



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

EF Securitizadora S.A. Décimo Primer Patrimonio Separado

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

ANALISTAS:
Ignacio Muñoz Quezada
Hernán Jiménez Aguayo
ignacio.munoz@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA
Septiembre 2024

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	Tendencia
Bonos securitizados		
Bonos Serie A y B	AAA	Estable
Serie C1	A	Estable
Serie C2	AA+	Estable
Serie D	B	En Observación
Serie E	C	Estable

Datos básicos de la operación	
Identificador Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N°11
Activos de Respaldo	Derecho sobre flujos de pago y créditos
Originadores	Créditos, Organización y Finanzas S.A. (Cofisa) e Inversiones La Polar S.A. (ILP)
Administrador Primario	AD Servicios de Cobranza y Financieros Limitada
Administrador Maestro	Administrador de Activos Financieros S.A. (ACFIN)
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características de los Activos	Cartera compuesta de flujos de pago y créditos provenientes de las ventas realizadas por los originadores que se respaldan en pagarés y <i>vouchers</i> físicos o electrónicos de transacciones efectuadas por los tarjetahabientes y avances en efectivo.

Características de las series de bonos				
Serie	Descripción	Valor nominal original	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente ¹	\$6.566.741.485	10%	Diciembre 2027
B	Preferente ¹	\$13.007.697.711	10%	Junio 2029
C1	Preferente ¹	\$67.151.740.000	10%	Diciembre 2033
C2	Preferente ¹	\$7.296.910.000	10%	Septiembre 2032
D	Preferente ¹	\$87.842.420.502	10%	Diciembre 2033
E	Subordinada	\$5.797.000.000	0%	Enero 2034

¹ El contrato de emisión establece un orden de prelación entre las series descritas como preferentes.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

El **Décimo Primer Patrimonio** de **EF Securizadora S.A.** es un patrimonio separado conformado en el marco del artículo 132 de la Ley 18.045 (Ley de Valores). Los activos que respaldan esta operación consisten en una cartera compuestas de flujos de pago y créditos provenientes de las ventas realizadas por los originadores, Crédito, Organización y Finanzas (en adelante Cofisa) e Inversiones La Polar S.A. (en adelante ILP), que se respaldan en pagarés y *vouchers* físicos o electrónicos de transacciones efectuadas por los tarjetahabientes y avances en efectivo.

Cofisa es una sociedad anónima especial, propiedad de AD Retail S.A. (AD Retail) e Inversiones Din Ltda. El objetivo principal de la compañía es la emisión de tarjetas de crédito y la realización de todas las actividades operacionales complementarias a su giro principal. ILP es una sociedad anónima especial cuya actividad comprende el otorgamiento de créditos de dinero a través de la emisión de tarjetas de crédito, para el financiamiento en tiendas La Polar y a la red de comercios adheridos a Transbank.

La clasificación de riesgo asignada en *"Categoría AAA"* para los bonos series A y B del **Décimo Primer Patrimonio Separado** responde al hechos que su estatus de series preferentes les permite acceder, en la práctica, a un alto nivel de sobrecolateral durante toda su vigencia, considerando las características propias de los activos. En efecto, la relación entre activos y estos bonos en términos de saldo insoluto asciende a las 9,56 veces, teniéndose, además, el beneficio del exceso de *spread*.

Dentro de la serie C, la subserie C1 se encuentra clasificada en *"Categoría A"* dado su grado de subordinación al pago de las series A y B (lo que disminuye su sobrecolateral efectivo a 2,16 veces). La subserie C2 se clasifica en *"Categoría AA+"*, si bien presenta el mismo grado de subordinación que la serie C1, se ve beneficiada respecto a esta por ser de reducido tamaño y presentar un plazo de amortización inferior, lo cual la lleva a que su sobrecolateral efectivo sea de 6,97 veces.

En paralelo, la clasificación de las series se justifica en la sólida estructura de la operación en lo tendiente a controlar, mitigar o anular los riesgos operativos, propio de este tipo de transacción que, entre otros, incluye mecanismos para asegurar que la recaudación de las cuentas por cobrar llegue efectivamente al patrimonio separado y para no interrumpir el proceso de cobranza.

En particular, la clasificación de los bonos se sostiene en:

1. Una razón de cobertura mínima senior (incluye series A, B y C) de 1,6 veces, que permitiría cubrir eventuales incumplimientos de los responsables de los pagos de los créditos entregados por los originadores, cedidos al patrimonio separado; adicionalmente, el beneficio de exceso de *spread* entre la tasa de emisión de bonos y la tasa de originación de los activos.
2. Constitución de fondos para fortalecer la liquidez del patrimonio separado, los que permiten cubrir los próximos meses de gastos de operación y el siguiente cupón de interés y amortización, según lo indicado en las tablas de desarrollo. Estos fondos se siguen provisionando durante la vida de los bonos securitzados.
3. El establecimiento de una estructura que exige a los originadores a instruir a sus medios de pago modificar la cuenta corriente donde remesan todos los flujos de los contratos originados a una cuenta del patrimonio separado, sean o no de su propiedad. Lo anterior a fin de controlar los flujos y resguardar la recaudación.

4. El establecimiento de eventos de aceleración en el pago del bono que, a juicio de **Humphreys**, son oportunos en cuanto a anticipar situaciones que puedan 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 estos.
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 pérdida esperada compatibles con las notas asignadas, permitiendo sensibilizar los distintos escenarios en los que se podría acelerar el pago de la deuda. Cabe destacar, que la transacción implica que al patrimonio separado se le cederán cuentas por cobrar de deudores según los criterios de elegibilidad y valorización; en este sentido, la cartera crediticia que respalda el pago de los bonos presenta una pérdida esperada menor a la cartera total del originador.

