



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

**Banchile Securitizadora S.A.
Décimo Cuarto Patrimonio Separado**

Julio 2009

www.feller-rate.com

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

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



CLASIFICADORA DE RIESGO

BANCHILE SECURITIZADORA S.A.
Décimo Cuarto Patrimonio Separado

SERIE 14A	AA
SERIE 14B	BBB
SERIE 14C	C

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

Clasificaciones

		Julio 2009
Bonos Serie 14A	Nueva Emisión	AA
Bonos Serie 14B	Nueva Emisión	BBB
Bonos Serie 14C (subordinado)	Nueva Emisión	C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización series 14A, 14B y 14C
Emisor: Banchile Securitizadora S.A.
Escrituras de emisión: 4 de junio de 2009; 28 de julio de 2009 (complementarias)
Monto de emisión: Total: MMS 60.000
 Serie 14A: MMS \$ 52.800; Serie 14B: MMS \$ 2.700 Serie 14C: MMS \$ 4.500
Pagos: Serie 14A y 14B: 39 cuotas trimestrales, con 15 y 38 de gracia para el capital, respectivamente; Serie 14C: una cuota un trimestre después del vencimiento de las series 14A y 14B
Tasa de interés anual bonos: Serie 14A: 7,5 %; Serie 14B: 9% Serie 14C: 0%
Colateral: créditos emitidos por C.C.A.F. Los Héroe. A la fecha de la primera cesión éstos alcanzan a MM \$ 60.000 en saldo de capital.
Originador y Adm. primario: C.C.A.F. Los Héroe
Administrador maestro: Banchile Securitizadora / ACFIN
Banco custodio y pagador: Banco de Chile
Representante tenedores: Banco Santander

siendo descontados del sueldo por el empleador o de las pensiones por parte de las aseguradoras, las AFP's o el ISP.

La entidad exhibe un buen historial de comportamiento y calidad crediticia, que se refrenda en bajos niveles de morosidad. Ello, en buena medida, se explica por la alta concentración de sus colocaciones en el segmento de pensionados.

No obstante, en 2007 se observó un aumento en la morosidad en todos los tramos, debido a la decisión de la administración de incrementar la penetración en el sector de trabajadores, que poseen un riesgo más alto que los pensionados. En tanto, durante los últimos meses de 2008 el menor desempeño de la economía y, por ende, las mayores tasas de desempleo implicaron leves deterioros de la morosidad. Es por ello que para 2009 la administración proyecta mantener el volumen de colocaciones en el segmento de trabajadores, enfocando su estrategia comercial en aquellos pertenecientes a empresas de menor riesgo.

La administración de los activos estará a cargo de C.C.A.F. Los Héroe. La capacidad de la empresa para originar y administrar activos fue evaluada por Feller Rate en "Satisfactorio", considerándose que su actual estructura y formalización de procesos son acordes al tamaño y tipo de mercado al que se orienta y a los niveles de crecimiento proyectados.

En los últimos años, la entidad ha reestructurado fuertemente el área de riesgo, fortaleciendo su administración crediticia y aumentado los controles para hacer frente a las proyecciones de expansión de su cartera. En el último período, los principales cambios están relacionados a la definición de un nuevo modelo de segmentación de empresas con el fin de alcanzar una mejor relación riesgo – retorno en este sector y la externalización de la mayor parte de las actividades del área de cobranzas, apoyándose en empresas de amplia experiencia para lograr un resultado más eficiente. Por otro lado, se puso en marcha un modelo de constitución de provisiones basado en las estimaciones de pérdidas de la cartera.

La operación es la primera dentro de un programa de emisiones, al amparo de los previsto en el artículo 144 bis de la Ley de Mercado de Valores. Las escrituras de emisión contemplan de manera clara las condiciones de fusión del patrimonio separado.

La administración maestra será realizada por la securitizadora, bajo una estructura de outsourcing de las labores operativas contratada con ACFIN, evaluada por Feller Rate en "Más que satisfactorio", dada la buena estructuración de sus procedimientos y controles, alto grado de automatización de sus procesos y buen apoyo tecnológico.

La serie subordinada C fue estructurada sin mayor estrés, por lo que su clasificación es C.

FUNDAMENTACION

Las clasificaciones asignadas a las series de bonos 14A y 14B se fundamentan en las fortalezas financieras, legales y operativas de la estructura de la transacción. Esto, conforme a la historia crediticia del portafolio del originador, los criterios de elegibilidad de la cartera transferida y la capacidad de gestión de los agentes involucrados en la administración de los activos y del patrimonio separado.

La estructura financiera contempla, entre otros, protecciones crediticias como subordinación de series, rendimiento implícito de cartera y cuentas de reserva, así como eventos de aceleración de los bonos ante eventuales deterioros del colateral. Así, el pago de éstos soporta escenarios de stress acordes con la clasificaciones asignadas, en que se afectan las pérdidas crediticias, prepagos, rendimiento, perfil de vencimientos y número de operaciones de la cartera. Dado el nivel de colateral y los compromisos asumidos en los bonos, como amortización extraordinaria ante reducciones del volumen y/o cambios en el perfil contractual o crediticio del portafolio, la clasificación de los bonos no está limitada por la solvencia del originador.

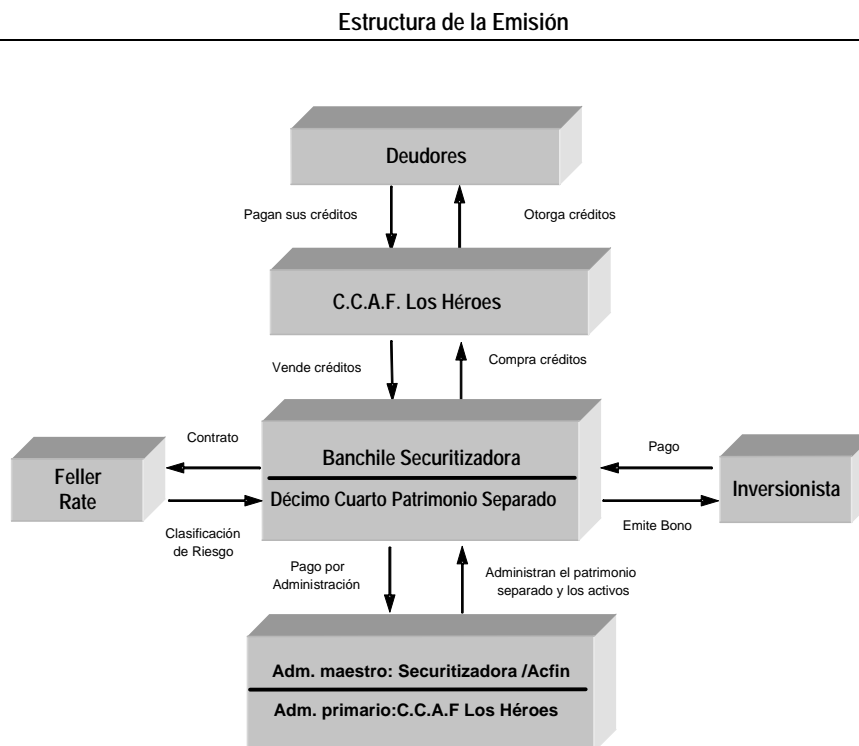
Los activos de respaldo son créditos emitidos por C.C.A.F. Los Héroe a sus afiliados. Estos créditos sociales se rigen por las normas de pago y cobro de las cotizaciones previsionales,

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

ESTRUCTURA DE LA EMISION

Características Generales de la Emisión

En la gráfica siguiente se presenta un diagrama de la operación, con los principales agentes involucrados.



