



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

Analista

Carlos García B.

Tel. (56) 22 433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

Caja de Compensación de Asignación Familiar Los Héroes

Noviembre 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	A
Línea de efectos de comercio	Nivel 1/A
Tendencia	Favorable¹
Estados Financieros	30 septiembre 2018 ²

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 708 de 07.03.2012
Serie G (BHER-G0914)	12.09.2014
Serie I (BHER-I0616)	17.06.2016
Serie J (BHER-J0616)	17.06.2016
Serie K (BHER-K0616)	17.06.2016
Serie L (BHER-L0616)	17.06.2016
Línea de bonos	Nº 843 de 21.11.2016
Serie M (BHER-M0117)	22.03.2017
Serie N (BHER-N0117)	22.03.2017
Serie O (BHER-O0117)	22.03.2017
Serie P (BHER-P0117)	22.03.2017
Serie Q (BHER-Q0818)	22.10.2018
Serie R (BHER-R0818)	22.10.2018
Línea de efectos de comercio	Nº 080 de 18.11.2010

Estado de resultados consolidado IFRS

M\$ de cada año	2014	2015	2016	2017	Sep-18
Ingresos operacionales	122.583.654	122.560.785	130.587.055	131.746.739	96.984.320
Egresos operacionales ³	-120.133.511	-121.989.637	-121.243.400	-119.914.319	-85.597.822
Resultado operacional	2.450.143	571.148	9.343.655	11.832.420	11.386.498
Resultado no operacional	1.059.798	1.036.582	1.570.267	1.739.479	617.903
Utilidad neta	3.517.465	1.578.893	10.829.612	13.525.227	11.966.209

¹ Tendencia anterior: Estable.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de junio de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de septiembre de 2018 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

³ Desde 2013 se presenta detalle de las cuentas: Gastos por intereses y reajustes; y Deterioro por riesgo de crédito, antes incluidas en Costos Financieros.

Estado de situación financiera consolidado IFRS

M\$ de cada año	2014	2015	2016	2017	Sep-18
Activos corrientes	193.359.607	202.637.877	211.195.987	196.235.153	206.326.828
Activos no corrientes	228.275.273	227.970.430	234.920.450	233.311.001	226.870.862
Total activos	421.634.880	430.608.307	446.116.437	429.546.154	433.197.690
Pasivos corrientes	130.236.717	149.541.946	120.046.554	181.913.159	88.574.226
Pasivos no corrientes	150.689.812	137.845.908	167.976.420	75.894.062	160.345.153
Total pasivos	280.926.529	287.387.854	288.022.974	257.807.221	248.919.379
Patrimonio	140.708.351	143.220.453	158.093.463	171.738.933	184.278.311
Total pasivos y patrimonio	421.634.880	430.608.307	446.116.437	429.546.154	433.197.690

Opinión

Fundamento de la clasificación

Caja de Compensación de Asignación Familiar Los Héroes (CCAF Los Héroes) es una de las cinco Cajas de Compensación de Asignación Familiar que actualmente participan en el mercado nacional, las cuales se encuentran fiscalizadas por la Superintendencia de Seguridad Social (SUSESO). La ley las define como corporaciones de derecho privado, sin fines de lucro y cuyo objetivo es la administración de prestaciones de seguridad social, pudiendo efectuar todo tipo de actividades que impliquen un beneficio social para sus afiliados (trabajadores y pensionados), incluyendo el otorgamiento de créditos.

El cambio de tendencia de clasificación a “Favorable” se debe tanto al mejoramiento de los niveles de rentabilidad de la entidad, como a la consolidación de un área de contraloría interna que presenta altos niveles de sofisticación, todo ello en un escenario de deuda y riesgo de cartera controlado.

Actualmente, **CCAF Los Héroes** se ha consolidado como uno de los tres actores principales en el mercado, ostentando una participación de un 13% en el total de afiliados al sistema de Cajas de Compensación de Asignación Familiar⁴. No obstante, esta entidad se encuentra en proceso de fusión por absorción con la caja de Compensación Gabriela Mistral, la cual posee una participación de 2,7%, lo cual incrementaría la importancia de la **CCAF Los Héroes** dentro del sistema total.

El negocio de la entidad se ha concentrado, principalmente, en operaciones de crédito social, las cuales generaron el 55% de los ingresos de la institución en el año móvil finalizado a junio de 2018.

⁴ A junio de 2018.

Según datos junio de 2018, las colocaciones netas ascendieron a los US\$ 475,5 millones⁵, que representaban el 73,7% de sus activos. A nivel de pasivos, su deuda financiera y patrimonio ascendían a US\$ 296 millones y US\$ 279 millones, respectivamente.

La clasificación de los títulos de deuda de **CCAF Los Héroes**, "Categoría Nivel 1/A", se fundamenta principalmente en la tenencia de una cartera crediticia de bajo riesgo y altos niveles de atomización que se inserta en un marco legal que la fortalece en su calidad de acreedor, favoreciendo los niveles de recuperación de los préstamos otorgados. La categoría de riesgo también refleja la buena capacidad de la corporación para responder a las obligaciones financieras asumidas, incluyendo posibles cambios en el entorno que, incluso, en opinión de la clasificadora, podrían implicar, dentro de parámetros razonables, menor disposición de los bancos para otorgar préstamos a las entidades financieras no bancarias.

En forma complementaria, la clasificación de riesgo reconoce que el negocio crediticio tiene un retorno adecuado en relación con el riesgo asumido; que las características propias del sector entregan ventajas comparativas en el proceso de recaudación (descuentos por planillas con carácter equivalente a la deducción previsional) y que existe un importante nivel de ingresos provenientes de operaciones de bajo riesgo (por la administración de prestaciones sociales de cargo del Estado, pago de pensiones, recaudación de seguros y servicios y cotización de 1% de pensionados, entre otros).

La clasificación recoge además, el hecho que un porcentaje importante de sus deudores presentan un bajo perfil de riesgo (pensionados, que representan aproximadamente el 48% de las colocaciones, con los respectivos seguros de desgravamen para los deudores) y que en septiembre de 2017 se re adjudicó el pago de pensiones otorgadas por el Instituto de Previsión Social (IPS) hasta 2022 (con posibilidad de extenderlo hasta 2023), a través de sus sucursales y puntos móviles (contrato que originalmente se lo había adjudicado en mayo de 2011).

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída, ya que el fortalecimiento patrimonial de la institución está restringido sólo a la generación de utilidades, no existiendo la posibilidad de aportes de capital significativos para apoyar el crecimiento de **CCAF Los Héroes** o de incrementar su liquidez en casos de estrechez financiera. Esta situación toma mayor relevancia en un escenario de limitación de financiamiento por parte del sistema bancario, que representa a junio de 2018 el 51% del apalancamiento financiero de la Caja.

Además, la evaluación de **CCAF Los Héroes** indica la existencia de un gobierno corporativo no asociado a la propiedad de la entidad, por lo que no asume los riesgos económicos de sus operaciones y por ello surge la necesidad que los riesgos crediticios, financieros y operativos tengan controles adecuados para el volumen de colocaciones que maneja la institución y que estos se vayan consolidando en el tiempo. Con todo, se reconocen los avances que se observan en esta materia en los últimos años.