La serie D se clasifica en “*Categoría B*” con tendencia “*En Observación*” dado que presenta grado de subordinación con respecto a las series A, B y C; pero, a la vez, los originadores y administrador primario otorgarán una fianza y codeuda solidaria para garantizar el pago de la serie, por lo que el probabilidad de pago se relaciona directamente a la capacidad de pago de éstos y la clasificación de riesgo que presentan. La tendencia “*En Observación*” es producto que la clasificación de la empresa garante con menor riesgo presenta dicha tendencia.

Por su parte, el bono serie E subordinado se clasifica en “*Categoría C*” por cuanto el servicio de su amortización de capital queda subordinado al término de toda obligación con las series preferentes, llevando a que los flujos destinados para el pago del título subordinado sean insuficientes en relación en el valor del pasivo.

A excepción de la serie D, 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 de corto plazo en “*Estable*”.

Definición categorías de riesgo

Categoría AAA

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.

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.

“+” Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría A

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 B

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

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.

Tendencia En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Características de la operación

El **Décimo Primer Patrimonio Separado** se conforma en el marco del artículo 132 de la Ley de Valores referente a sociedades securizadoras, 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 securizadora conformará un patrimonio separado, el cual es mantenido en forma independiente de los activos generales de la sociedad securizadora.

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 aplicables, definidas individualmente puesto que ellas conformarán un patrimonio separado de la sociedad securizadora. La sociedad securizadora no tiene autorización de prender, comprometer o vender ninguno de los activos que respaldan la emisión sin el consentimiento del representante de los tenedores de bonos.

Mencionado lo anterior, tanto el interés como el capital de los títulos de deuda serán pagados con los flujos de caja generados por las cuentas por cobrar adquiridas por el patrimonio separado, los fondos que constituya y la rentabilidad de los excedentes periódicos de la operación. Ninguno de los agentes involucrados directa o indirectamente en la transacción responde con su capital en caso de insolvencia del patrimonio separado; a menos que exista una garantía mediante codeuda solidaria que se estipule en el contrato de emisión.

Activos del patrimonio separado

Los activos que conforman el **Décimo Primer Patrimonio Separado** están compuestos por contratos de créditos originados por Cofisa e ILP y todos los créditos originados contra dichos contratos y sus flujos asociados.

Para ser traspasados al patrimonio separado, los créditos deben cumplir los requisitos de elegibilidad, entre los que se incluyen, que se sean originados por los originadores anteriormente referidos, no tratarse de créditos excluidos² y que estén libres de toda clase de gravámenes.

Los documentos representativos de los activos serán custodiados por Tecnoback SpA, empresa de servicio de documentos electrónicos con respaldo legal.

El patrimonio adquirirá la totalidad de la cartera de los originadores y será valorizada según el nivel de morosidad y condiciones de refinanciamiento y repactaciones de acuerdo con lo que se presentan en la Tabla 1.

El precio de cesión de los créditos corresponderá al valor par del crédito multiplicado por el factor de morosidad y dividido por un factor de 1,6 o 2,5; el cual dependerá de la fecha en que se realice la cesión de *revolving* y que queda explícito en el contrato de emisión.

Tabla 1: Factor de valorización de cartera

Morosidad	Factor de morosidad
Al día	100%
Mora entre 1 y 30 días	95%
Mora entre 31 y 60 días	75%
Mora entre 61 y 90 días	50%
Mora entre 91 y 120 días	35%
Mora entre 121 y 150 días	20%
Mora entre 151 y 180 días	10%
Con más de un refinanciamiento	Porcentaje menor entre 15% y el factor de morosidad
Con más de una repactación	que le corresponde en base a los días de mora.

El patrimonio separado deberá mantener créditos hasta lograr una “razón de cobertura Senior” (RC Senior), que no sea inferior a 1,6 veces, la cual se define como:

$$RC\ Senior = \frac{Cartera\ vigente\ valorizada + Fondos\ de\ reserva - Fondo\ de\ Gastos\ (FG)}{SI\ total - SI\ Serie\ D - SI\ Serie\ E - Gastos\ devengados\ provisionados\ en\ FG}$$

Adicionalmente se debe mantener una “razón de cobertura total” (RC Total), cuyo valor mínimo dependerá del tiempo transcurrido desde la colocación, los cuales se detallan en el contrato de emisión. La razón de cobertura total se define como:

$$RC\ Total = \frac{Cartera\ vigente\ valorizada + Fondos\ de\ reserva - Fondo\ de\ Gastos\ (FG)}{SI\ total - SI\ Serie\ E - Gastos\ devengados\ provisionados\ en\ FG}$$

En caso de que los créditos disponibles de los originadores sean insuficientes para completar la RC Total mínima, se aceptará una “razón de cobertura total tolerada” (RC Total Tolerada) por un máximo de dos fechas de cortes consecutivas (días 10, 20 y último de cada mes). Los valores tolerados serán de 0,9 veces hasta el sexto mes desde

² Aquellos créditos que (i) hubieran sido objeto de una recompra por parte de los originadores, salvo si estos decidieren voluntariamente cederlos al patrimonio separado, (ii) son devueltos a los originadores por una sustitución, y (iii) en la fecha de cesión inicial tengan una morosidad de 181 días o más desde hace doce meses o más.

la colocación, 0,95 veces a partir del séptimo mes y hasta el primer aniversario de colocación o 1 vez a partir del primer aniversario de colocación y hasta el pago total de los bonos series A, B, C y D.