En esta operación, C.C.A.F. Los Héroes transfiere a Banchile Securitizadora, en favor del patrimonio separado, créditos sociales por el período comprendido entre la colocación de los bonos senior y el pago de los títulos de la serie 14B. A la fecha de la primera cesión, el portafolio transferido asciende a MM\$ 60.000 en saldo de capital.

Con el respaldo de estos activos, la securitizadora emite títulos de deuda por MM\$ 60.000, divididos en tres series:

- Serie 14A por MM\$ 52.800, que devengará un 7,5% anual, con un plazo de vencimiento de 9,75 años, prometiendo el pago de amortizaciones e intereses en forma trimestral, con 15 trimestres de gracia para el capital.
- Series 14B por MM\$ 2.700, que devenga un 9,0% anual, con un plazo de vencimiento de 9,75 años, prometiendo el pago de intereses en forma trimestral, con 38 trimestres de gracia para el capital.
- Serie 14C por MM\$ 4.500, que no devenga intereses y se paga en un solo cupón, tres meses después del pago del último cupón de las serie 14A y 14B.

Los tenedores de los títulos de deuda subordinada 14C tendrán derecho sobre los excedentes netos del patrimonio separado, si los hubiere, con posterioridad al pago

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

de la totalidad de los títulos de la serie 14A y 14B. Ello, luego de haberse extinguido todas las obligaciones, impuestos o gravámenes que pudieren afectar al patrimonio separado, y el pago de los títulos de la serie subordinada.

La cesión de la cartera original de activos de respaldo tiene un precio equivalente al neto de la colocación de los títulos de las series 14A y 14B, más el valor asignado por las partes para la suscripción de la serie 14C. No obstante, el originador autoriza al emisor para retener los montos necesarios para constituir los fondos de resguardo establecidos en el contrato de emisión.

Dado el plazo promedio de los créditos y de los bonos, el emisor debe hacer nuevas adquisiciones de créditos. Para ello, la securitizadora contará con los recursos provenientes del pago de los créditos, neto de los montos necesarios para constituir los fondos definidos en el contrato de emisión, que se detallan más adelante.

Con el remanente mensual se adquirirán todas las operaciones necesarias para completar el valor mínimo de cartera, definido en el contrato de emisión, que cumplan con los requisitos para formar parte del patrimonio separado. La cartera securitizada del originador, incluida aquella contemplada para esta operación, representa alrededor de un 38% de su stock total de deuda administrada a diciembre de 2008.

Si el originador opta por no transferir cuentas al patrimonio separado en las futuras cesiones, opera un gatillo de stock de cartera mínimo definido en el contrato de emisión, que se explica más adelante, constituyéndose un evento de amortización acelerada de los bonos senior.

El valor mínimo de cartera exigido corresponde a la suma del saldo insoluto de la series 14A y 14 B, dividido por 0,925, lo que equivale a MMS\$60.000. El valor en cartera se determina como el saldo insoluto de los créditos ponderados por niveles de morosidad y las condiciones de concentración en las entidades intermediarias de los pagos que se señalan en los siguientes cuadros. Colaboran, también, los valores disponibles en el Fondo de Reposición que se describe más adelante.

Tablas de valorización en régimen y concentración máxima

Estado de los créditos	Ponderador
Al día y mora hasta 180 días	100%
Mora de más de 180 días	0%
Clasificación de la empresa	Limite de concentración
AAA	100%
AA	10%
A	6%
BBB	4%
Menor a BBB y sin clasificación	2%

La tabla anterior se aplicará tanto en el caso de deudores activos como de pensionados, ponderando por 0% el exceso por sobre el límite indicado para las entidades intermediarias de los pagos. No obstante, los créditos cuya entidad pagadora sea un fondo de pensiones, tienen un límite de concentración máxima de 8% por fondo.

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

Si el valor de cartera calculado en cada cuadratura mensual es inferior al valor de cartera mínimo requerido, se deberá reponer la cantidad de operaciones necesarias para completar este valor.

El precio de compra de las nuevas operaciones que ingresarán al patrimonio separado corresponderá al saldo insoluto de los créditos cedidos más el Fondo de Excedentes, que se explica más adelante, y menos la suma de las cuotas diferidas. Estas últimas surgen a raíz de los desfases producidos en los pagos cuando hay licencias médicas. En estos casos, por política de la Caja, las cuotas son desfasadas al final del crédito.

En caso que el patrimonio separado no cuente con los recursos necesarios para asumir el pago de las nuevas adquisiciones necesarias, se ha establecido que el pago puede ser a plazo. De esta forma, los saldos de precio que puedan generarse serán cancelados con las siguientes remesas que perciba el patrimonio separado, según el direccionamiento de flujos que se indica más adelante.

La administración primaria del patrimonio separado será llevada a cabo por C.C.A.F. Los Héroes. En tanto, la custodia de las solicitudes de crédito social y los pagarés que se suscriben al efecto, ha sido encomendada a Banco de Chile. Por otra parte, la administración maestra del patrimonio separado será realizada por la securitizadora, que operará bajo una estructura de outsourcing de procedimientos y sistemas contratada con Administradora de Activos Financieros (ACFIN).

A su vez, la securitizadora ha establecido un contrato de administración contingente con Banco de Chile, por medio del cual éste último se obliga a asumir, en similares condiciones, la administración primaria del patrimonio separado, en caso de término del contrato de administración con C.C.A.F. Los Héroes.

Fondos de resguardo y política de inversión de excedentes

La estructura contempla el establecimiento de fondos especiales en el patrimonio separado. Estos son:

El fondo de gastos, que se abonará inicialmente por el equivalente de un mes de gastos del patrimonio separado, con recursos aportados por el originador y provenientes de la colocación de los bonos, en la fecha de entero del activo. Luego, este fondo se abonará por el equivalente al gasto mensual del patrimonio separado en cada cuadratura mensual.

El fondo de intereses, que se abonará inicialmente por un monto de \$ 1.022 millones, equivalente a un trimestre de intereses de los bonos serie 14A y 14B, con recursos aportados por el originador y provenientes de la colocación de los bonos, en la fecha de entero del activo. Asimismo, este fondo se irá provisionando con parte de las remesas, en cada cuadratura mensual, a razón de un tercio del valor a pagar en el próximo vencimiento de intereses de los bonos series 14A y 14B.

El fondo de amortización, que se conformará a partir del día siguiente del vencimiento del cupón de intereses anterior al que corresponda a la primera amortización de las series 14A o 14B. Este fondo se irá provisionando en cada cuadratura mensual, a razón de un tercio del valor a pagar en el próximo vencimiento de capital de los bonos serie 14A y, cuando corresponda, de la serie 14B.