⁵ Considerando una tasa de conversión de 651,21 \$/US.

Asimismo, la clasificación de riesgo no desconoce que **CCAF Los Héroes**, además de sus propias ventajas comparativas como originador de créditos, se ha visto beneficiada por atender un mercado que dispone de bajas alternativas de financiamiento. Sin embargo, el crecimiento económico natural del país podría incrementar las posibilidades de préstamos para este tipo de clientes (aumento de la bancarización). Este escenario, sumado al aumento en la oferta y cobertura de los créditos, debiera repercutir a futuro en los niveles de competencia, estrechando la capacidad del crecimiento en las colocaciones y presionando los márgenes del negocio.

En el mediano plazo, la clasificación de riesgo podría verse favorecida en la medida que la institución logre incrementar su escala relativa siempre en un contexto que implique reforzamiento permanente en materias de control interno con un nivel de deuda compatible con su tamaño y con los riesgos asumidos.

De igual forma, para que esta clasificación se mantenga, es necesario que el crecimiento esperado para la institución no conlleve cambios relevantes en el perfil de riesgo de su cartera de crédito y no afecte los niveles de incobrabilidad de las deudas, ello manteniendo un marco legal que no deteriore su posición competitiva.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Cartera crediticia de bajo riesgo y altos niveles de atomización.

Fortalezas complementarias

- Ingresos de bajo riesgo (los asociados a pagos del Estado).
- Sistema de recaudación favorecido por legislación.

Fortalezas de apoyo

- Adecuado retorno respecto al riesgo.
- Porcentaje importante de sus deudores presentan un bajo perfil de riesgo (pensionados).
- Acceso a su segmento objetivo.

Riesgos considerados

- Aumentos de patrimonio sujeto a generación de utilidades (riesgo atenuado por la actual situación financiera).
- Potenciales cambios en el entorno competitivo (riesgo bajo en el corto plazo).
- Mercado objetivo riesgoso que cuenta con clientes poco bancarizados (riesgo atenuado por el descuento por planilla).
- Cambios legales que impidan el descuento por planilla (de baja probabilidad, pero de impacto muy severo).
- Gastos de administración y venta elevados en comparación al resto de las cajas de compensación debido principalmente al negocio de administración de pago de pensiones otorgadas por el Instituto de Previsión Social (IPS), lo que entrega una menor flexibilidad en el gasto.

Hechos recientes

Enero-diciembre 2017

Durante 2017, **CCAF Los Héroes** presentó ingresos operacionales (ingresos por intereses y reajustes, ingresos por actividades ordinarias y otros ingresos) por \$ 131.747 millones, lo que representó un aumento de 0,89% respecto del año anterior. Esto se explica por un crecimiento en los ingresos percibidos por concepto de intereses de crédito social en 0,2%, una variación nula de los ingresos de actividades ordinarias, y un alza de los otros ingresos por 5,2%.

En tanto el gasto por intereses y reajustes alcanzó los \$ 15.113 millones, lo cual es un 4,8% mayor a lo registrado el 2016, por su parte el gasto por beneficios a los empleados fue de \$ 33.276 millones (lo que representa una caída de 2,3% respecto a lo registrado en 2016), el deterioro por riesgo de crédito disminuyó en 13,1%, totalizando M\$ 11.867 millones, y los otros gastos por naturaleza alcanzaron \$ 54.937 millones (6,1% superiores a los del año anterior).

Con todo, la ganancia de 2017 alcanzó los \$ 13.525 millones, lo que significó un alza de casi 25% respecto al año anterior.

Los activos de **CCAF Los Héroes** ascendieron a \$ 429.546 millones y sus colocaciones netas a \$ 311.696 millones, teniendo un pasivo total de \$ 257.807 millones, un pasivo financiero de \$ 210.461 millones y un patrimonio equivalente a \$ 171.739 millones.

Enero-junio 2018

Durante el primer semestre de 2018 **CCAF Los Héroes** presentó ingresos operacionales (ingresos por intereses y reajustes, ingresos por actividades ordinarias y otros ingresos) por \$ 64.864 millones, lo que representó una caída de 1,9% respecto al mismo periodo del año anterior, explicado por la disminución en los ingresos por intereses y reajustes, debido a una disminución en la tasa efectiva de dichos créditos.

En tanto el gasto por intereses y reajustes alcanzó los \$ 5.657 millones, lo cual significa una caída de 27,1% respecto del mismo período del año anterior, explicado por una menor deuda financiera, asociado al pago de la serie A de bonos corporativos en diciembre de 2017.

Por su parte, el gasto por beneficios a los empleados fue de \$ 16.670 millones (superior en 8,8% a lo registrado en el primer semestre de 2017). En cuanto al deterioro por riesgo de crédito, éste disminuyó en 0,1%, asociado a los procesos de mejora en las estrategias de cobranza que ha

implementado la caja. Los otros gastos por naturaleza alcanzaron \$ 24.838 millones (inferiores en 1,7% respecto a los de igual periodo del año anterior).

La ganancia a junio de 2018 alcanzó los \$ 9.733 millones, lo que significó una caída de 1,9%, respecto al primer semestre del año anterior. Los activos de **CCAF Los Héroes** ascendieron a \$ 420.202 millones y sus colocaciones netas a \$ 309.619 millones, teniendo un pasivo total de \$ 238.261 millones, un pasivo financiero de \$ 192.747 millones y un patrimonio equivalente a \$ 181.941 millones.

Definición categorías de riesgo

Categoría A (títulos de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría Nivel 1 (N-1) (títulos de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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.

Tendencia Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Oportunidades y fortalezas

Bajo costo de recaudación: El sistema de recaudación de los créditos (descuento por planilla) es de menor costo en relación con la alternativa de habilitar centros de pagos en todo el país para que el deudor pague directamente.

Atomización de los créditos: Los préstamos otorgados, en promedio, no superan los \$ 837 mil para pensionados y \$ 1,9 millones para trabajadores, para una cartera del orden de los \$ 326 mil millones y un patrimonio de \$ 182 mil millones. En cuanto a la concentración por empresa o entidad pagadora de las pensiones, también existe una adecuada diversificación (salvo el IPS, en el caso de pensionados, y gendarmería, en el caso de trabajadores, ninguna entidad representa más del 8% de los créditos otorgados por segmento).

Adecuado retorno de los créditos en relación al riesgo: La tasa de interés de los préstamos puede ser considerada elevada dado el perfil de riesgo de sus deudores. Con todo, durante 2017 la tasa de interés cobrada por **CCAF Los Héroes** se encuentra en torno de 1,92% mensual para créditos de consumo de trabajadores y pensionados (la menor del sistema de Cajas de Compensación)⁶. Con todo, se reconoce que la banca está dirigida a otro perfil de clientes y presenta un costo de fondeo mucho menor. En contraposición, **CCAF Los Héroes** tiene un marco jurídico más seguro y un proceso de cobranza de menor riesgo.

Calidad del perfil de la cartera de deudores: Un porcentaje relevante de los deudores, 48%, corresponde a pensionados que no están expuestos a la pérdida de su fuente de ingresos (en caso de fallecimiento la deuda está cubierta por un seguro de desgravamen). El IPS es la principal entidad pagadora del pago de estos créditos (riesgo Estado). El resto de las entidades pagadoras lo conforman compañías de seguros de vida con adecuada clasificación de riesgo y AFP y a las cuales **CCAF Los Héroes** les presta servicios.