Inicialmente el **Décimo Primer Patrimonio Separado** contará con 3.001.570 créditos, los cuales se encuentran valorizados en \$187.168 millones. El plazo promedio de originación de los créditos es de 389 días, mientras que el plazo promedio remanente de los activos es de 213 días.

Sumado a esto, el **Décimo Primer Patrimonio Separado** considera los siguientes fondos:

1. **Fondo de gastos:** Se conformará al momento de la colocación de la serie subordinada con parte de los recursos captados por la venta de los bonos. Equivalente a la suma de los gastos de estructuración y colocación de los bonos, los gastos de los proveedores de servicios del patrimonio separado de los primeros tres meses y el impuesto de timbres y estampillas. Luego se fondeará con las recaudaciones a razón de un tercio de los gastos mensuales en cada fecha de provisión.
2. **Fondo de intereses:** Se provisionará con los montos recaudados o con fondos que los originadores remesen con este objetivo, a razón de un tercio del valor del cupón de intereses de los bonos A, B C y D con vencimiento más próximo. La provisión se efectuará los días 10, 20 y el último día hábil del mes. A partir de la última fecha de provisión del año 2031 se provisionará el monto correspondiente a un sesentavo de la suma de los próximos dos cupones futuros de intereses que correspondan.
3. **Fondo de amortización:** Se provisionará con los montos recaudados o con fondos que los originadores remesen con este objetivo, a razón de un tercio del valor del cupón de amortización de los bonos de las series preferentes con vencimiento más próximo. La provisión se efectuará los días 10, 20 y el último día hábil del mes. A partir de la última fecha de provisión del año 2031, en cada fecha de provisión, se provisionará el monto correspondiente a un sesentavo de la suma de los próximos dos cupones futuros de amortización que correspondan.
4. **Fondo de reposición:** Se fondea con las recaudaciones de la operación hasta un monto suficiente para adquirir los nuevos créditos cedidos originados para cumplir la razón de cobertura mínima. En el caso de no existir nuevos créditos, se mantienen los recursos en el fondo hasta cumplir la razón de cobertura mínima.
5. **Fondo de rescate por recompra:** En caso de un incumplimiento de la obligación de los originadores de efectuar una recompra parcial obligatoria, el fondo se formará con los montos pagados por los originadores a título de precio de recompra, o los montos necesarios para efectuar un rescate obligatorio descontados los gastos devengados y no pagados provisionados en el fondo de gastos.
6. **Fondo de rescate por acumulación:** Se fondea con los recursos provisionados en el fondo de reposición en el caso de un rescate obligatorio por acumulación en el fondo de reposición, en el caso que en este mantenga una suma superior a \$12.000 millones en nueve fechas de corte consecutivas decenales o doce fechas de corte consecutivas semanales, según corresponda.
7. **Fondo de rescate por evento de rescate obligatorio:** Se fondea con los montos disponibles en el fondo de reposición en caso de que proceda un rescate obligatorio de las series preferentes.
8. **Fondo de excedentes:** Se fondea con el remanente de la recaudación una vez que todos los fondos descritos en esta sección hayan sido provisionados. El fondo de excedentes será restituido al titular de los bonos subordinados.

Según lo estipulado en el contrato de emisión, los montos que constituyan el fondo de reserva podrán ser invertidos exclusivamente en instrumentos financieros, que cuenten con al menos dos clasificaciones de riesgo independientes, entre los cuales se consideran títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile o que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor hasta el total de su extinción; depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras; letras de cambio

emitidas por bancos e instituciones financieras y cuentas corrientes en bancos con clasificación de riesgo de a lo menos N-1.

Las inversiones en depósitos a plazo, otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras y letras de cambios deben cumplir con una clasificación mínima de Categoría A- y/o N-1. Además, los instrumentos en los que se invierta deben estar denominados en UF o pesos chilenos.

Ninguna de las inversiones podrá tener un plazo superior a la fecha del próximo vencimiento de los cupones de intereses o amortización, próxima fecha de cesión *revolving*, fecha de pago de gastos o la fecha prevista para el rescate de bonos preferentes.

Los intereses generados por estas inversiones se distribuyen entre los fondos según el orden de prelación establecido.

Pasivos del patrimonio separado

El **Décimo Primer Patrimonio Separado** podrá emitir un monto de \$187.662 millones aproximadamente, y se contempla la emisión de cinco series, las cuales corresponden a Serie A por un monto nominal de \$6.566 millones, Serie B por un monto nominal de \$13.007 millones, Serie C que se descompone en la sub series C1 y C2 por montos nominales, de \$67.152 millones y \$7.297 millones, respectivamente, Serie D por un monto nominal de \$87.842 millones y serie E por un monto nominal de \$5.797 millones.

Las series A, B, C y D, devengan un interés simple de un 10% anual, la cual se aplicará en base a 360 días, calculados sobre el saldo insoluto. La serie E no devengará interés.

En términos de prelación de los títulos, la serie A tendrá la primera preferencia y no estará subordinada a ninguna otra; la serie B tendrá la segunda preferencia y estará subordinada al pago de capital e intereses de la serie A; la serie C tendrá la tercera preferencia y estará subordinada al pago de capital e interés de la serie A y B, las subseries C1 y C2 tienen la misma preferencia; la serie D tendrá la cuarta preferencia y estará subordinada a pago de capital e intereses de las series A, B y C. Por su parte, la serie E, estarán subordinados al pago de todas las series.