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

El fondo de prepago acelerado, que se formará a partir de la fecha en que el emisor informe al Representante de Tenedores de Bonos de la ocurrencia de alguno de los hechos que producen el prepago acelerado de acuerdo a lo establecido en el contrato de emisión. En este caso, el fondo se formará de acuerdo al direccionamiento de flujos señalado más adelante.

El fondo boleta de garantía, que se constituirá antes de la fecha del entero del activo, por un monto de MM\$7.200 con el objeto de caucionar las obligaciones del administrador de los activos. Este fondo será abonado íntegramente con la entrega al emisor de una boleta de garantía tomada con una institución clasificada en categoría a lo menos AA. Esta boleta deberá ser renovada por el originador, hasta el pago íntegro de los bonos series A y B. Previo al vencimiento de la boleta - con 90 días de anticipación - en caso de no renovación, el emisor podrá constituir este fondo, hasta por el monto de la boleta, con los ingresos netos de caja de acuerdo al direccionamiento de flujos que se detalla más adelante.

El fondo de prepago anticipado total y parcial, que se formará a partir del día siguiente a la fecha en que corresponda efectuar el último pago de sólo intereses de los bonos preferentes, antes de la primera amortización de capital de éstos. Este fondo se formará con los ingresos netos de caja de acuerdo al direccionamiento de flujos que se detalla más adelante.

El fondo reposición, que tiene como finalidad completar el valor mínimo de cartera en cada oportunidad en que éste no pueda ser completado sólo con derechos sobre flujos de pago. Este fondo se completará con aquellos recursos no destinados a la compra de nuevos negocios y deberá mantenerse por todo el tiempo necesario hasta que la suma de la incorporación de nuevos derechos sobre flujos de pago complete nuevamente el valor mínimo de cartera.

El fondo de excedentes, que se formará con los recursos que no hayan sido utilizados para el abono de alguno de los fondos señalados precedentemente. El fondo, siempre que sea mayor que cero, será usado para el precio de la reposición de cartera, según el direccionamiento de flujos definido más adelante.

Los recursos de estos fondos, así como los ingresos netos de caja, podrán invertirse en títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile; depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizados por éstas; letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras y pactos de compra y cuotas de fondos mutuos que inviertan en renta fija de corto plazo o en títulos de deuda cuya política de inversiones considere exclusivamente instrumentos representativos de inversiones nacionales. Las inversiones se efectuarán sobre valores que, a lo menos, correspondan a las categorías AA-, incluyendo en el caso de pactos a sus partes y contrapartes, para títulos de largo plazo y N-1 para corto plazo.

Direccionamiento periódico de los flujos y Prelación de pagos

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

- Abono al Fondo de Gastos del patrimonio separado.
- Abono al Fondo de Intereses

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

- Abono al Fondo de Amortización
- Abono al Fondo de Prepago Acelerado si correspondiere
- Abono al Fondo Boleta de Garantía si correspondiere
- Abono al Fondo de Reposición si correspondiere
- Abono al Fondo de Prepago Anticipado si correspondiere
- Pago de la cuenta por pagar acumulada
- Abono al Fondo de Excedentes

Si se registran eventos de amortización acelerada de los bonos preferentes, se suspenderán las compras de nuevos derechos de flujos de pago y los pagos de precio por las adquisiciones generadas quedarán subordinadas al pago total de los títulos de la serie preferente.

En caso que los fondos disponibles no fueran suficientes para el cumplimiento de las obligaciones exigibles del patrimonio separado, se seguirá la siguiente prelación de pagos:

- Todos los costos y cargos a que se obliga el patrimonio separado
- Pago de intereses de la serie 14A
- Pago de capital de la serie 14A
- Pago de intereses de la serie 14B
- Pago de capital de la serie 14B
- Pago de capital de la serie 14C

Amortizaciones extraordinarias de los títulos de deuda

Prepago Anticipado Desde los tres meses anteriores a la fecha en que corresponda efectuar la primera amortización de capital de los bonos preferentes, el emisor podrá efectuar un prepago anticipado total de la serie preferente. Asimismo, podrá efectuar prepagos anticipados parciales con un mínimo de MMS\$100 con los recursos del Fondo de Prepago Anticipado en cada fecha de pago de cupón.

Prepago Acelerado, cuando tenga lugar la ocurrencia de cualquiera de los eventos que más adelante se detallan, el emisor procederá al prepago acelerado de los bonos preferentes y suspenderá las compras de reposición. Dentro de los diez días siguientes, el emisor informará de este hecho al Representante de Tenedores de Bonos y citará a junta de tenedores de bonos con el objeto de establecer el procedimiento de prepago acelerado. Los eventos son:

- Si el valor en cartera es inferior al Valor Mínimo de la Cartera en un mes, el que corresponde al saldo de capital de la serie 14A y serie 14B, dividido por 0,925;
- Si la razón cartera morosa entre 61 y 91 sobre la cartera total, es superior a 3,5% durante dos meses consecutivos;
- Si la tasa de pago mensual de la cartera, medida como promedio móvil trimestral, es inferior a 4,0%;

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

- Si el plazo promedio remanente de la cartera, ponderado por el saldo insoluto de los créditos, es superior a 60 meses en un mes;
- Si el valor del saldo insoluto de los créditos con una o más cuotas prorrogadas en cuanto a su exigibilidad supera un 5% de la cartera, calculado como promedio móvil trimestral;
- Si los activos que integran el patrimonio separado se viesen afectados física, jurídica o tributariamente, o bien, por decisiones de autoridad y no se pudiese proceder al pago del próximo vencimiento del bono serie 14A o serie 14B, según corresponda;
- Si el originador es intervenido por la autoridad competente, sea que pierda completamente la administración o que se produzca cualquier forma de intervención de ésta que limite y/o restrinja la toma de decisiones por parte de éste en lo relativo a la administración;
- Si se produce la quiebra o insolvencia del originador;
- Si el administrador no deposita las remesas de la forma y dentro del plazo establecido en el contrato de administración y si por cualquier otra causa el emisor le pone término a dicho contrato de acuerdo a lo pactado en el mismo;
- Si se modificare la legislación vigente en relación a los créditos otorgados por las cajas de compensación en términos tales que los mismos ya no puedan ser descontados por planilla a los trabajadores por parte de los empleadores y a los pensionados por el ISP u otros administradores de fondos de pensiones;
- Si el originador no cumple oportunamente con la suscripción de los contratos complementarios necesarios para perfeccionar lo pactado en el contrato marco de compraventa de derechos sobre flujos de pago;
- Si la tasa de interés promedio ponderada de los activos es inferior a 1,2% mensual, calculado como promedio móvil trimestral;
- Si el saldo insoluto de los créditos otorgados a pensionados representan menos del 50% del total de activos del patrimonio separado, durante dos meses consecutivos;

El prepago acelerado se realizará a prorrata y cada vez que se acumulen recursos por un monto mínimo de MM\$100.

En caso de prepago acelerado de la serie preferente, se pondrá término a la adquisición de créditos desde el momento en que la junta de tenedores acuerde aprobar la realización de esta clase de amortización extraordinaria.

