prepago anticipado de la serie B:** La sociedad securitizadora puede ser notificada por parte de CCAF La Araucana a través de una comunicación para dar inicio a partir de dicha fecha, el proceso de prepago

anticipado a prorrata de los títulos de la serie B por el monto indicado en la comunicación de la caja más sus respectivos intereses devengados hasta la fecha de pago respectiva. El prepago se realizará en la medida que la suma de los recursos existentes en el fondo de prepago anticipado de la serie B sea suficiente para el pago del monto establecido en la comunicación respectiva.

**Prepago anticipado de la totalidad de las series preferentes:** El patrimonio separado, en cualquier momento a partir del inicio de la amortización ordinaria, podrá prepagar anticipadamente la totalidad de las series preferentes A y B en la medida que la suma del fondo de prepago de interés y capital, del fondo de pago anticipado de la serie B, del fondo de prepago extraordinario de las series A y B, del fondo de liquidez en el caso de no estar constituido por boletas o pólizas de garantía, y los ingresos netos de caja acumulados en el patrimonio separado acumule un monto mínimo equivalente al saldo insoluto de las series A y B, incluido los intereses devengados hasta la fecha de prepago.

**Prepago anticipado de la serie C subordinada:** El patrimonio separado podrá prepagar parcial y anticipadamente la serie C en cualquier momento a su solo arbitrio y sin la necesidad de consentimiento del representante de tenedores de bonos ni de modificación del contrato de emisión, por un monto mínimo de \$ 1.000 millones cada vez hasta el 01 de marzo de 2028 y sólo en el caso que no se haya producido el prepago acelerado de las series preferentes. El prepago anticipado de la serie C no podrá sobrepasar los \$ 25.000 millones.

## Prepago acelerado

Durante el periodo de vigencia de las series preferentes, se consideran eventos que pueden llevar a prepagos acelerados parciales y sucesivos hasta el pago total de las series preferentes siempre y cuando la Junta de Tenedores de Títulos de las series preferentes apruebe dicho prepago acelerado. La sociedad securitizadora deberá convocar a Junta de Tenedores de ocurrir los siguientes eventos:

1. Cuando el promedio móvil trimestral, durante dos meses seguidos, de la razón entre el valor en cartera más los créditos cedidos en la primera cesión del mes de cálculo sobre el valor en cartera mínimo exigido sea inferior a la unidad, según se define en el Anexo I de la escritura.
2. Cuando durante dos meses seguidos la razón cartera con tres cuotas en mora sobre la cartera sea superior a 3,0% de la misma.
3. Si se produce la liquidación, la insolvencia o la intervención de CCAF La Araucana por parte de un interventor, su disolución o en caso de quiebra o insolvencia de la misma o de sus continuadores o sucesores legales. Se entiende que el originador ha caído en insolvencia cuando:
  - a. Incurre en cesación de pagos o suspendiera sus pagos o reconociera por escrito la imposibilidad de pagar sus deudas o hiciera cesión general o abandono de bienes en beneficio de sus acreedores, o solicitara su propia quiebra, o tomara cualquier medida para permitir alguno de los actos señalados precedentemente.
  - b. Si se iniciara cualquier procedimiento por o en contra del originador con el objeto de que le sea declarada su quiebra o insolvencia o si se iniciara cualquier procedimiento por o en su contra tendiente a su disolución, liquidación o concurso, de acuerdo con cualquier ley sobre quiebras o insolvencia, o si se solicitara la designación de un síndico, interventor, experto facilitador u otro funcionario similar respecto de cualquiera de los anteriores, o de parte importante de los bienes de éste.

- c. Si el originador o cualquier tercero presentara a los acreedores del mismo una propuesta de acuerdo, reorganización o convenio judicial o extrajudicial preventivo, en virtud de las disposiciones de cualquier ley de quiebra u otra similar, proponiendo la reestructuración, extensión o reorganización de sus pasivos.
4. Si durante dos meses seguidos la tasa de pago mensual de la cartera es inferior a 4,0%.
5. 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 resultare comprometida su función y no se pudiere proceder al pago del próximo vencimiento de intereses o intereses y capital según corresponda.
6. Si por cualquier causa se cambiare al administrador de los créditos sin consentimiento del emisor, antes de que ello ocurriese, si el administrador de los créditos no depositare en la cuenta corriente la remesa dentro del plazo establecido, o el emisor hubiese solicitado el término anticipado del contrato de administración por incumplimiento del administrador.
7. En caso de que la modalidad de recaudación actual de los créditos, es decir el descuento por planilla de sueldos o pensiones, sea eliminada impidiendo que las entidades recaudadoras retengan del sueldo o de las pensiones de los deudores, las cuotas o pagos de los créditos, o se cambiase o impusiese montos máximos de descuentos que no permitan recaudar la cuota pactada.