Alto acceso a su segmento objetivo: La función comercial en el ámbito crediticio se ve favorecida por la facilidad de acceso al segmento objetivo y conocer su nivel de ingresos y antigüedad laboral (trabajadores de las empresas adheridas). Además, producto de la relación de largo plazo con las empresas, es posible conocer o estimar la viabilidad financiera de estas últimas. Sumado a lo anterior, la corporación recientemente se readjudicó el contrato para prestar el "Servicio de Atención y Pago de Beneficios de Seguridad Social" por cuatro años, lo que presenta una oportunidad para **CCAF Los Héroes** de potenciar aún más el segmento de pensionados que si bien no puede cursar productos, permite tener una mayor visibilidad en el segmento.

Generación de ingresos no asociados a créditos sociales: Alrededor del 45% de los ingresos de la corporación se originan producto de otros ingresos no asociados directamente al otorgamiento de créditos sociales. Prácticamente la totalidad de ellos son de bajo riesgo, correspondiente a recaudaciones por seguros y servicios asistenciales, además del 1% de pensionados y comisiones (sin embargo, debe tenerse en consideración que dichas prestaciones tienen costos operativos y de administración asociados).

Altas barreras de entrada para próximas licitaciones con IPS: La implementación del sistema de pago de pensiones demandó la apertura de nuevas sucursales, además de importantes modificaciones en las sucursales existentes (aspectos como climatización e implementación de baños en cada sucursal, mantener las filas de cobro de pensiones al interior de cada recinto). Estas inversiones realizadas por **CCAF Los Héroes**, le permitieron volver a adjudicarse el servicio, además de haberle permitido aumentar los servicios de pago de otros organismos públicos y privados, puesto que las sucursales de la corporación abarcan gran parte del territorio nacional⁷.

⁶ Fuente: "Estadísticas de la Seguridad Social, 2017".

⁷ Actualmente se realizan los pagos de las pensiones de algunas AFP.

Buen acceso al sistema financiero: **CCAF Los Héroes** mantiene líneas de crédito activas con varios bancos locales, lo que muestra confianza por parte del sistema financiero. Además, la estructura de plazo de su deuda es coherente con el perfil de pago de sus activos. Según datos a junio de 2018, los pasivos financieros ascienden a \$ 192.747 millones. Las emisiones de bonos han incrementado las fuentes de financiamiento para la institución, representando los bonos corporativos y los efectos de comercio un 48% del financiamiento de la empresa a junio de 2018 (incluyendo derivados de coberturas de los bonos), y recientemente **CCAF Los Héroes** obtuvo un financiamiento con la Corporación Financiera Internacional (IFC) por hasta US\$ 50 millones. Con todo, se reconoce que eventualmente podría existir un endurecimiento de la banca con las entidades financieras no bancarias, situación que también podría afectar a **CCAF Los Héroes**; no obstante, en opinión de la clasificadora, ello no debiera ser permanente en el largo plazo.

Factores de riesgo

Estructura de propiedad: La estructura propietaria de la caja de compensación dificulta la posibilidad de aumentos de capital y retiros ante contextos que pudieren debilitar la situación financiera de la entidad. Adicionalmente, las características de la propiedad llevan a que la dirección superior de la institución tenga costos económicos de baja relevancia por decisiones que pudieran afectar el riesgo o valor de la corporación. Si bien ello no necesariamente implica un estilo de administración menos profesional o conservadora, en este caso debido a la estructura de propiedad de la totalidad de las cajas de compensación no se da una relación estrecha entre el desarrollo de la entidad y los beneficios percibidos por los propietarios. Para contrarrestar lo anterior, se hace importante que la entidad continúe con el proceso de mejora de los gobiernos corporativos, las mejores prácticas en control de gestión y control de riesgos operacionales y financieros.

Cambios del entorno competitivo: La existencia de bancos comerciales orientados a los créditos de consumo, el fuerte negocio financiero de las casas comerciales, la posibilidad de las compañías de seguros de otorgar préstamos y los mayores niveles esperables de "bancarización", entre otros factores, permiten presumir que a mediano o largo plazo debiera aumentar la competencia en el mercado crediticio, presionando a una baja en los márgenes del negocio.

Mercado objetivo riesgoso: La empresa se orienta principalmente a entregar créditos a sectores más riesgosos dentro de la población. En general el tipo de afiliado que accede a créditos de la caja es un cliente poco bancarizado y con un mayor nivel de riesgo. En todo caso, este riesgo se encuentra mitigado por el marco legal de las cajas de compensación, cuyo descuento por planilla es de carácter previsional.

Eventuales cambios regulatorios: Hoy en día las CCAF están al amparo de la Ley 18.833 especial para cajas de compensación, en la que el pago de los créditos otorgados es recaudado por las empresas adheridas o las instituciones responsables de las pensiones, las cuales deben descontar mensualmente los montos correspondientes del sueldo del trabajador o pensión del afiliado. Este procedimiento de descuento queda sujeto a las mismas normas que regulan la retención y pago de las cotizaciones previsionales. Es por ello que cualquier cambio en la regulación podría eventualmente volver menos competitivas a las CCAF con respecto a otras instituciones financieras. A modo de ejemplo, a partir de abril de 2018 la circular 3.355 establece que a aquellos trabajadores que tenga calidad de funcionarios de organismos públicos se les aplicará un descuento mensual máximo de 15% de su remuneración.

Magnitud de los gastos de apoyo operacional⁸: Los gastos de administración y venta se consideran elevados cuando se les compara con el resto de las cajas de compensación, siendo los más altos de la industria, debiéndose esta diferencia principalmente al gasto que incurren operacionalmente al administrar el pago de pensiones otorgadas por el Instituto de Previsión Social (IPS), lo que entrega una menor flexibilidad en el gasto. A junio de 2018 los gastos de administración representaron un 26,5% de los ingresos operacionales, registro superior a otras cajas, pero, en este sentido, hay que considerar que **CCAF Los Héroes** posee la mayor red de sucursales del mercado (178 sucursales).

Antecedentes generales

Historia

CCAF Los Héroes es una corporación de derecho privado, sin fines de lucro y cuyo objetivo es la administración de prestaciones de seguridad social. Nace en 1955 al alero de la Asociación de Industriales Metalúrgicos (ASIMET) y comienza sus actividades con 20 empresas y 6.000 trabajadores afiliados.

La institución presta servicios a personas afiliadas y no afiliadas (producto del contrato con el IPS). La calidad de afiliado, para trabajadores activos, se adquiere mediante la incorporación del empleador como miembro de la caja, con acuerdo mayoritario de sus trabajadores; en el caso de los pensionados, la adhesión es individual. Actualmente, la corporación cuenta con diferentes líneas de negocios dentro de los que se destacan los créditos sociales.

La caja de compensación es supervisada y fiscalizada por la SUSESO y regida por la Ley 18.833, sus reglamentos y su respectivo estatuto, por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), en su

⁸ El ratio considera sólo los ingresos por interés y reajustes del estado financiero individual, no considerando las demás fuentes de ingresos que posee la caja que son producidos con los mismos gastos de administración y remuneraciones y gastos del personal

calidad de emisor de instrumentos de oferta pública y como agente administrador de mutuos hipotecarios por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras por efecto de la tasa máxima convencional.