El prepago anticipado o acelerado involucrará la modificación de las tablas de desarrollo de los bonos, la que se calculará a prorrata del nuevo saldo insoluto sobre el saldo insoluto anterior al prepago para cada uno de los vencimientos de amortización remanentes, como asimismo para los nuevos intereses correspondientes a cada uno de los vencimientos.

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

DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

La existencia de Banchile Securitizadora se enmarca dentro de la activa participación del Banco de Chile en el mercado financiero, que involucra entre otros negocios: banca de personas y comercial, banca de inversiones, corretaje de valores y seguros, fondos mutuos, administración de fondos de inversión y factoring.

La securitizadora, filial del Banco de Chile a partir del 1 de enero de 2002, es una sociedad anónima especial constituida al amparo del Título XVIII de la Ley del Mercado de Valores, originalmente bajo el nombre de Banedwards Securitizadora, cuyos estatutos constan en escritura pública de fecha 26 de julio de 2000.

El 20 de septiembre de 2000, la SVS autorizó la existencia de la sociedad y aprobó sus estatutos. Posteriormente, tras la fusión del Banco de A. Edwards con Banco de Chile, se cambió el nombre de Banedwards Securitizadora por Banchile Securitizadora, hecho aprobado por la SVS en febrero de 2002.

A la fecha, la securitizadora ha colocado trece emisiones de bonos por un total cercano a UF 18.000.000, siete de ellas vigentes. Los activos de respaldo han sido, entre otros, mutuos hipotecarios, cuentas por cobrar de tarjetas de crédito retail, créditos personales, facturas y créditos automotrices.

Banco de Chile

Banco de Chile es clasificado por Feller Rate en *AAA/Estables/Nivel 1+*. La clasificación fue recientemente mejorada en respuesta al progresivo fortalecimiento de su perfil financiero, producto de una estrategia de crecimiento rentable que privilegia el desarrollo de negocios de mayores rendimientos y riesgos acotados. Esto le ha permitido conformar una diversificada y estable estructura de ingresos, con retornos consistentemente mayores al promedio de la industria. También considera la consolidación de su perfil de negocios beneficiado por la fusión con Citibank Chile que lo posicionó como líder en segmentos considerados estratégicos y los beneficios de su mayor base patrimonial que le otorgan holgura para enfrentar sin problemas el crecimiento futuro.

La integración con Citibank Chile fue abordada con éxito por el banco gracias a la experiencia de su administración en estos procesos, materializándose rápidamente los beneficios esperados. Las áreas de negocios especialmente favorecidas con la fusión fueron la banca corporativa, tesorería, finanzas corporativas, consumo y banca personas. Esto redundó en una cartera más diversificada y con mayores *spreads*.

A pesar de la fuerte competencia que ha enfrentado el sistema financiero en los últimos años, Banco de Chile ha sido capaz de mantener buenos retornos. Así los excedentes sobre capital y reservas y sobre activos durante los últimos tres años han sido en promedio de 25% y 2,0%, respectivamente, superando al 17,5% y 1,5% mostrados por la industria en igual periodo.

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

CALIDAD CREDITICIA DEL COLATERAL Y GARANTÍAS

En esta emisión Feller Rate evaluó a C.C.A.F. Los Héroes y el procedimiento de selección y compra de cartera por parte de la securitizadora. Esto, en conjunto con una descripción de la evolución histórica del perfil del portafolio de la compañía, se detalla a continuación.

C.C.A.F. Los Héroes

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

Los Héroes es clasificado en "A-/Positivas" por Feller Rate, en respuesta a su posición de liderazgo en el segmento de pensionados del sistema de cajas de compensación, que se caracteriza por casi nulos niveles de morosidad. Considera, asimismo, las características de los créditos que otorga, que se rigen por las ventajosas normas de pago y cobro de las cotizaciones previsionales, las que garantizan la preferencia en el pago. Además, éstos se recaudan a través del descuento directo de la remuneración o pensión, lo que beneficia la calidad de la cartera de préstamos.

Como contrapartida, los ingresos de Caja Los Héroes dependen mayormente de los *spreads* de un solo producto, los préstamos personales. Dicho riesgo se atenúa en parte por su amplia base de afiliados. Asimismo, presenta una concentración de sus fuentes de financiamiento en préstamos bancarios. Esto es parcialmente compensado por su fondo social, por la securitización de parte de su cartera y por las recientes emisiones de efectos de comercio, que a fines de 2008 alcanzaban el 22%, el 13% y el 2% de sus pasivos, respectivamente.

Conforme a su condición de corporación, la entidad no cuenta con socios o accionistas que puedan realizar aportes de capital para hacer frente a situaciones imprevistas. Adicionalmente, esta institucionalidad podría desalinearse la elección de directores con los resultados de la caja. Tales riesgos se mitigan en parte por su alta capitalización y por los avances impulsados en su estructura de gobierno que, en los últimos años, ha puesto énfasis en la profesionalización y la autorregulación.

La estrategia de Los Héroes es competir fuertemente en el segmento de los créditos de consumo, tanto para trabajadores de empresas afiliadas como para pensionados. Tradicionalmente su expansión se ha focalizado en este último sector. A diciembre de 2008, contaba con más de 480.000 afiliados pensionados (41% del total del sistema de cajas), que representaban cerca del 63% de sus colocaciones.

Con el objeto de contar con una estructura organizacional que acompañe su crecimiento, en los últimos años se incorporaron a la administración ejecutivos con amplia experiencia en el negocio de préstamos y se conformó un área exclusiva para la gestión de los riesgos de mercado y de crédito, que opera bajo estándares similares a los de la industria bancaria.

Por su modelo de negocios, la institución obtiene altos y estables márgenes brutos (del orden del 20% sobre activos), que le permiten cubrir elevados gastos de apoyo y crecientes gastos por provisiones (15,1% y 1,3% sobre activos, respectivamente), manteniendo niveles de rentabilidad cercanos al 3%. Los mayores gastos por provisiones del último período son resultado, principalmente, de una política de reservas más exigente que la definida por el regulador, aunque también responden a un leve deterioro de los niveles de morosidad en el segmento de trabajadores.

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

A diciembre de 2008, el endeudamiento de la entidad era 3,5 veces. Dicho valor se comparaba desfavorablemente con algunos pares, aunque se mantenía significativamente por debajo del promedio de los bancos (11 veces). El crecimiento esperado en el mediano plazo y las altas inversiones en tecnología proyectadas, deberían conllevar un aumento en su endeudamiento. Con todo, el compromiso de la administración es que éste no sobrepase las 4,5 a 5 veces.

Las perspectivas “Positivas” obedecen a las mejoras introducidas en su estructura organizacional. La consolidación de estos cambios ha sentado las bases para mantener o incluso fortalecer su posición de mercado en un entorno caracterizado por la presencia de actores de mayor tamaño y buen respaldo patrimonial. Si bien ello debería repercutir en el fortalecimiento de su perfil financiero, son fundamentales avances en eficiencia que le permitan una mayor flexibilidad y competitividad ante escenarios más adversos.