De manera adicional, para garantizar el pago íntegro de las obligaciones de la serie D, el **Décimo Primer Patrimonio Separado** obtendrá una fianza y codeuda solidaria, la cual será otorgada por los originadores y el administrador primario en favor del representante de los tenedores de bonos, los que actúan en beneficio de los tenedores de la serie.

El plazo de colocación de los bonos emitidos es de un mes contados desde la fecha de inscripción en el registro de valores de la CMF.

Eventos de rescate obligatorio

El contrato de emisión de bonos establece que las series preferentes podrán ser rescatadas obligatoriamente por decisión de la junta de tenedores de bonos en caso de ocurrir alguno de los siguientes eventos:

1. Incurrir en mora o retrasar el pago de cualquier cuota de capital y/o intereses de las series preferentes.
2. Si el originador o administrador primario enfrentase procedimientos de insolvencia, cesación de pagos, disolución, liquidación, intervención judicial o reorganización concursal o alguna medida similar, según la Ley 20.720 y otras leyes de insolvencia aplicables y que no sean resueltos en un plazo de 30 días.
3. *Triggers* de cartera:
 - a. Si la razón entre la cartera total al día y la cartera total morosa es menor a 68% en tres fechas de corte consecutivas o inferior a 62% en cualquier fecha de corte.

- b. Si la razón entre la suma de los montos recaudados en tres fechas de corte, y la cartera total de la última fecha de corte anterior es menor a 11% en cualquier fecha de corte o menor a 12% en cuatro fechas de corte consecutivas.
- c. Si la razón entre la cartera con mora entre 91 y 120 días y la cartera total es mayor a 4,5% en tres fechas de corte consecutivas.
- 4. Incumplimiento de la relación de cobertura mínima o de la obligación de restitución de excedentes.
- 5. Incumplimiento del fondeo de los fondos de reserva.
- 6. Incumplimiento de las obligaciones de recaudación descritas en el contrato marco en los tiempos establecidos según corresponda.
- 7. Incumplimiento de las obligaciones de recompra.
- 8. Incumplimiento de la prohibición de enajenación o constitución de gravámenes sobre los bonos subordinados.
- 9. Incumplimiento de otras obligaciones de hacer y no hacer descritas en el contrato marco en los tiempos establecidos según corresponda.
- 10. Que cualquiera de las declaraciones y garantías efectuadas por los originadores en el contrato marco resultaran no ser verdaderas o fueran inexactas en cualquier aspecto relevante y no sean subsanadas en un plazo de diez días hábiles.
- 11. Que la validez de los documentos de la transacción fuera impugnada por cualquiera de los originadores o sus personas relacionadas, se desconozcan las obligaciones emanadas de cada uno, o por cualquier causa se anulen o dejen ser válidos, obligatorios y ejecutables.
- 12. Que se decreten embargos, gravámenes, limitaciones al dominio o al ejercicio de derechos sobre los créditos que conformen el activo del patrimonio separado, que le hayan sido impuesto al originador y no sean subsanados en el plazo correspondiente según la naturaleza de la afectación.
- 13. En caso de renuncia del administrador primario o se solicite un término anticipado por parte del emisor del contrato de administración primaria.
- 14. Si dentro de los cinco primeros días hábiles bancarios de cada mes, los originadores no presentaren una declaración mensual que la que afirmen ser los únicos tenedores de la serie subordinada, y esta situación no sea subsanada en dos días hábiles bancarios siguientes al requerimiento del emisor.
- 15. Que los originadores no entreguen la nueva fianza y codeuda solidaria en los términos que establece el contrato de emisión en un plazo de diez días hábiles bancarios contados desde la fecha en que el emisor lo solicite por escrito.

Esquema operativo de la transacción

Los originadores, Cofisa e ILP, proporcionan créditos de dinero a través de la emisión de tarjetas de crédito para el financiamiento en las cadenas comerciales ABCDIN, La Polar y la red de comercios adheridos a Transbank. Estas generan cuentas por cobrar respaldadas por *vouchers* y/o pagarés. Estos activos son lo que son vendidos al patrimonio separado y permiten la emisión de títulos de deuda que serán canjeados por los bonos corporativos y deudas del grupo (modalidad de pago de las cuentas por cobrar).

El **Décimo Primer Patrimonio Separado** emite cuatro series preferentes. La serie A se canjea por el saldo insoluto, incluyendo intereses capitalizados, de los bonos corporativos serie A de Cofisa. La serie B se canjea por el saldo de la deuda de ILP en favor del Fondo de Inversión Privado LP 15-01 (Deuda FIP). La serie C que se divide en dos tramos: la serie C1 que equivale a el saldo insoluto -incluyendo intereses capitalizados- de los bonos corporativos serie B de Cofisa y un pagaré de AD Retail a favor del Banco de Créditos e Inversiones (BCI), y la serie C2 por un monto equivalente al saldo adeudado por Ad Retail bajo la línea de crédito BCI. La serie D que se canjea por un el 60% del saldo insoluto, incluyendo intereses capitalizados, de los bonos corporativos serie H de Ad Retail. Además, se emite una serie subordinada E que es adquirida por los originadores.

Los originadores se comprometen a entregar inicialmente al patrimonio separado las cuentas por cobrar descritas, y realizar *revolving* de las mismas durante la vigencia de los bonos securitizados de manera de mantener la razón de cobertura antes referida. Los precios de compra en el período de *revolving* serán pagados por el patrimonio separado con los flujos de recaudación de los créditos ya adquiridos. Adicionalmente, el originador se compromete a sustituir los créditos que dejen de cumplir los criterios de elegibilidad.