A junio de 2018 **CCAF Los Héroes** contaba con 4.154 empresas adheridas y un total de 924.770 afiliados, los cuales representan alrededor de un 13% del total del sistema, compuesto por 322.549 trabajadores activos y 602.221 pensionados. **CCAF Los Héroes**, comparada con su industria, cuenta con una alta proporción de jubilados afiliados a la caja, alcanzando una participación de 41% del total del sistema.

Tiene cobertura nacional, representada por 178 sucursales en las principales ciudades del país, lo que le permite cubrir una amplia gama de servicios concordante con su objetivo social.

Propiedad y administración

La administración de **CCAF Los Héroes** recae sobre el directorio, conformado por seis miembros (tres provenientes del estamento empresarial y los otros tres procedentes de los trabajadores), de los cuales tres son elegidos por votación indirecta. Esto quiere decir que los trabajadores afiliados eligen a los representantes que votarán por dos de los miembros del directorio. Los empleadores eligen a sus representados, quienes nombran a uno de los miembros del directorio; los otros tres son designados, dos por el directorio saliente (un trabajador y un empleado) y el último por ASIMET (entidad gremial de las empresas metalúrgicas, que fue la que dio origen a **CCAF Los Héroes**). Los miembros del directorio tienen posibilidad de reelección y sus dietas están fijadas por ley.

Al 30 de junio de 2018, el directorio está compuesto de la siguiente manera:

Nombre	Cargo
Alfredo Kunze Schutze	Presidente
Arturo Lyon Parot	Director
Gabriel Riveros Infante	Director
Gastón Lewin Gómez	Director
Enrique Oyarce Cifuentes	Director
Marcelo Solís Hernández	Director

El Directorio tiene sus responsabilidades fijadas por ley, dentro de las que se cuentan elegir al Gerente General y al Fiscal, pronunciarse sobre las solicitudes de afiliación, establecer la planta y remuneraciones del personal, fijar los programas de prestaciones de crédito social y prestaciones adicionales, aprobar las políticas de bienestar social, visar los convenios de régimen de prestaciones complementarias y las condiciones de los servicios que ofrezca. Además, el Contralor depende del Directorio.

A continuación se presenta la administración de la Corporación:

Nombre	Cargo	Fecha de nombramiento
Alejandro Muñoz Rojas	Gerente General	28 diciembre 2016
Carlos Lira Ramírez	Fiscal	1 enero 1995
Sandra Gálvez Becerra	Contralor	01 febrero 2012
María Verónica Villarroel Molina	Gerente de Personas	16 agosto 2016
Jaime Cruzat Suazo	Gerente de Riesgo	14 enero 2011
Claudia Carrasco Cifuentes	Gerente de Operaciones y Tecnología	18 junio 2018
Jorge Oliva Mol	Gerente de Administración y Finanzas	17 abril 2017
Germán Lafrentz Heisen	Gerente de Asuntos Corporativos y Productos	1 septiembre 2008
Soledad Masalleras Lohmann	Gerente de Red Comercial y Transaccional	25 enero 2011

Líneas de negocios⁹

Las líneas de negocios de las cajas de compensación se encuentran normadas por la Ley 18.833. De acuerdo a ésta, a dichas corporaciones les corresponde la administración de las prestaciones de seguridad social. Para lograr este objetivo, **CCAF Los Héroes** administra prestaciones familiares, subsidios de cesantía y por incapacidad laboral, prestaciones de crédito social, créditos hipotecarios, prestaciones adicionales¹⁰ y complementarias¹¹.

La línea de negocios que tiene mayor importancia relativa son los créditos sociales otorgados a sus afiliados, ya que constituye el 55% de los ingresos de la corporación a junio de 2018.

También posee líneas de negocios que no presentan riesgos asociados, como el pago que realiza el Estado a la corporación por administrar las prestaciones de seguridad social, fijadas por ley. Ellas contemplan asignación familiar, subsidio de cesantía y subsidio por incapacidad laboral, a lo que se suma el pago por brindar el servicio de atención y pago de beneficios de seguridad social (adjudicado en una licitación). Este último servicio entró en funcionamiento el 2011 y ha incrementado sus fuentes de ingresos. Por otro lado, **CCAF Los Héroes** también recibe ingresos de los pensionados, éstos ascienden al 1% de la pensión. Adicionalmente, hay que considerar que la única restricción que afecta a la corporación, de acuerdo con la legislación vigente, se refiere al desarrollo directo de actividades productivas.

Morosidad

Los niveles de morosidad de las cuentas por cobrar crediticias de esta corporación son considerados aceptables, beneficiado, en gran parte, por el importante porcentaje de pensionados en la cartera de colocaciones que históricamente, dada sus características, muestran un nivel de incumplimiento

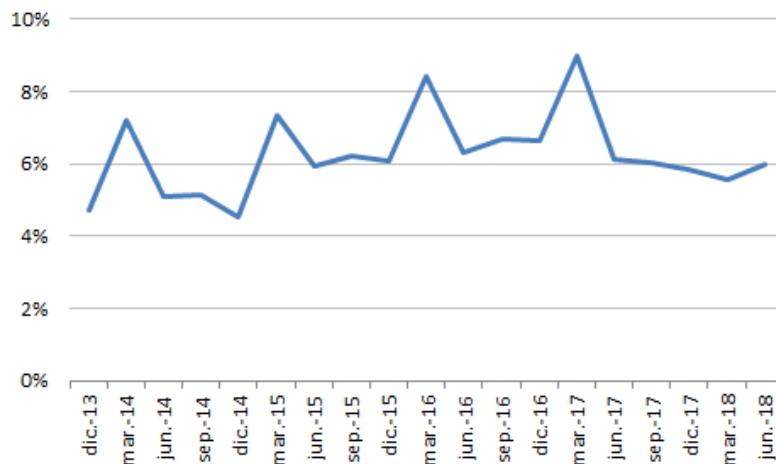
⁹ Una descripción más detallada de cada línea de negocio se presenta en el Anexo.

¹⁰ Consiste en prestaciones en dinero, en especies y en servicios para los trabajadores afiliados y sus familias.

¹¹ Los regímenes complementarios serán de adscripción voluntaria y se establecerán mediante convenios con los empleadores afiliados, con los sindicatos a los que pertenezcan los trabajadores afiliados o con estos en forma directa.

bastante menor que el de los trabajadores activos. Pese a lo anterior, el nivel de morosidad total de **CCAF Los Héroes** (medido como porcentaje de la cartera bruta) presentó una tendencia al alza entre 2013 y 2017, para posteriormente exhibir una tendencia a la baja. En efecto, el incremento de la morosidad que usualmente se registraba en marzo de cada año, durante 2018 fue inexistente.

Gráfico 1
Morosidad sobre 30 días, como porcentaje de la cartera bruta
(dic 2013-jun 2018. Porcentaje)



Fuente: Humphreys en base a estados financieros de **CCAF Los Héroes**

Al analizar la morosidad en términos de relativos, como porcentaje del stock de cartera bruta, a junio de 2018, el retraso entre 90 y más días llega a 4,0%. A continuación se muestra el cuadro de morosidad de la cartera total.