## Esquema operativo de la transacción

En términos sucintos, CCAF La Araucana entrega créditos sociales que son otorgados a sus afiliados. Al ser de carácter social, se caracteriza por incorporar, en la mayoría de los casos, un seguro de desgravamen e invalidez 2/3, que resguarda la seguridad financiera tanto como para la caja y para el afiliado. El otorgamiento de estos créditos está regulado por la Superintendencia de Seguridad Social. Estos créditos son respaldados con pagarés, los que son traspasados —cumpliendo con los criterios establecidos por la sociedad securitizadora— al patrimonio separado.

El patrimonio separado utiliza los recursos para fondear las cuentas previamente establecidas y, posteriormente, realizar nuevas adquisiciones de créditos de afiliados que cumplan con los criterios del patrimonio separado.

En caso de que los recursos del patrimonio separado fuesen insuficientes para cubrir el precio de compra de los nuevos flujos de pago y créditos a traspasar, se procederá de igual forma al traspaso generándose una cuenta por pagar en favor del originador. En contraposición, si el originador no tuviese para traspasar los créditos necesarios para complementar la cartera mínima exigida, el sobrecolateral será completado con los recursos en caja o disponibles.

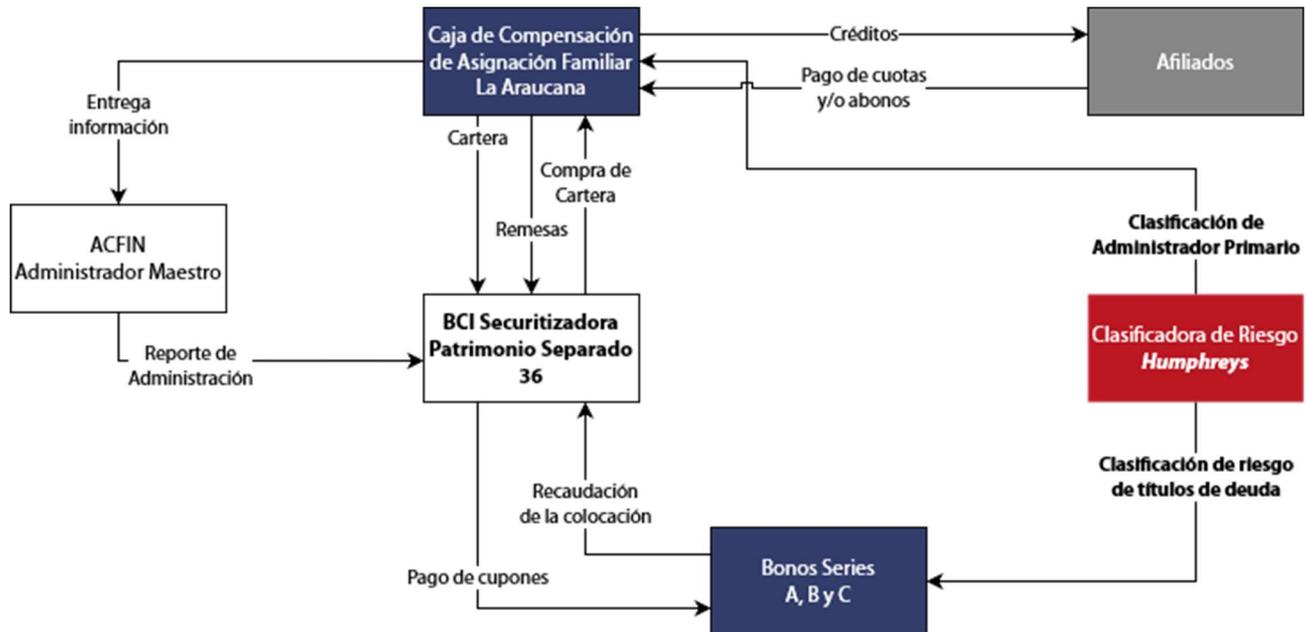


Ilustración 1: Esquema resumido de la operación del patrimonio separado

## Reservas exigidas

Las reservas exigidas tienen como objetivo mantener un nivel de activos securitizados superior al valor nominal de los bonos, de tal manera que éstos puedan ser pagados oportunamente, incluso si los flujos esperados de la cartera de respaldo se vieran disminuidos en relación con sus comportamientos históricos.