En el caso de que la cartera no se pueda completar con créditos elegibles, el patrimonio separado retendrá los montos recaudados para cumplir las razones de cobertura.

La recaudación de las cuentas por cobrar se realizará a través de recaudaciones en efectivo en tiendas y a través de recaudadores externos. Los agentes recaudadores cobran el dinero correspondiente a las cuotas y/o abonos pagados por todos los deudores, sean propiedad del patrimonio separado o de los originadores y los depositarán directamente a una cuenta corriente propiedad del patrimonio separado. Para aquellos montos recaudados que, luego de verificar al deudor, no pertenezcan al patrimonio separado, se remesará al originador.

Determinación y control de riesgos

Los procesos de securitización presentan diferentes tipos de riesgos, entre ellos, los propios de los activos traspasados al patrimonio separados, los operativos y, eventualmente, los de mercado. El primer riesgo es contrarrestado mediante la relación entre cuentas por cobrar y valor del bono (sobrecolateral); entre mayor sea el sobrecolateral mejor será la categoría de riesgo de los bonos, pero considerando características de los activos y las preferencias y subordinaciones de los títulos de deuda. Los otros riesgos deben ser eliminados o atenuados significativamente, de manera que los bonistas asuman exclusivamente el riesgo de los activos que respaldan la operación.

Riesgo de cartera: probabilidad de *default*

Como se mencionó, el sobrecolateral de la operación depende del riesgo de la cartera de activos, por lo tanto, se hace necesario estimar la pérdida esperada de las cuentas por cobrar bajo régimen normal y, a partir de ello, efectuar sensibilizaciones posteriores. En esta ocasión, para estimar el nivel de incumplimiento, se analizó el comportamiento de las cuentas por cobrar de Cofisa e ILP entre los años 2019 y 2024, asumiéndose como *default* la mora sobre 90 días.

En relación con la cartera de Cofisa, es posible observar al comienzo del período de evaluación una tendencia al alza llegando a un valor máximo de 11,57% en julio de 2020, para luego mostrar una reducción influenciada por el efecto de los retiros. Desde finales de 2021 el ratio de pérdida comienza a aumentar hasta alcanzar un valor máximo similar el mencionado anteriormente. La evolución del ratio de pérdida de Cofisa se presenta en la Ilustración 1, mientras que la evolución de la cartera vigente de la compañía se presenta en la Ilustración 2.



Ilustración 1: Indicador de pérdida en base a comportamiento de la cartera de Cofisa

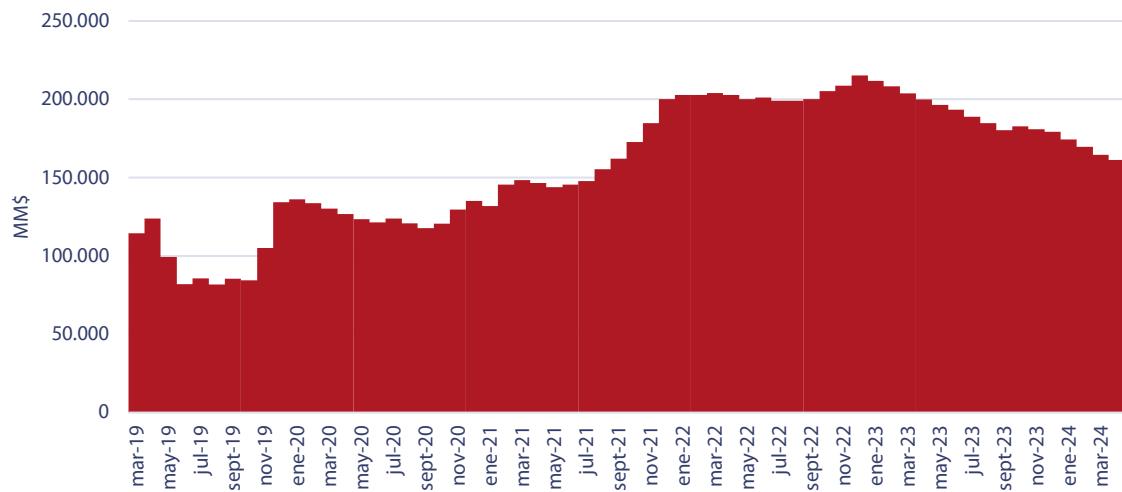


Ilustración 2: Saldo insoluto de los créditos vigentes de Cofisa

En el caso de la cartera de ILP, los niveles de colocaciones se han visto disminuidos desde el comienzo de periodo analizado, presentando una leve recuperación durante 2022, pero no alcanzando los niveles prepandemia. En general, el nivel de colocaciones de ILP son menores a los registrados por Cofisa. En relación con el indicador de pérdida de la cartera, este ha alcanzado valores máximos de 15,97% en julio de 2020, mostrando un recupero posterior durante 2021 influenciado por la baja en el nivel de colocaciones. La evolución del ratio de pérdida y nivel de colocaciones de ILP se presentan en las Ilustración 3 e Ilustración 4.