Morosidad cartera bruta Junio 2018

Tramo mora	Total Colocaciones
Al Día	91,9%
1-30	2,1%
31-60	1,2%
61-90	0,8%
91-120	0,6%
121-150	0,5%
151-180	0,4%
180 o más	2,5%
Total	100,0%

Estructura de fondeo

De acuerdo con la circular 3.343 las fuentes de financiamiento de las Cajas de Compensación pueden corresponder al (i) sistema financiero chileno; (ii) sociedades financieras controladas por la SBIF; (iii) compañías de seguro nacionales o extranjeras; (iv) sociedades de inversión fiscalizadas por la CMF; (v) organismos públicos de fomento y desarrollo; y (vi) bancos de desarrollo multilaterales.

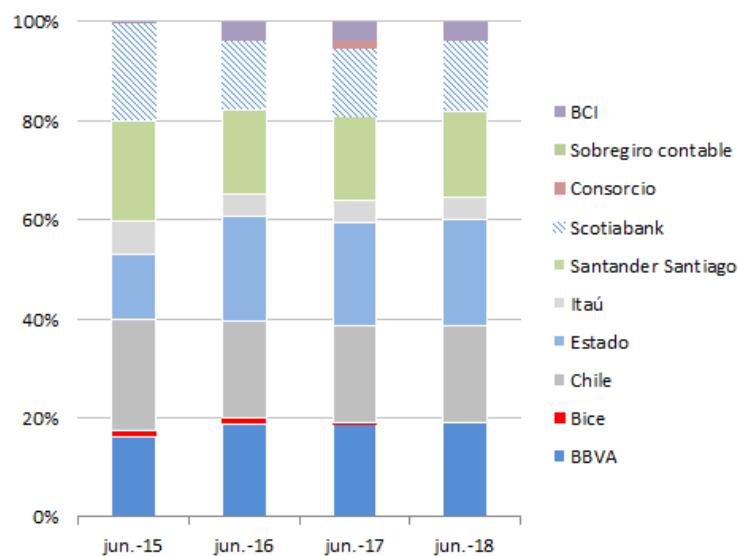
A continuación se presenta la composición de la deuda financiera de la **CCAF Los Héroes** a junio de 2018.

**Distribución de pasivo financiero
Junio 2018**

	Total
Bancos	51,4%
Bonos corporativos	46,4%
Obligación derivado	0,0%
Obligación leasing	0,7%
Total	100,0%

En el caso de la deuda bancaria, a junio de 2018, el financiamiento de **CCAF Los Héroes** se distribuía en siete bancos locales. Sus principales acreedores eran el Banco Estado y Banco de Chile, con participaciones del 21,3% y 19,7%, respectivamente, dentro de los pasivos bancarios.

**Gráfico 2
Estructura deuda Bancaria
(junio 2015-junio 2018. Porcentaje)**



Cabe agregar que la **CCAF Los Héroes** cuenta con un financiamiento aprobado por la Corporación Financiera Internacional (IFC), entidad dependiente del Banco Mundial, por hasta US\$50 millones, de los cuales en julio de 2018 se giraron US\$30 millones.

Administración de riesgos

Para la administración de los riesgos que puedan afectar a **CCAF Los Héroes**, el Directorio ha constituido varios comités que sirven de apoyo para mejorar la gestión de la empresa. Dentro de ellos se encuentra el Comité de Riesgo, cuyo objetivo es identificar los riesgos y los retornos de sus actividades y así establecer los niveles de aceptación para los primeros. Además, debe velar por la administración de los riesgos de crédito, de mercado, de liquidez, de solvencia y operacional, entre otros.

Por el carácter social de las cajas de compensación y debido a que la legislación así lo contempla, los créditos que otorga la corporación son recaudados por el empleador, en el caso de trabajadores, o la institución previsional, en el caso de pensionados, a través de descuentos por planilla. Además, estos préstamos cuentan con prelación de pagos en relación con otro tipo de deudas, en caso de quiebra de la entidad recaudadora (tienen el mismo tratamiento que los pagos previsionales lo que no, necesariamente, implica que se acelera el pago del crédito social).

Por otro lado, los préstamos se encuentran atomizados en muchos créditos de bajo monto, esto debido a que la normativa vigente impone límites máximos de endeudamiento para los afiliados, lo que hace que la cuantía individual de cada cuenta por cobrar sea muy reducida en relación con el patrimonio de la entidad.

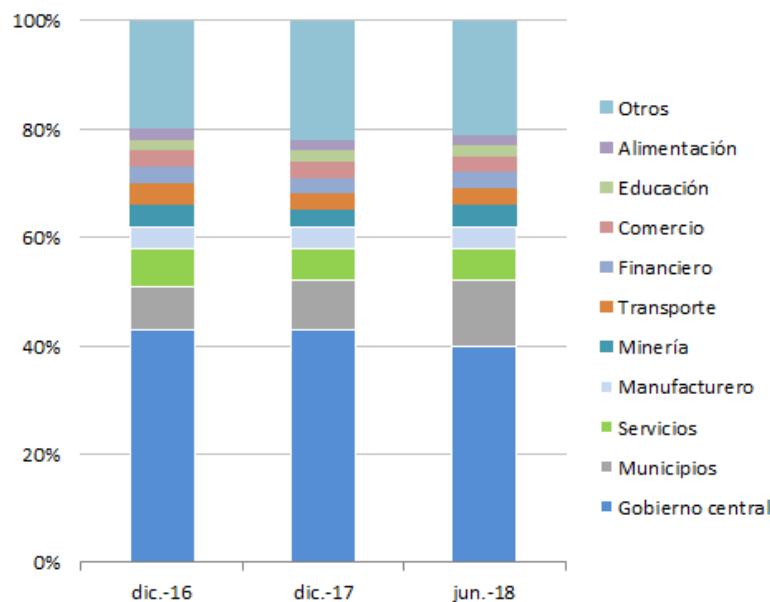
De acuerdo a los datos a junio de 2018, la cartera al día de créditos otorgados por **CCAF Los Héroes** alcanza un 91,9% del total de la cartera.

El cuadro a continuación muestra la concentración de los créditos entre pensionados y trabajadores activos para **CCAF Los Héroes**.

	Pensionados	Trabajadores
Principal entidad pagadora	53%	24%
Las 10 entidades con mayor concentración	88%	46%

En términos de concentración por sector económico (segmento trabajador), **CCAF Los Héroes** ha reducido marginalmente su concentración en el gobierno central, llegando a 40% a junio de 2018, en tanto el resto se ha mantenido diversificado en variados sectores.

Gráfico 3
Concentración por sector económico
(diciembre 2016-junio 2018. Porcentaje)



Medición y límites de crédito

CCAF Los Héroes cuenta con políticas de crédito específicas por producto (créditos sociales y créditos hipotecarios), las que se revisan periódicamente con el objeto de asegurar su vigencia; son aprobadas por el directorio y el comité de riesgo, permitiendo administrar el riesgo en concordancia con las características del negocio, materializándose por medio de procedimientos y sistemas de admisión que se aplican uniformemente en toda su red comercial. Las políticas incorporan los criterios específicos de aceptación para el control del riesgo en función de la clasificación de empresas, el riesgo trabajador (a través de un *score* de originación) y el riesgo pensionado, así como también los límites de crédito discretionales asignados a las distintas personas para aprobación de operaciones.