Entre los riesgos que cubren la reserva de sobrecolateral, se consideran:

1. Aumentos en el nivel de incumplimiento por parte de los deudores (riesgo de *default*).
2. Incapacidad del originador de aportar nuevos créditos o aumento de gastos producto de una gestión distinta a la esperada (riesgo de déficit en fondo de gastos y en fondos de interés).
3. Incapacidad para hacer llegar al patrimonio separado la totalidad de la recaudación de los créditos al patrimonio separado (riesgo de entrapamiento de recursos).

Todos los riesgos son cubiertos por las reservas establecidas, cuyo valor fueron calculados asumiendo un fuerte deterioro en el comportamiento de la cartera de activos, situación que podría darse en caso de que el originador interrumpiera sus operaciones comerciales.

### Reservas por *default*

Tiene como propósito proteger la capacidad de pago del patrimonio separado ante la eventualidad de incumplimiento por parte de los afiliados. Para efectos de la determinación del sobrecolateral, se tomaron en consideración los datos del comportamiento de los créditos por camada del originador, además de la composición de la cartera de créditos de CCAF La Araucana y los requisitos establecidos por la sociedad securitizadora para su incorporación al patrimonio separado.

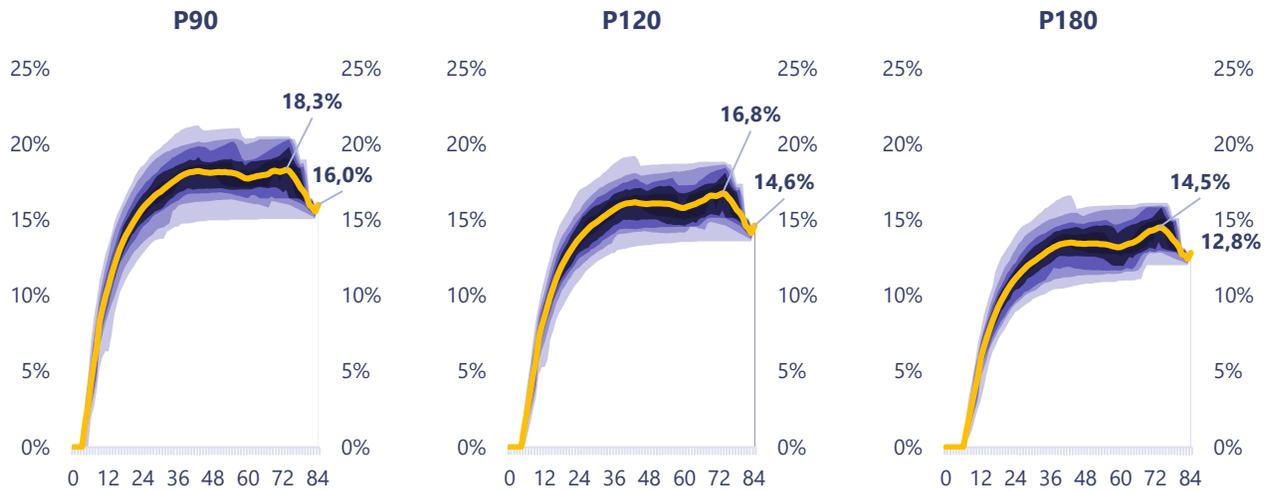


Ilustración 2: Comportamiento pérdida en base mora de la cartera total

La Ilustración 2 presenta el comportamiento del indicador de pérdida esperada en base a la mora de la cartera total de CCAF La Araucana con cortes de 90, 120 y 180 días o superior como *default*. Al considerar como pérdida esperada todo aquel crédito que tenga una morosidad de 90 o más días, se observa una estabilización cercana al 18,3%, la cual tiende a reducirse en aquellas camadas con más información, mientras que al tomar como *default* los créditos con mora de 120 días o más el indicador se reduce a 16,8% y en camadas con más datos a 14,6%. En el caso de *default* en base a mora de 180 días o más, se puede observar que tiende al 13% pero se incrementa a 14,5% y en aquellos con más datos termina cercano al 12,8%.