Indicadores financieros

(En millones de pesos de diciembre de 2008)

	Dic. 2005	Dic. 2006	Dic. 2007	Dic. 2008
Activos totales	184.779	251.922	267.998	320.383
Colocaciones crédito social	142.877	204.996	220.432	264.406
Pasivos exigibles	130.098	191.433	200.055	243.626
Fondo social	48.046	54.597	60.607	69.029
Resultado Operac. bruto	36.729	41.774	46.954	55.918
Gastos de apoyo	28.401	34.422	36.990	43.120
Provisiones y castigos	0	1.637	2.947	3.616
Resultado antes de impuestos	6.802	5.932	7.373	8.756
Result. Oper. bruto / Act. Tot.	20,3%	20,8%	18,7%	19,6%
Gastos de apoyo / Act. Tot.	15,7%	17,1%	14,7%	15,1%
Prov. y castigos / Act. Tot.	0,0%	0,8%	1,2%	1,3%
Result. antes Impto. / Act. Tot.	3,8%	3,0%	2,9%	3,1%
Pasivo exigible / Fondo social	2,7 vc	3,5 vc	3,3 vc	3,5 vc
Indice de riesgo de la cartera ⁽¹⁾	0,4%	0,5%	1,2%	1,3%

(1) Estimación Feller Rate

Estrategia

C.C.A.F. Los Héroes es una corporación de derecho privado, sin fines de lucro. La entidad fue creada en 1955 por la Asociación de Industrias Metalúrgicas y Metal-mecánica con el objeto de administrar prestaciones de seguridad social.

Conforme a los sucesivos cambios normativos introducidos al sistema de cajas de compensación, su accionar se fue ampliando paulatinamente. En la actualidad, su principal producto en términos de activos e ingresos son los créditos de consumo tanto para los trabajadores de sus empresas afiliadas como para los pensionados suscritos individualmente. Su quehacer también considera la prestación de servicios previsionales a otras entidades de seguridad social y la entrega de diversos beneficios adicionales para sus afiliados.

Actualmente, la institución administra una base cercana a los 900.000 afiliados, lo que representa alrededor de un 18% del total de personas suscritas al régimen de cajas. Su expansión se ha focalizado en el segmento de pensionados, por lo que este sector representa más de la mitad del total de sus afiliados (54%) y cerca del 63% de su cartera de colocaciones. Para la atención de su mercado objetivo cuenta con una

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

dotación de más de 1.000 empleados y una red de sucursales conformada por 60 oficinas y 15 agencias móviles, que se distribuyen en todo el país.

Su estrategia para los próximos años apunta a convertirse en un actor relevante en el negocio de los créditos de consumo, compitiendo directamente con bancos y otros actores orientados a este producto. Para ello, Los Héroes pone especial énfasis en la creación de una propuesta de valor que le permita fidelizar a sus afiliados. En este contexto, un objetivo central de la administración es la maximización de sus excedentes para traspasarlos a sus asociados a través de beneficios que sean tangibles para éstos, como bonos (natalidad, nupcialidad y fallecimiento), convenios de salud, recreación y capacitación.

Con el objeto de contar con una estructura organizacional acorde a su volumen de actividad y que permita soportar el crecimiento proyectado, la entidad efectuó importantes cambios al interior de la organización. Entre estos destacan: una mayor profesionalización de la administración superior; la conformación de un área para la gestión de los riesgos de mercado y de crédito basada en estándares bancarios; el establecimiento de comités para el apoyo en la toma de decisiones; y el desarrollo de un proyecto de cambio de plataforma tecnológica. Al mismo tiempo, llevó a cabo mejoras de cara al cliente, como la implementación de un servicio de mantenimiento y atención en terreno y la renovación del sitio web y call center.

En los últimos años, el accionar de Caja Los Héroes se expandió de manera considerable. Específicamente, entre diciembre de 2006 y diciembre de 2008 sus colocaciones aumentaron en cerca de un 30%, por sobre la tasa de crecimiento de los préstamos de consumo del sistema bancario (10%). En parte, dicho incremento obedeció a una mayor penetración en el segmento de trabajadores y a la afiliación de un grupo relevante de beneficiarios de pensiones solidarias dada la entrada en vigencia de la Reforma Previsional.

Con todo, en 2009 la institución proyecta mantener su volumen de créditos privilegiando el riesgo de su cartera, ante un escenario económico más adverso. De esta forma, se orientará preferentemente al segmento de pensionados debido a su menor riesgo relativo con respecto al de los trabajadores.

En tanto, en el mediano plazo, las metas de la entidad son continuar con su expansión. Ello le permitirá generar mayores economías de escala.

Posición competitiva

La industria de Cajas de Compensación está conformada por cinco entidades cuyo foco de negocio es el otorgamiento de créditos de consumo a sus afiliados.

A diciembre de 2008, Los Héroes alcanzaba una cuota de mercado cercana al 11% de los trabajadores registrados en el sistema de cajas, ubicándose en el tercer lugar del ranking. No obstante, conforme a su modelo de negocios, su participación en pensionados era ampliamente mayor (41%), situándose en una clara posición de liderazgo en este sector.

A esa misma fecha, la institución alcanzaba una cuota de 2,8% del total de créditos de consumo de la banca más Coopeuch. Dicho porcentaje era levemente superior al registrado al cierre de 2007 (2,5%). Esto, producto de su estrategia de crecimiento y

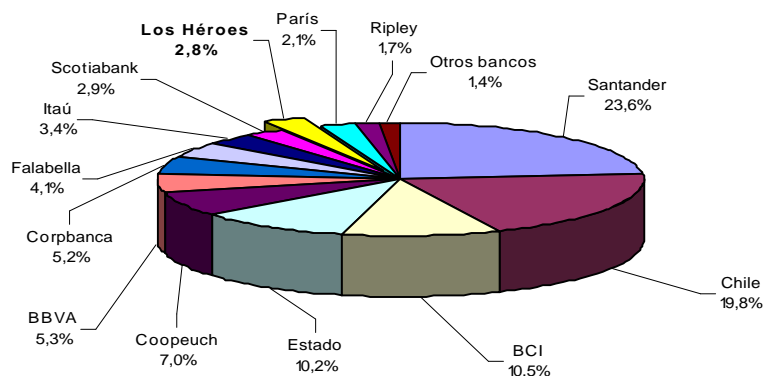
Décimo Cuarto Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

de la menor actividad exhibida por los actores bancarios en este sector a fines de 2008.

Participación en créditos de consumo

Bancos + Coopeuch

(Diciembre 2008)



Políticas y procedimientos

Entre 2003 y 2004, Caja Los Héroes realizó una fuerte reestructuración del área de riesgo, fortaleciendo su administración crediticia y aumentando los controles. Ello fue necesario dada la masa crítica de préstamos que alcanzó y por las proyecciones de expansión del volumen de actividad, permitiendo, a la vez, superar debilidades pasadas. Durante 2005, la entidad continuó fortaleciendo sus procesos con la creación de un comité de crédito, integrado por el gerente general, gerentes comerciales, gerente de finanzas, gerente de riesgo y la fiscalía.

Como parte del fortalecimiento del área, a fines de 2006 comenzó a sesionar el comité de riesgo, en el que participan tres directores y dos asesores externos con conocimiento en la materia. Dicho comité es el encargado de administrar los riesgos asociados al negocio del crédito, a los procesos operativos y a la estructura financiera. Asimismo, tiene la misión de incorporar en la organización los conceptos que maneja la banca en lo relacionado con la administración basada en riesgos.