Para la clasificación de riesgo de las empresas se incorporan criterios de morosidad, número de trabajadores, sector de la economía, información comercial, información financiera y pagos previsionales. El riesgo trabajador se evalúa en base a un *score* de originación, implementado en septiembre de 2017, el que fue desarrollado tomando como referencia el comportamiento histórico de la cartera. El riesgo pensionado se evalúa en base a criterios de morosidad, entidad pagadora, edad, tipo de pensión, propósito de los fondos, plazo y carga financiera mensual. Para lograr un adecuado equilibrio de riesgo y retorno, se han establecido indicadores y límites de provisiones y morosidad de cartera de crédito entre los que considera: índice de riesgo, suficiencia de provisiones

sobre la cartera morosa, morosidad de la cartera, concentración en colocaciones por empresas e industrias, entre otros, que se revisan periódicamente en el comité de riesgo.

La determinación de provisiones se realiza en concordancia con la normativa vigente (Circular N° 2.588 "Norma de Provisiones y Gestión del Riesgo de Crédito" emitida por la SUSESO el 11 de diciembre de 2009), que considera tres categorías de provisiones que se relacionan con los distintos tipos de riesgo de la cartera de crédito (estándar, complementaria y adicional)¹², lo cual se complementa con un método interno, implementado en enero de 2012, basado en el comportamiento histórico de la cartera lo cual, en opinión del emisor, permite cuantificar con mayor precisión las pérdidas potenciales de cartera. Este modelo de provisiones fue auditado el año 2012 por una empresa externa, con experiencia reconocida en la materia, con el objeto de validar la metodología, la correcta implementación y la suficiencia de provisiones. El resultado de la revisión fue satisfactorio y específicamente en relación al último objetivo, se indica que "se observa una correcta cobertura de pérdidas netas a 24 meses por lo que se cree que el nivel actual de provisiones es adecuado."

Para el cálculo de la provisión la cartera de crédito social se agrupa en tramos de mora clasificando a cada deudor según su máxima morosidad y se asigna factores de provisiones por cada uno de los tramos establecidos. La provisión estándar, mínimo exigido normativamente, considera los factores de provisión establecidos por el regulador (Circular N° 2.825 "Modifica Instrucciones Sobre Provisiones y Gestión del Riesgo de Crédito contenidas en Circular 2.588" emitida por la SUSESO el 17 de abril de 2012 y que entró en vigencia en enero de 2013). La provisión complementaria se adiciona cuando el modelo interno (a nivel total) es superior a la provisión estándar exigida por el regulador. La metodología interna implementada en enero 2012 considera la estimación de las provisiones de acuerdo a características comunes de riesgo de los deudores, mediante segmentaciones por tipo de cliente (trabajador, pensionado o empresa), tipo de producto (normal, reprogramado o reprogramado especial) y categoría de riesgo. Para la cartera de crédito social hipotecario las provisiones se determinan de acuerdo a lo establecido en la normativa y sus cálculos se basan en el número de dividendos vencidos e impagos, el valor de la garantía y el saldo insoluto de la deuda de cada hipotecario considerado en forma individual.

Contraloría interna

El área de Contraloría Interna, en su estado actual, opera desde 2013. Depende en forma directa del Directorio de la corporación. El área de auditoría se divide en cuatro divisiones: i) riesgo, ii) TI,

¹² i) Estándar, provisiones por riesgo de crédito determinadas en base a la evaluación de la capacidad de pago del deudor respecto de la globalidad de sus obligaciones con la institución; ii) complementaria, provisiones producto de características específicas de las carteras de crédito; y iii) adicionales, provisiones producidas por los riesgos sistémicos que afectan a la totalidad de la cartera, tales como, perspectivas macroeconómicas adversas, concentraciones de industrias, etc.

iii) sucursales y iv) prevención y detección de fraude. Su objetivo es velar por el cumplimiento de las políticas, normas y procedimientos internos emanados de la alta administración y de la normativa vigente dictada por los reguladores. La metodología de la Contraloría, es una revisión basada en riesgo (COSO). El plan de auditoría se presenta en forma anual al comité de auditoría y al directorio, aprobado se procede a su ejecución anual, lo que incluye revisar todos los procesos críticos definidos por la institución, entre ellos, la confirmación de la consistencia de la cartera, verificación de los procesos de cobranza e inspección a los mecanismos de valorizaciones y contabilización de las cuentas por cobrar.

Dentro de los mecanismos de control de riesgo, cabe señalar que la compañía -enmarcada dentro de la ley Nº 20.393 que establece la Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas en los Delitos de Lavado de Activos, Financiamiento del Terrorismo y Cohecho- se certifica anualmente.

El plan de auditoría anual se basa en la matriz de riesgo de la entidad, la cual es el resultado de un análisis realizado por la Gerencia de Riesgo, Fiscalía y Contraloría. Las auditorías del año 2017 totalizaron 128 trabajos, 47 auditorías de procesos planificadas y tres adicionales; así como 65 auditorías planificadas a sucursales, 10 auditorías no planificadas a sucursales y tres auditorías a parques recreativos.

Asimismo, se realizan auditorías de conciliación a la totalidad de la data, lo cual significa revisar 726 millones de registros.

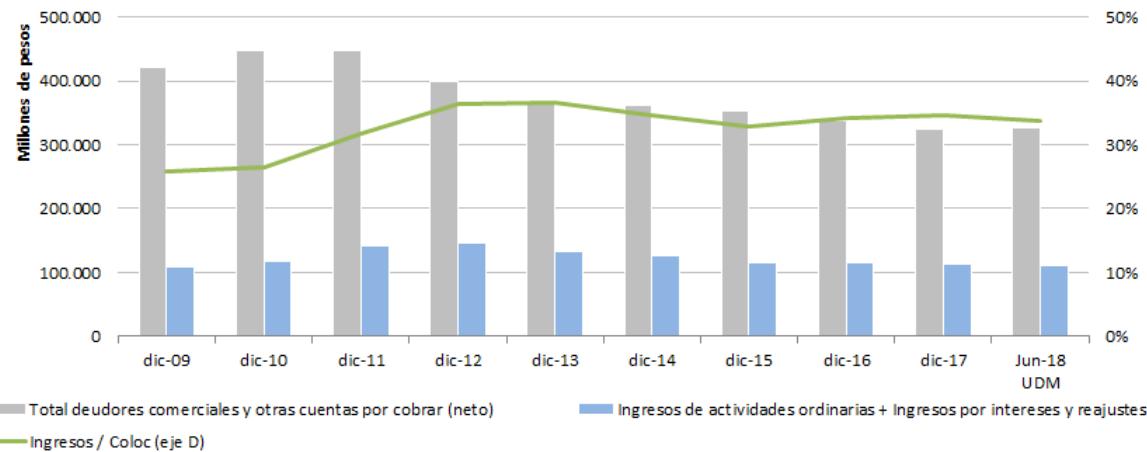
Finalmente, durante el presente ejercicio, se implementó el *software* de auditoría Pentana, que permite una gestión de riesgo más integral, analizando el levantamiento de los riesgos relevantes de cada proceso y, posteriormente, midiendo la suficiencia y eficiencia de los controles que mitigan dichos riesgos.