Dentro de esta mirada resalta la concentración de los datos dentro de rangos acotados donde pocas camadas se comportan muy lejos del promedio.

Al aperturar la cartera por tipo de deudor dentro de la CCAF La Araucana, se aprecia de mejor forma el indicador de pérdida y sus características entre pensionados (Ilustración 3), trabajadores públicos (Ilustración 4) y trabajadores en empresas privadas (Ilustración 5), todos ellos afiliados a la caja.

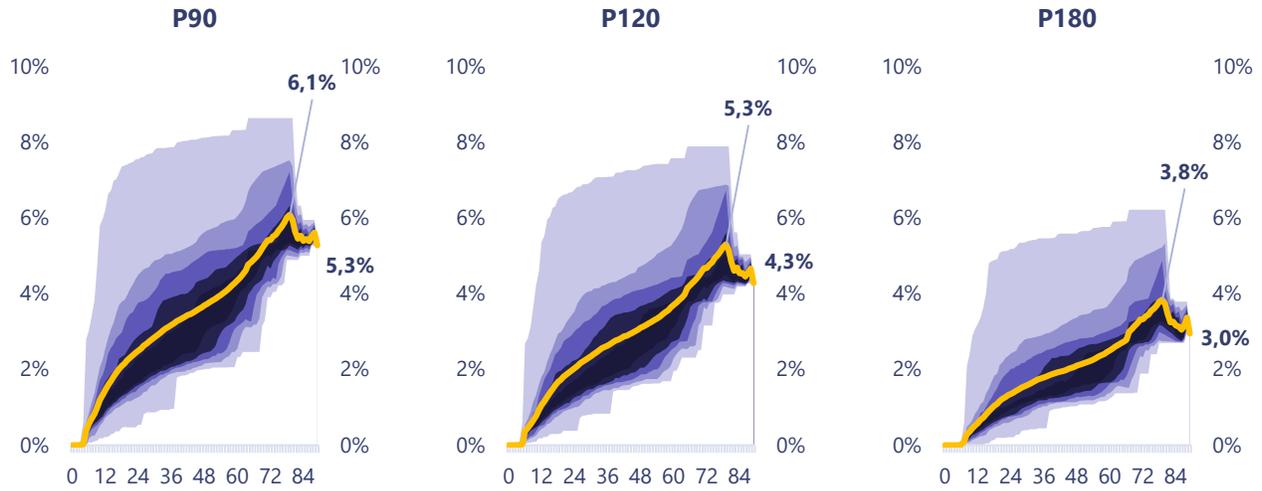


Ilustración 3: Comportamiento pérdida en base mora de cartera pensionados

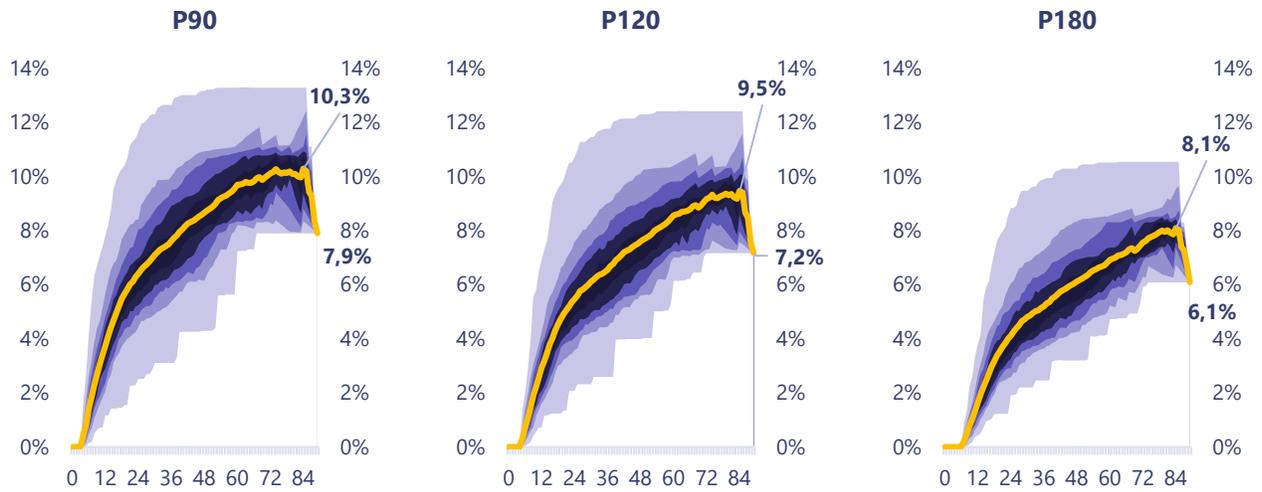


Ilustración 4: Comportamiento pérdida esperada en base mora de cartera trabajadores públicos