Ilustración 3: Indicador de pérdida en base a comportamiento de la cartera de ILP

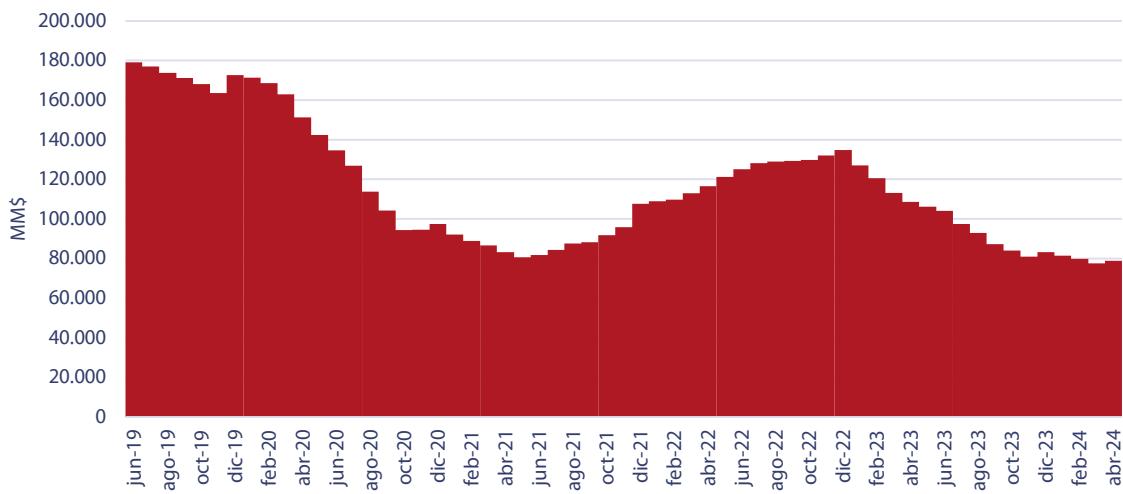
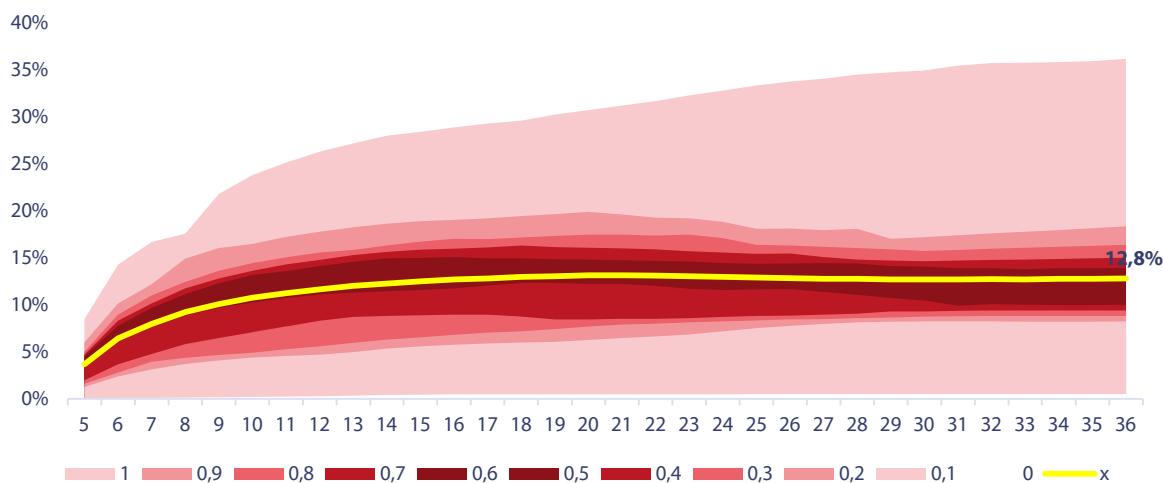
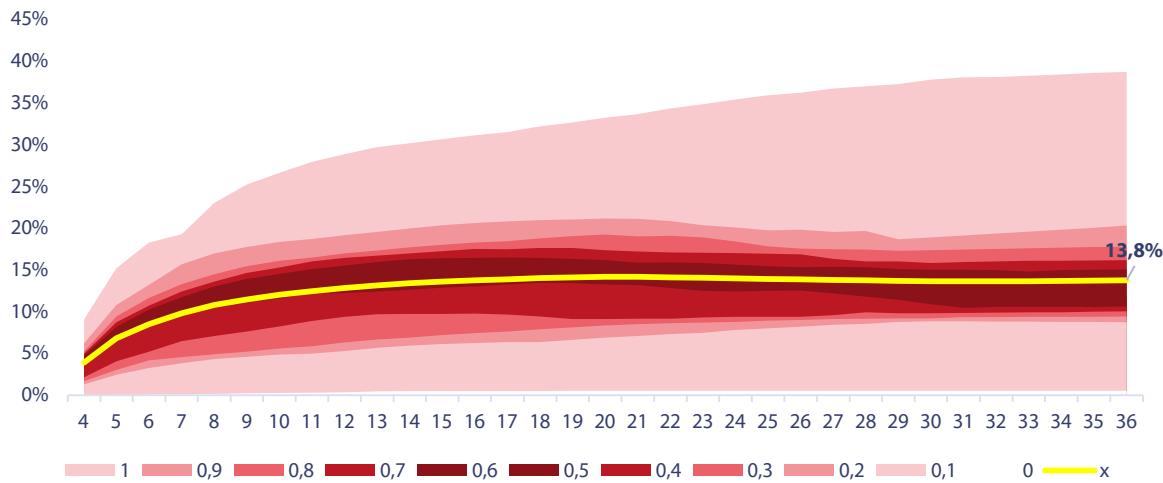


Ilustración 4: Saldo insoluto de los créditos vigentes de ILP

El indicador de morosidad y pérdida tradicional (relación incumplimiento y saldo insoluto de cada mes) no logra capturar la capacidad de seguimiento y cobranza de los originadores, tampoco si las políticas de originación cambian e impactan en el indicador de pérdida (por las distorsiones que generan los incrementos o disminuciones de capital adeudado) Por dicha razón, se midió la pérdida esperada de la cartera bajo la mirada de camadas (*vintage*).