Análisis financiero

Evolución de los resultados y colocaciones

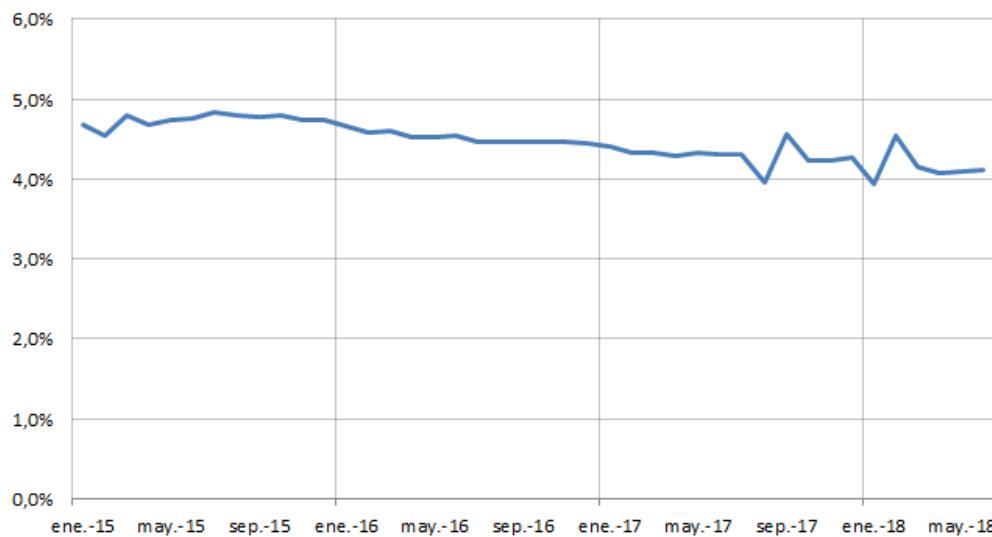
Las colocaciones, a partir de 2011, muestran una tendencia decreciente, efecto que se ha dado principalmente por normativas de la SUSESO que han establecido mayores restricciones para poder otorgar créditos. Con todo, los ingresos de actividades ordinarias e ingresos por intereses y reajustes se han mantenido en torno al 35% de las colocaciones, como se presenta en el siguiente gráfico:

Gráfico 4
Colocaciones, Ingresos Activas Ordinarias + Intereses y Reajustes e Ingresos/Colocaciones
(diciembre 2009-junio 2018, Millones de pesos de junio 2018 y porcentaje)



La tasa de pago de la cartera, que había mostrado una leve tendencia decreciente, desde mediados de 2017, salvo fluctuaciones puntuales, se ha estabilizado en torno al 4,2%, tal como se presenta en el siguiente gráfico:

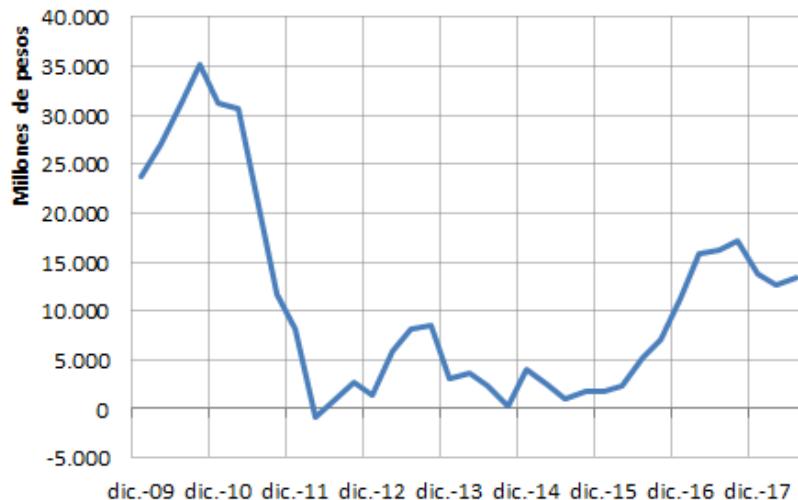
Gráfico 5
Tasa de Pago Cartera
(2015-may 2018. Porcentaje)



En el siguiente gráfico se muestra la utilidad móvil de **CCAF Los Héroes** desde diciembre de 2009. En 2011 se observa una caída abrupta en las utilidades, explicado por los mayores gastos incurridos

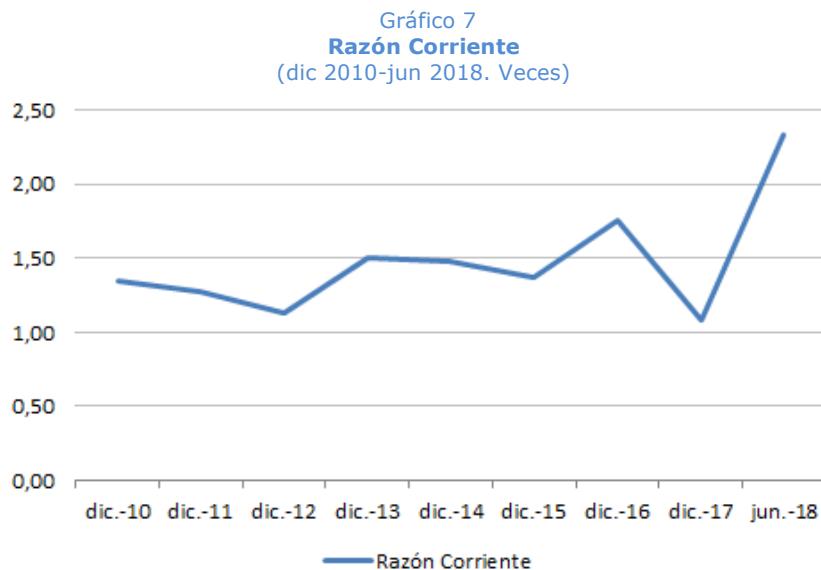
durante la puesta en marcha del servicio de pago de beneficios sociales del INP, provocando altos gastos de amortización y depreciación referidos al proyecto, lo cuales ya se encuentran totalmente depreciados. Posteriormente, a partir de 2016 comienza la recuperación de los resultados y que continuó durante 2017. A partir del primer trimestre de 2017 las ganancias anuales se han estabilizado en torno a los \$15 mil millones anuales.

Gráfico 6
Utilidad Neta Móvil
(diciembre 2009-junio 2018. Millones de pesos de junio de 2018)



Liquidez

La liquidez de la entidad, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, siempre se ha mantenido en niveles elevados, pese a la caída que tuvo durante 2012; posteriormente se mantuvo en torno a valores de 1,5 veces. En diciembre de 2016 se incrementa a valores de 1,8 veces. Durante diciembre 2017 este valor se reduce a 1,1 veces producto del vencimiento del acuerdo bancario y el consecuente desplazamiento de la deuda del largo al corto plazo. Con posterioridad, a junio de 2018, este indicador presenta un fuerte incremento a 2,3 veces, dado el pago de las series A, C y E de bonos corporativos.