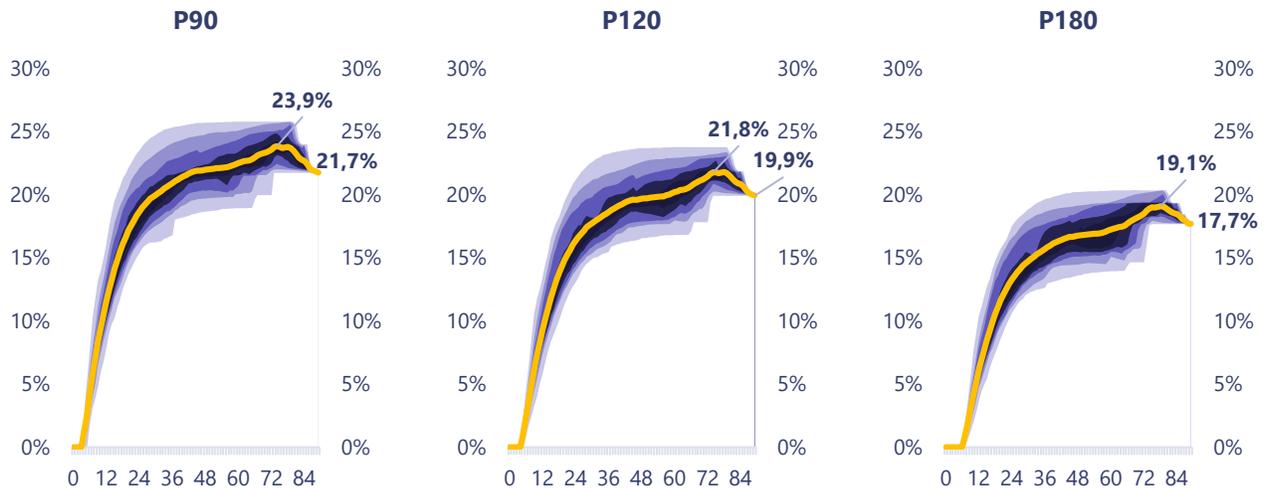


Ilustración 5: Comportamiento pérdida esperada en base mora de cartera trabajadores privados

El comportamiento del indicador de *default* para los créditos a pensionados muestra un incremento a través del tiempo que puede llegar hasta un 6,1% de las colocaciones bajo una mirada de mora sobre 90 días y hasta 3,8% con mora sobre 180 días. Sin embargo, la dispersión de las camadas presenta una concentración entre 2% y 4% con algunas camadas que influyen al alza la media presentada. Según lo mostrado por el originador, dichos retrasos corresponden principalmente a temas operacionales que se dan entre las compañías de seguros, las instituciones pagadoras de pensiones y la caja, por lo que la mirada más amplia dentro de este análisis (indicador de *default* en base mora de 180 o más días) concentra la pérdida cercana a un 2,0% (en los hechos recuperables, pero con posibilidad que sus ingresos se desfasen en demasía en relación con el pago de los bonos).

En cuanto a los trabajadores de instituciones públicas, el indicador de pérdida alcanza a un 10,3% (con una caída posterior a 7,9%) para el indicador con mora igual o mayor a 90 días, la cual se reduce a 9,5% (con caída a 7,2%) para 120 o más días de mora, y 8,1% (con caída a 6,1%) al ver el indicador en base a 180 o más días de mora.

Por otro lado, el comportamiento de las camadas de afiliados trabajadores de empresas privadas muestra un comportamiento que bajo la mirada más estricta, mora igual o superior a 90 días, alcanza el 23,9% y con camadas más antiguas un 21,7%, mientras que al tomar en consideración el indicador con mora igual o superior a 120 días, el indicador se reduce a 21,8% y llegando a un 19,9% con camadas con más datos. En el caso del indicador en base a mora con 180 días o más, alcanza un máximo de 19,1% que luego llega a 17,7% con camadas que presentan más datos.