La mirada de camadas de la cartera de Cofisa muestra que la pérdida en base a mora de 90 días en los primeros 36 meses desde la originación tienen un comportamiento que en promedio es cercano al 13%, mientras que algunas camadas alcanzan niveles superiores al 30%. La Ilustración 5 presenta la distribución del comportamiento de este indicador. Un comportamiento similar presenta la mirada de camadas en base a mora de 120 días, tal como se presenta en la Ilustración 6.



En relación con la cartera de ILP, muestra que la pérdida en base a mora de 90 días en los primeros 36 meses desde la originación tienen un comportamiento que en promedio es cercano al 17%, llegando a valores máximos promedio de 23%, mientras que algunas camadas alcanzan niveles superiores al 30%. La Ilustración 7 presenta la distribución del comportamiento de este indicador. La mirada de camadas en base a mora de 120 días, tal como se presenta en la Ilustración 8, presenta un comportamiento promedio cercano al 15%, con valores máximos promedio de 19%; algunas de las camadas alcanzad igualmente valores superiores al 30%.

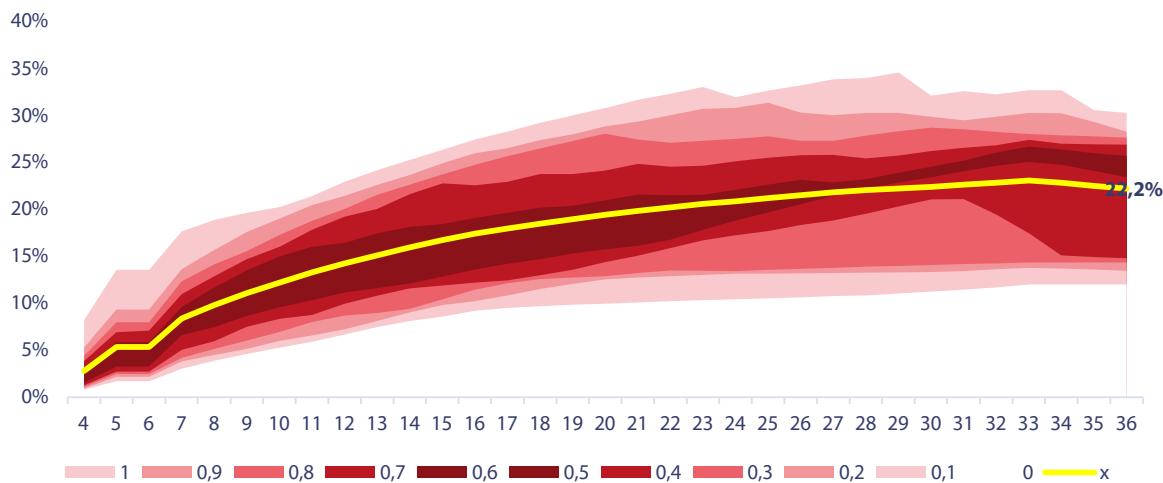


Ilustración 7: Distribución de la pérdida en base mora 90 días por cartera de ILP

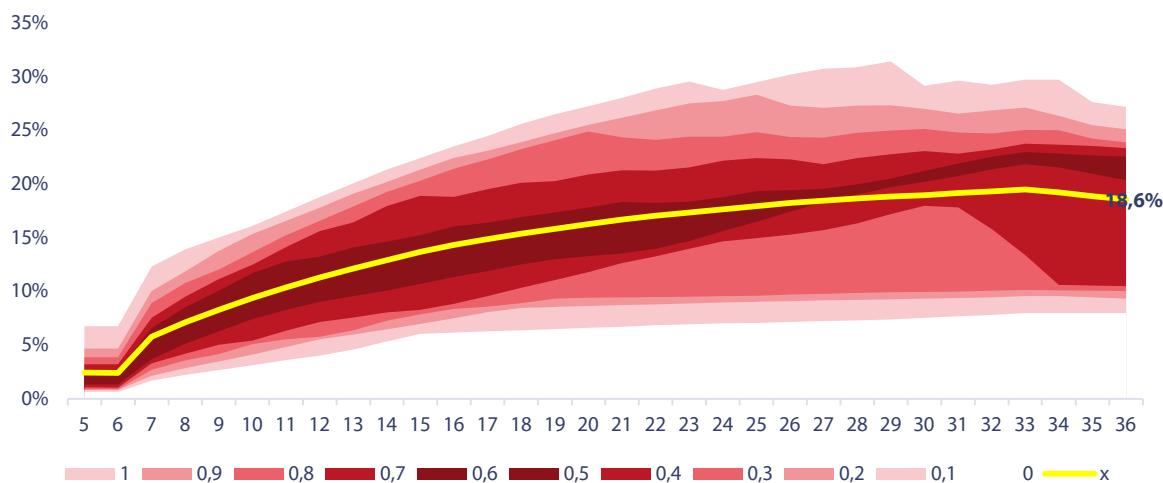


Ilustración 8: Distribución de la pérdida en base mora 120 días por cartera de ILP

Aunque desde la mirada conservadora de **Humphreys**, como criterio general se tiende a considerar *default* cualquier cuenta por cobrar con una mora superior a 90 días, no se puede ignorar que en la práctica siempre existe la posibilidad de recuperar parte de la mora superior a tres cuotas, situación que es reflejada en el análisis de los créditos que superan los 120 días de incumplimiento.