En el último período, los principales cambios han sido la definición de un nuevo modelo de segmentación de empresas con el fin de alcanzar una mejor relación riesgo – retorno en este sector y la externalización de la mayor parte de las actividades del área de cobranzas, apoyándose en empresas de amplia experiencia para lograr un resultado más eficiente. Por otro lado, se puso en marcha un modelo de constitución de provisiones basado en las estimaciones de pérdidas de la cartera.

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

Propiedad y administración

Como se mencionó anteriormente, Caja Los Héroes es una corporación de derecho privado, sin fines de lucro, creada con el objeto de administrar por cuenta del Estado prestaciones de seguridad social, tales como asignación familiar, subsidios por incapacidad laboral temporal, subsidios de cesantía y subsidios por reposo maternal.

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

Para mitigar los riesgos derivados de la inexistencia de propietarios, en los últimos años Los Héroes ha avanzado en el fortalecimiento de su estructura de gobierno.

Es así como la empresa estableció distintos comités para la toma de decisiones en aquellos aspectos relevantes en la marcha de la institución. En éstos participan asesores externos de prestigio con experiencia en las distintas áreas (auditoría, riesgo, tecnología, infraestructura y compensaciones), además de gerentes de división y directores.

El énfasis de la administración superior ha estado en la conformación de una estructura organizacional con una adecuada segregación de funciones y en la implementación de estándares de administración de riesgos similares a los de la industria bancaria junto a mejoras en controles y productividad.

Los señalados cambios se encuentran consolidados al interior de la organización, contribuyendo a minimizar los riesgos asociados a su condición de corporación.

Perfil financiero

El principal componente de sus activos es la cartera de préstamos de consumo. En los últimos cuatro años, ésta representó en promedio cerca de un 81% de los activos totales.

El financiamiento de la entidad ha estado conformado mayormente por préstamos bancarios. No obstante, la securitización de parte de su cartera de créditos y las recientes colocaciones de efectos de comercio han contribuido a diversificar las fuentes de fondos, favoreciendo con ello los costos y calces. Entre el cierre de 2005 y de 2008, la participación de las obligaciones con bancos sobre el total de pasivos exigibles retrocedió de 92% a 76%.

Históricamente el fondo social ha sido una fuente relevante de recursos. Sin embargo, el mayor ritmo de actividad de los últimos años implicó una disminución de su participación sobre el total de pasivos (desde 26% en diciembre de 2005 a 22% en diciembre de 2008). Ello se tradujo en un incremento del nivel de endeudamiento (desde 2,7 veces a 3,5 veces en el período señalado). Si bien su *leverage* se sitúa por debajo del promedio de la industria bancaria (11 veces), se compara desfavorablemente con algunas entidades pares. El crecimiento esperado para el mediano plazo y las altas inversiones en tecnología proyectadas, deberían conllevar un aumento en su endeudamiento. Con todo, el compromiso de la administración es que éste no sobrepase las 4,5 a 5 veces.

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

Conforme a su estructura de balance, parte relevante de sus ingresos dependen del *spread* de su cartera de préstamos. No obstante, Caja Los Héroes ha ido avanzando gradualmente en la incorporación de otros ingresos operacionales, como son aquellos provenientes de la comisión cobrada a pensionados - equivalente al 1% de su pensión mensual -, y de las recaudaciones de seguros y servicios asistenciales. A diciembre de 2004 su resultado financiero alcanzó al 80% del resultado operacional bruto, versus 76% al finalizar 2008.

Aunque su enfoque en préstamos de consumo conlleva la obtención de altos márgenes brutos (20%), sus elevados gastos de apoyo absorben una proporción relevante de los mismos (77%). Ello incide en niveles de rentabilidad sobre activos menores a los de algunos de sus pares (3,1% al cierre de 2008). Es por esto que, dado el entorno de alta competencia que enfrenta y su mayor apalancamiento, la entidad debería avanzar en su eficiencia operacional para mantener e incluso mejorar sus retornos.

Resumen de los estados de situación y resultados

(En millones de pesos de diciembre de 2008)

Estado de situación					Variación real
	Dic. 2005	Dic. 2006	Dic. 2007	Dic. 2008	Dic08/Dic07
Activos totales	184.779	251.922	267.998	320.383	19,5%
Colocaciones crédito social	142.877	204.996	220.432	264.406	19,9%
Cartera improductiva	1.924	2.280	5.915	4.195	-29,1%
Otros activos	39.978	44.647	41.651	51.782	24,3%
Pasivos exigibles	130.098	191.433	200.055	243.626	21,8%
Fondo social	48.046	54.597	60.607	69.029	13,9%
Estado de resultados					Var. real
Resultado operacional financiero	23.973	32.456	36.357	42.585	17,1%
Otros ingresos operacionales netos	12.756	9.318	10.596	13.334	25,8%
Gastos de apoyo	28.401	34.422	36.990	43.120	16,6%
Otros ingresos no operacionales netos	-1.527	216	356	-426	-
Provisiones y castigos	0	1.637	2.947	3.616	22,7%
Resultado antes de impuestos	6.802	5.932	7.373	8.756	18,8%
Excedente (déficit) del ejercicio	6.635	5.892	7.336	8.727	19,0%

MÁRGENES

La institución se ha caracterizado por obtener altos y estables márgenes brutos, acordes al mercado objetivo en el que opera. No obstante, entre el término de 2006 y de 2007 éstos exhibieron una leve contracción (pasando de 20,8% a 18,7%). Ello explicado mayormente por un descenso de *spreads* derivado de una mayor competencia en su sector.

En 2008, sus márgenes se recuperaron producto del fuerte crecimiento en las colocaciones (cercano al 20% en ese año), de los mayores ingresos por concepto de recaudaciones de seguros de vida y desgravamen y del incremento de las tasas de interés en los últimos meses de ese año. Así, a diciembre de 2008 el margen bruto fue 19,6%. Cabe señalar, que dicho valor era superior al registrado para las otras cajas y Coopeuch.

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

EFICIENCIA

Las mejoras introducidas al interior de la organización en procesos, sistemas e infraestructura han significado un aumento de los gastos de apoyo. Medidos de manera absoluta, éstos se incrementaron en un 52% entre diciembre de 2005 y de 2008.

A pesar del mencionado aumento, el mayor volumen de actividad ha permitido mejoras en eficiencia. Al cierre de 2008, la eficiencia medida como gastos de apoyo sobre activos y sobre resultado operacional bruto alcanzó a 15,1% y 77,1%, respectivamente (versus 17,1% y 82,4% en 2006). No obstante, dichos porcentajes se comparaban desfavorablemente con entidades financieras orientadas al negocio de consumo y con el promedio de la industria bancaria. La implementación de la nueva plataforma tecnológica y la rentabilización de las inversiones para la atención de clientes, se deberían traducir en mejoras en los niveles de eficiencia.