El análisis con distintos cortes en los indicadores de pérdidas de las carteras que tiene CCAF La Araucana permiten estimar el *default* esperado que tendría la cartera del patrimonio separado dependiendo de la composición por tipo de deudor, así como también los criterios de elegibilidad en cuanto al comportamiento que tiene cada deudor dentro de su segmento.

## Reserva por riesgos operativos de la transacción

La esencia de la securitización es que los bonistas asumen exclusivamente los riesgos propios de los activos que conforman el patrimonio separado. Sin perjuicio de lo anterior, el proceso de securitización tiene los riesgos propios de toda operación, los cuales deben ser eliminados o, en su defecto, razonablemente atenuados, de tal manera que el bonista efectivamente asuma sólo el riesgo de la cartera de respaldo del patrimonio separado.

**Del riesgo de la tasa de colocación:** La primera compra de activos se financia con los recursos captados en la colocación de los bonos, monto que en definitiva depende de la tasa de interés efectiva del proceso de venta de los títulos de deuda. Si los recursos captados en la emisión de bonos fueren inferiores al precio a pagar al originador, el diferencial producido se registra como una cuenta por pagar al originador. De esta manera, el riesgo de tasa de interés no lo asume el patrimonio separado y se transfiere al vendedor de los activos.

**De la gestión de cobranza:** De acuerdo con los criterios de clasificación de **Humphreys** la habilidad que presentan las empresas en relación con su función de cobranza incide directamente en los resultados de su gestión, en especial en épocas de crisis (mayor o menor capacidad de recuperación de los créditos). En esta operación, el riesgo de administración está debidamente atenuado y no compromete el pago de los bonos.

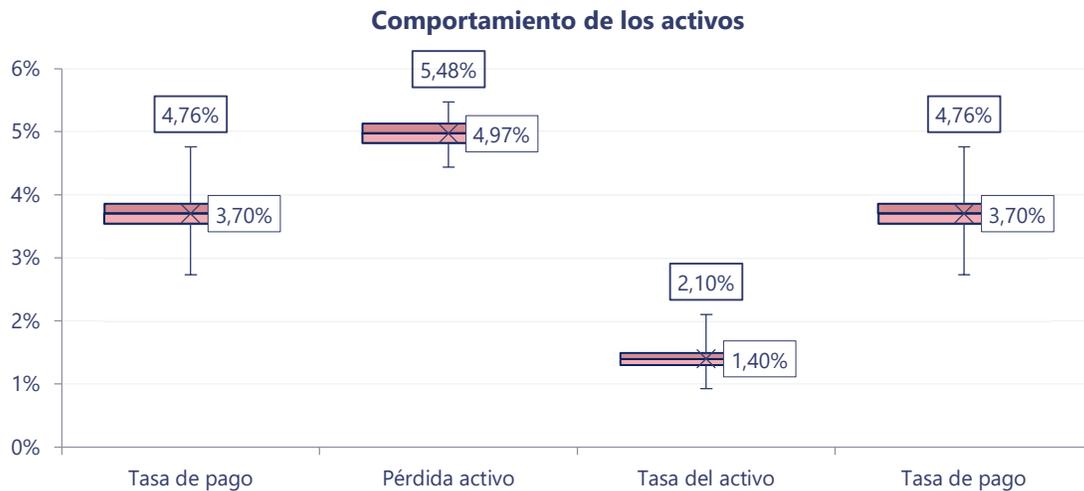
**Del entrapamiento de recursos:** Por entrapamiento de recursos se entiende cualquier situación que impida que los fondos captados en el proceso de recaudación lleguen integra u oportunamente al patrimonio separado. Para estos efectos, el patrimonio separado ha establecido fondos que permiten hacer frente a sus obligaciones mientras pueda regularizarse cualquier situación que impida recibir los flujos de caja.