Importante es consignar que el análisis *vintage*, mide la pérdida de activos desde la fecha de originación. Por lo tanto, una cartera con activos con más antiguos, como es el caso de las cuentas por cobrar traspasada al patrimonio separado, tendrá un inferior nivel de *default*.

Dado lo anterior, y considerando el análisis de efectos cualitativos (por ejemplo, pandemia y retiros), se estableció que la pérdida de la cartera, dado los criterios de elegibilidad de la operación y la proporción que representa cada originador de la cartera, fluctuaría en un escenario normal y no sensibilizado entre 3,26% y 13,05%, para efectos del modelo dinámico aplicado por **Humphreys** (método de MonteCarlo).

Cabe señalar que, para efecto de la aplicación del modelo dinámico, **Humphreys**, para efecto de sensibilizar la situación normal, incrementa en cuatro veces las pérdidas estimadas para las cuentas por cobrar de los originadores, esto por cuanto el criterio de evaluación asume que estos cesan sus operaciones y, por ende, se incrementa significativamente los niveles de incumplimiento.

Mitigantes del riesgo de incumplimiento

A pesar de que la evaluación de los títulos de deuda asume que la morosidad de los activos de respaldo es muy superior a la exhibida históricamente por las cuentas por cobrar de los originadores, la estructura de la operación establece medidas para evitar o minimizar la posibilidad que, en los hechos, el comportamiento de la cartera securitizada muestre una desviación significativa en relación con la data presentada. Estas medidas contribuyen a disminuir la probabilidad que los activos securitizados alcancen los niveles máximos supuestos del modelo dinámico de **Humphreys** (y se acerquen a la media); entre ellas se tienen:

- i) Adquirir carteras con el mismo perfil de riesgo, según los criterios de elegibilidad. Con ello se evita cambios abruptos en la composición de las cuentas por cobrar.
- ii) Posibilidad de acelerar el pago de los títulos de deuda si los originadores mostraren deterioro en su situación de solvencia. De esta forma se maximiza la posibilidad que el pago del bono se lleve a cabo estando en operación los originadores.
- iii) Posibilidad de anticipar el pago del bono si las cuentas por cobrar securitizadas evidencian síntomas de deterioro importante ya sea por aumento en la morosidad y/o caída en la tasa de pago. Se reduce la eventualidad que la cartera securitizada alcance los niveles de morosidad más elevados que supone el modelo dinámico aplicado por **Humphreys**.

Riesgos operativos

Dentro de los riesgos operativos a controlar en este tipo de operaciones está el que efectivamente los flujos provenientes de la recaudación se obtengan en tiempo y forma al patrimonio separado para hacer frente a sus obligaciones en forma oportuna. Además, el mantener estándares aceptables en la función de cobranza. Para estos efectos, la transacción incluye, entre otras:

- i. Quitar al originador la administración de las cuentas por cobrar (administración primaria) si este no cumple con las obligaciones de hacer y no hacer estipuladas en el contrato marco y/o en el contrato de administración (ambos contratos bajo escritura pública).
- ii. Existencia de un administrador maestro (Acfin) que respalda y verifica la información entregada por el administrador primario. Esta figura, en caso de ser necesario, facilitaría el proceso de cambio de administrador primario.
- iii. Instrucción irrevocable a los medios de pago (utilizados en la cobranza de las cuentas por cobrar) para transferir la recaudación a la cuenta corriente del patrimonio separado o, en su defecto, a las cuentas designadas.
- iv. Existencia de fondos para el pago de intereses, amortizaciones y gastos del patrimonio separado que dan un plazo adecuado al patrimonio separado para continuar sus operaciones mientras subsana cualquier problema que pudiese surgir.

Riesgos de mercado

La operación no presenta riesgos de mercado significativos. El patrimonio separado solo adquiere deudas en pesos, no existe riesgo de tasa de colocación al realizarse el canje de los bonos securitizados por cupones de los bonos corporativos de Cofisa y deudas de La Polar, según acuerdo de los acreedores. El proceso de *revolving* se

Lleva a cabo bajo los términos ya definidos en el contrato de compra que conllevan a mantener siempre un mínimo de cartera crediticia para respaldar el pago de los títulos de deuda securitizados.

Modelo dinámico

Para la aplicación del modelo dinámico, **Humphreys** toma en consideración el comportamiento de los indicadores históricos del originador, el conocimiento de la clasificadora de riesgo respecto al comportamiento de activos de similares 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 (cuatro veces lo presentado históricamente).
2. Aumentos en los niveles de morosidad (desfase en el flujo de caja).
3. Variaciones 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. Variación en la materialización del *default*.
6. No se asigna rentabilidad a los excedentes de caja.

El modelo de **Humphreys**, entre otros aspectos, permite determinar la probabilidad de *default* de los bonos y la pérdida esperada para los bonistas. La Tabla 2 muestra un resumen del resultado obtenido para las series preferentes del patrimonio separado.

Tabla 2: Resultados modelo dinámico

Serie	Probabilidad de <i>Default</i>	Pérdida esperada
Serie A	0,000000%	0,000000%
Serie B	0,000000%	0,000000%
Serie C	12,940000%	0,676983%
Serie D	95,150000%	25,447405%

La probabilidad de *default* medida para los bonos preferentes serie A y B —teniendo en consideración la duración inicial del bono— es acorde para una clasificación de riesgo en “Categoría AAA” frente a escenarios de estrés y ante supuesto que el originador pierde su capacidad de entregar nuevas cuentas por cobrar, que permiten mantener el *revolving* de la operación desde la conformación del patrimonio separado, además de los elementos mitigantes de los riesgos operacionales.

“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.”