PROVISIONES Y CASTIGOS

A partir de 2006, la Superintendencia de Seguridad Social hizo exigible la constitución de provisiones para todas las cajas de compensación. En dicho ejercicio, Los Héroes llevó a resultados un monto de algo más de \$ 1.400 millones por este concepto. Por otro lado, también por instrucción del regulador, la entidad realizó un castigo de incobrables a fines de 2005, por cerca de \$4.000 millones.

El gasto en provisiones ha sido creciente, tanto por la forma en que se debe ir constituyendo como por aumentos en la morosidad. Esto último como consecuencia de la decisión de la administración de aumentar la penetración en empresas (los trabajadores por definición poseen un riesgo más alto que los pensionados) y el actual escenario económico que presenta mayores niveles de desempleo. Además, en 2008 la institución constituyó provisiones complementarias a las obligatorias por un monto de \$1.000 millones. Éstas fueron determinadas mediante un modelo de estimación de pérdidas esperadas.

Así, entre diciembre de 2006 y de 2008 el gasto en provisiones pasó desde un 1,0% a un 1,5% respecto de las colocaciones totales y desde un 22,3% a un 28,3% respecto del resultado operacional neto.

RENTABILIDAD

Su alta capacidad de generación le ha permitido compensar elevados gastos de apoyo y crecientes gastos por provisiones.

La recuperación de sus márgenes en 2008 se tradujo en una mejora de sus indicadores de rentabilidad. Entre fines de 2007 y de 2008, su rentabilidad sobre activos pasó de 2,9% a 3,1% y sobre fondo social de 12,2% a 12,7%.

Con todo, el menor ritmo de crecimiento proyectado para 2009, junto a eventuales aumentos en el gasto por provisiones, podrían afectar negativamente los retornos de la institución. Es por ello que el control de gastos adquiere una mayor importancia. Asimismo, como señaló, la eficiencia es una variable relevante para afrontar escenarios más competitivos.

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

Indicadores de rentabilidad, eficiencia y adecuación de capital

	Dic. 2005	Dic. 2006	Dic. 2007	Dic. 2008
Rentabilidad				
Result. Operac. financiero / Act. totales	13,2%	16,2%	14,5%	14,9%
Result. operacional bruto / Act. totales	20,3%	20,8%	18,7%	19,6%
Otros Ing. Oper. netos / Act. totales	7,0%	4,6%	4,2%	4,7%
Result. operacional neto / Act. totales	4,6%	3,7%	4,0%	4,5%
Provisiones y castigos / Act. totales	0,0%	0,8%	1,2%	1,3%
Resultado antes Imptos. / Activos totales	3,8%	3,0%	2,9%	3,1%
Resultado antes Imptos. / Fondo social	14,2%	10,9%	12,2%	12,7%
Eficiencia operacional				
Gastos apoyo / Activos totales	15,7%	17,1%	14,7%	15,1%
Gastos apoyo / Coloc. Créd. social	19,5%	21,5%	18,0%	18,3%
Gastos apoyo / Result. Operac. bruto	77,3%	82,4%	78,8%	77,1%
Adecuación de capital				
Tolerancia a pérdidas	26,7%	22,4%	23,7%	23,1%
Pasivo exigible / Fondo social	2,7 vc	3,5 vc	3,3 vc	3,5 vc

Capitalización

Por tratarse de una entidad sin fines de lucro, sus excedentes son capitalizados íntegramente. Esto le ha permitido expandir su fondo social en un 44% entre 2005 y 2008.

A pesar de dicho aumento, su endeudamiento se incrementó desde 2,7 veces a 3,5 veces en el período indicado. Como se mencionó anteriormente, si bien este nivel se mantiene significativamente bajo el promedio de la industria bancaria, se compara desfavorablemente con algunos de sus pares.

Esto último es especialmente relevante si se considera que la institución no tiene accionistas que le otorguen flexibilidad financiera y no existe una normativa que regule el endeudamiento máximo y los calces de las cajas de compensación. Por el crecimiento esperado en el mediano plazo y las altas inversiones en tecnología proyectadas, su endeudamiento debería aumentar. Con todo, el compromiso de la administración es que éste no sobrepase las 4,5 a 5 veces.

Política de Compra de Banchile Securitizadora

La securitizadora definió el perfil de los deudores que conformarán la cartera de activos de respaldo. Los criterios de selección de las operaciones que serán cedidos son los siguientes:

- Morosidad menor o igual a 30 días
- En el caso de los deudores activos deben tener una antigüedad mínima de 6 meses de afiliación en C.C.A.F. Los Héroes, y no poseer una mora histórica mayor o igual a 120 días en los últimos 12 meses
- Las empresas afiliadoras deberán tener una antigüedad promedio mínima de 6 meses de afiliación y no tener protestos vigentes en Dicom
- Los pensionados deben tener una antigüedad mínima de 2 meses afiliados a la Caja
- Créditos en pesos, originados por C.C.A.F. Los Héroes

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

- Créditos menores a MM\$10
- Plazo máximo de originación de 84 meses

Para la cesión inicial de créditos, la securitizadora ha encargado la realización de un due diligence legal y operativo. El primero consistirá en la revisión de una muestra aleatoria de 1.500 pagarés, con el objeto de verificar su correcta emisión. El segundo estará a cargo de ACFIN, se realizará sobre una muestra de alrededor de 2.000 pagarés, y tiene por objeto verificar los registros en el sistema de C.C.A.F. Los Héroes, evaluar la consistencia de la información entre los sistemas del administrador primario y ACFIN, y verificar que los deudores cumplen con los filtros definidos por el emisor.

Una vez en régimen la operación, se realizará un proceso de due diligence operativo y legal similar al descrito anteriormente en forma mensual, para cada recompra de cartera, sobre una muestra de alrededor de 100 operaciones.

Características del Colateral

Como se aprecia en los gráficos siguientes, el stock de colocaciones de C.C.A.F. Los Héroes se ha incrementado considerablemente en los últimos años. A noviembre de 2008, el stock de deuda vigente total era de MM\$ 266.000, correspondiente a alrededor de 430.000 operaciones. La cartera comprometida en esta operación corresponde a aproximadamente un 38% de la cartera total de la entidad.

Al segmentar la cartera en pensionados y trabajadores, se observa un fuerte crecimiento del stock de deuda y número de operaciones de pensionados, especialmente durante 2008. Esto último responde a la afiliación de un número importante de beneficiarios de la pensión básica solidaria, dada la entrada en vigencia de la Reforma Previsional. Los beneficiados corresponden al quintil más pobre de la población e inicialmente reciben una pensión de \$60.000 a través del ISP. La SUSESO autorizó a las Cajas de Compensación a mediados de 2008 a afiliarse a este nuevo segmento y otorgarles crédito con una relación cuota/renta límite de 15%, restringiendo, de esta manera, su capacidad de endeudamiento. En efecto, y dado que la Caja concentra el 80% de este nuevo mercado, el monto promedio de originación para pensionados cae abruptamente pasando de \$900.000 a niveles en torno a \$450.000.