## Modelo dinámico

La aplicación del modelo dinámico de **Humphreys** toma en consideración el comportamiento de los indicadores históricos del originador, el conocimiento de la clasificadora respecto al comportamiento de activos de similar características y factores de estrés comúnmente utilizados por la firma en este tipo de operaciones. Algunos de los principales supuestos utilizados fueron:

1. Severos niveles de pérdida de la cartera de activos (reducción de la cartera neta efectiva).
2. Aumentos significativos en los niveles de morosidad friccional (desfase en el flujo de caja)
3. Caída en la tasa de interés promedio de los créditos securitizados (disminución del exceso de *spread* entregado como sobrecolateral).
4. Variación en la *duration* promedio de los activos.
5. Variaciones en la materialización del *default* y en la tasa de prepago de los activos.
6. No se asigna rentabilidad a los excedentes de caja.

La Ilustración 6 presenta un resumen de las principales variables sensibilizadas dentro del modelo dinámico.



*Ilustración 6: Resumen de las principales variables sensibilizadas del activo*

El modelo de **Humphreys**, entre otros aspectos, permite determinar la probabilidad de *default* del bono y la pérdida esperada para los bonistas (la cual podría ser cero incluso en un escenario de *default*). La Tabla 2 muestra un resumen del resultado obtenido para las series preferentes del patrimonio separado.

*Tabla 2: Resumen de indicadores serie preferente*

Series	Probabilidad de <i>Default</i>	Pérdida Esperada	<i>Duration</i> del bono (meses)
<b>Series A y B (Preferente)</b>	2,5800%	0,0298%	31,07

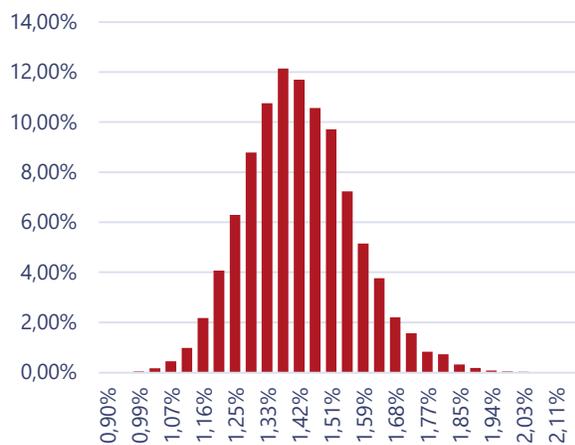
*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*

# Anexo 1: Supuestos del modelo dinámico

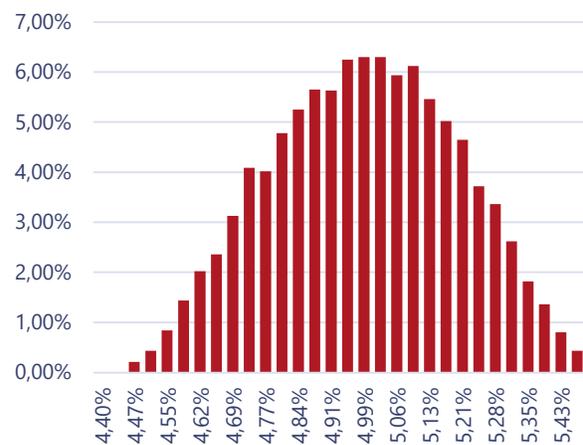
El siguiente Anexo presenta los principales resultados de las variables utilizadas dentro del modelo dinámico aplicado para el proceso de clasificación de riesgo del presente patrimonio separado.

El comportamiento de las principales variables que alimentan el comportamiento de la cartera se muestra en las siguientes ilustraciones junto con la tasa de pérdida obtenida y modelada para la cartera, incluyendo las situaciones de estrés.

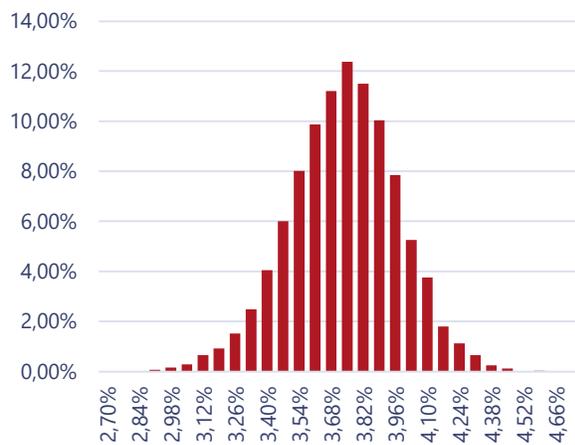
**Tasa de Activos**



**Tasa de Pérdida**



**Tasa de Pago**



**Aumento del Duration activos**