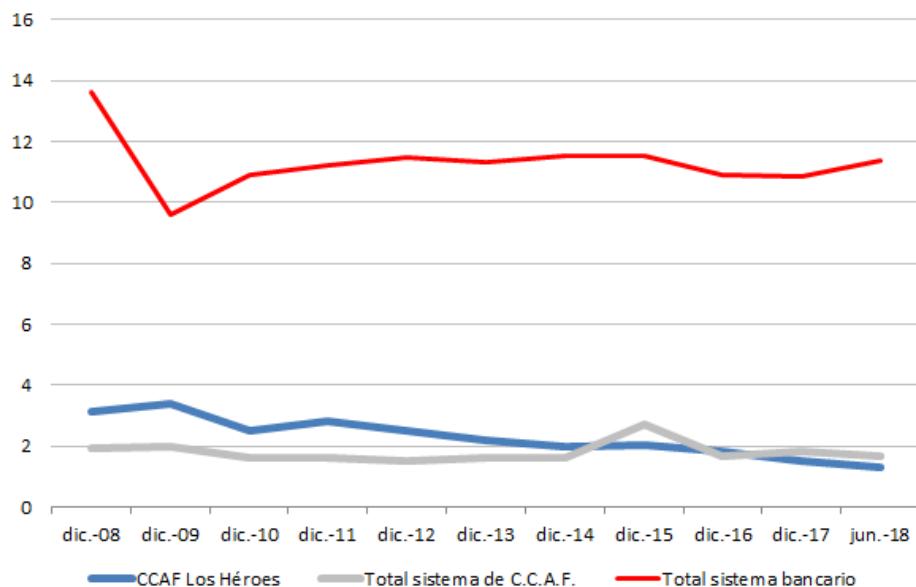
Endeudamiento

CCAF Los Héroes mantiene una adecuada posición patrimonial, situación que se fortalece a través del tiempo, ya que la corporación, debido a su estructura jurídica (corporación sin fin de lucro) y de propiedad, no distribuye dividendos (salvo las prestaciones sociales a sus afiliados, que han representado, en promedio, un 43% de los excedentes de la caja [antes de prestaciones sociales] en los años 2015, 2016, 2017 y del año móvil finalizado en junio 2018). y que se asimila al retiro de utilidades¹³). Ello implica que se capitalizan las utilidades obtenidas en cada ejercicio. Además, el impacto de los resultados sobre el patrimonio se ve favorecido por la legislación que rige a las cajas de compensación y que las exime del pago de impuesto por las ganancias asociadas a los intereses percibidos por el crédito social.

Dado ello, el índice de endeudamiento de la entidad -pasivo exigible sobre patrimonio-, que en el pasado era superior al mercado de las cajas, se ha reducido incluso bajo el *ratio* de mercado, siendo además inferior al que exhiben otras sociedades del ámbito financiero.

¹³ Porcentaje sobre la utilidad más el monto de beneficios para sus afiliados.

Gráfico 8
Endeudamiento
 (dic 2008-jun 2018. Veces)



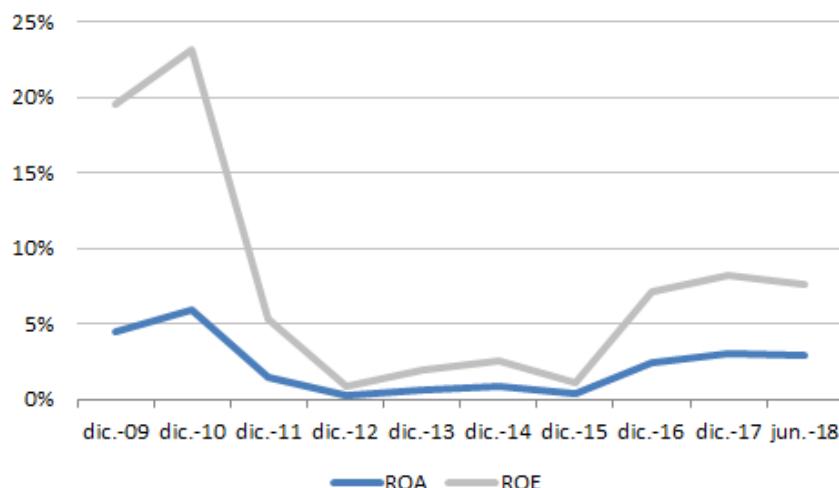
Nivel de endeudamiento	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jul-18
CCAF Los Héroes	3,1	3,4	2,5	2,8	2,5	2,2	2,0	2,0	1,8	1,5	1,3
Total sistema de C.C.A.F.	1,9	2,0	1,6	1,6	1,5	1,6	1,6	2,7	1,7	1,8	1,7
Total sistema bancario	13,6	9,6	10,9	11,2	11,5	11,3	11,5	11,5	10,9	10,8	11,3

Con todo, al comparar la evolución del endeudamiento relativo de **CCAF Los Héroes** con el total del sistema bancario, queda de manifiesto que su nivel de deuda es moderado.

Rentabilidad

A continuación, se muestra la evolución que han tenido los indicadores de rentabilidad de **CCAF Los Héroes** desde el año 2009 a la fecha. Se puede observar que hasta 2015 los indicadores de rentabilidad presentaron una tendencia decreciente. Con posterioridad, sin embargo, tanto la rentabilidad del activo como la del patrimonio presentaron una recuperación, estabilizándose en valores en torno a un 3% la rentabilidad del activo, en tanto la rentabilidad del patrimonio ha presentado en las últimas observaciones un valor en torno al 8%.

**Gráfico 9
Rentabilidad**
(dic 2009-jun 2018. Porcentaje)



Características de las emisiones vigentes

Características de las líneas de bonos inscritas		
Nº y fecha de inscripción	Nº 708 del 7 de marzo de 2012	Nº 843 del 21 de noviembre de 2016
Monto máximo	UF 5.000.000	UF 5.000.000
Plazo vencimiento	10 años	10 años
Fecha vencimiento	7 de marzo de 2022	21 de noviembre de 2026

Características de las colocaciones emitidas con cargo a las líneas de bonos

	Serie G Cuarto Emisión con cargo LB 708	Serie L Quinta Emisión con cargo LB 708	Serie M Primera Emisión con cargo LB 843
Monto colocación	UF 1.200.000	\$ 33.000 millones	UF 1.500.000
Tasa de interés	2,50%	6,80%	4,00%
Fecha vencimiento	01 septiembre 2019	01 junio 2021	01 diciembre 2021
Amortización de capital	Semestrales a contar de 1 de marzo de 2016	Semestrales a contar de 1 de diciembre de 2018	

Características de la línea de efectos de comercio inscrita

	Segunda línea de efectos de comercio
Nº y fecha de inscripción	Nº 080 del 18 de noviembre de 2010
Monto máximo	\$ 50.000 millones
Plazo vencimiento	10 años
Fecha vencimiento	18 de noviembre de 2020

Los contratos de emisión para las líneas de bonos presentan los siguientes *covenants* financieros:

Covenants financieros		
	Límite	Junio 18
Razón de endeudamiento neto	Pasivos totales netos más avales sobre patrimonio ≤ 3,5	0,97 veces
Patrimonio mínimo	\$ 100.000 millones	\$ 181.941 millones

"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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."