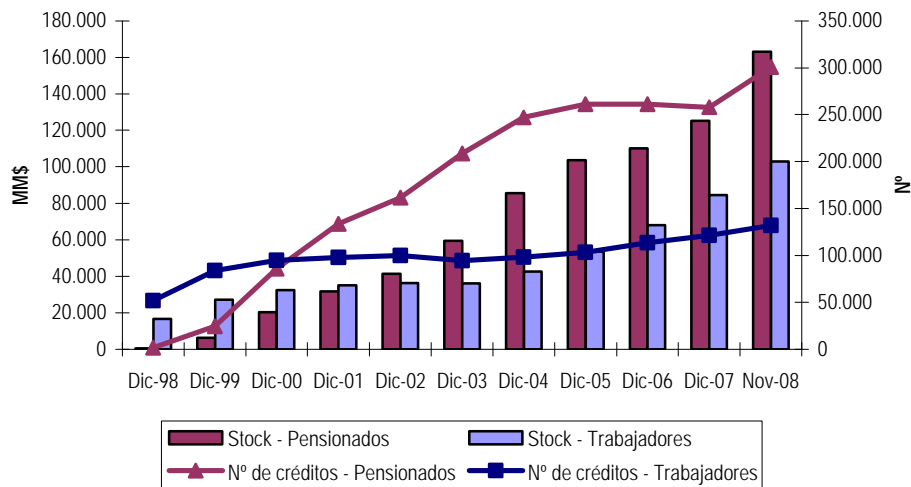
El plazo promedio de originación en la cartera de pensionados se ve afectado al alza en junio de 2008, en respuesta a la autorización por parte del regulador de aumentar el plazo de otorgamiento de 5 a 7 años para todos sus afiliados.

La cartera de trabajadores se expande a partir de 2005, alcanzando un stock de deuda de MM\$100.000 hacia fines de 2008, con más de 130.000 afiliados activos. El monto de originación es de aproximadamente \$1.000.000, con plazos que se observan estables durante el último año en torno a 40 meses.

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

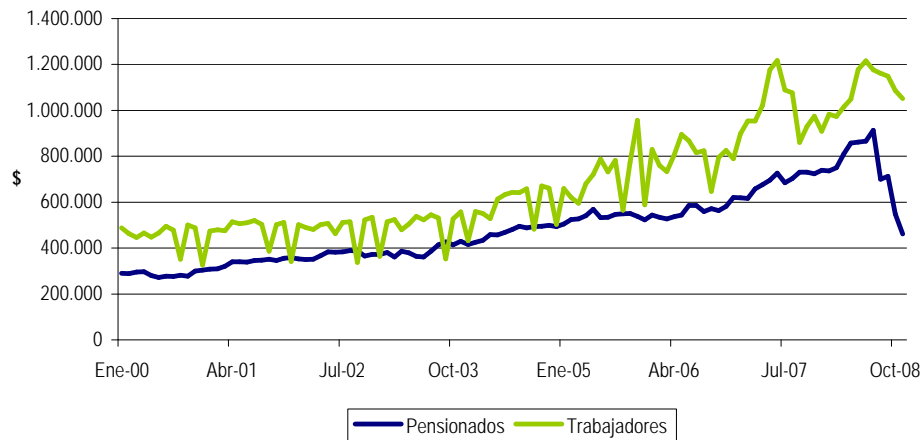
Evolución Cartera C.C.A.F. Los Héroes

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



Fuente de información: Acfin, en base a antecedentes generados por C.C.A.F. Los Héroes

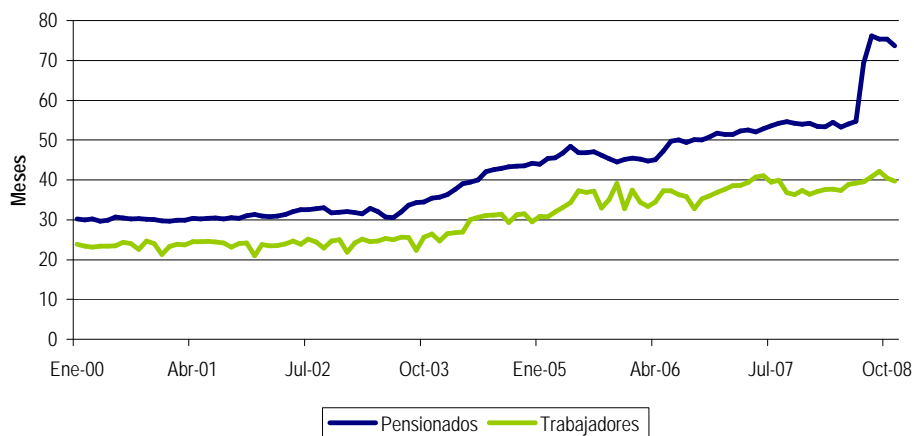
Monto de Origenación Promedio



Fuente de información: Acfin, en base a antecedentes generados por C.C.A.F. Los Héroes

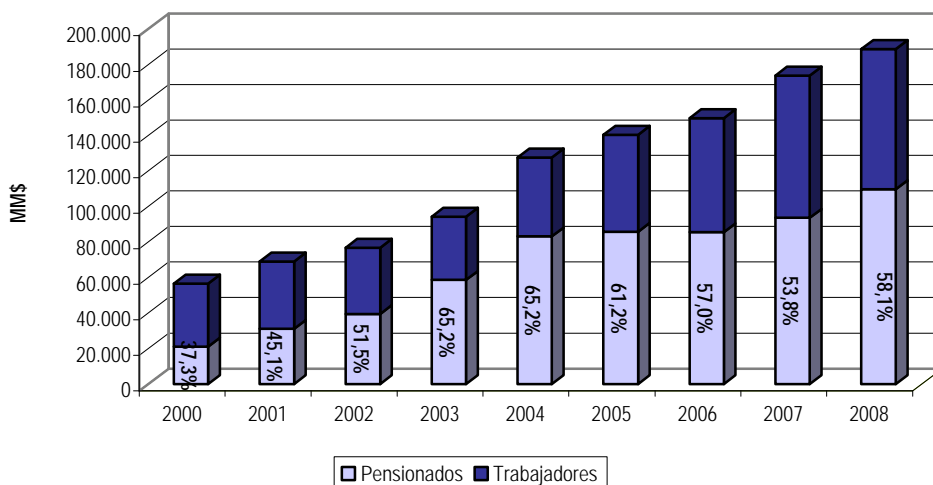
Décimo Cuarto Patrimonio Separado (C.C.A.F. Los Héroes)

Plazo Originación Promedio



Fuente de información: Acfin, en base a antecedentes generados por C.C.A.F. Los Héroes

Distribución de Colocaciones C.C.A.F. Los Héroes



Fuente de información: Acfin, en base a antecedentes generados por C.C.A.F. Los Héroes

ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

Administración primaria de los activos

La legislación chilena permite a la securitizadora contratar los servicios de administración primaria con terceros o a efectuarlos ella misma. En este caso, los activos seguirán siendo administrados por C.C.A.F. Los Héroes.

Entre otros, el contrato de administración suscrito establece: las funciones que debe desempeñar el administrador de cartera y el costo por administración de cada crédito; el traspaso de remesas, que en este caso se realizará dos veces al mes; el otorgamiento del mandato para el desempeño de las gestiones propias de las cobranzas de cartera, detallando la política y procedimientos de cobranzas; el manual operati-

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

vo que regirá la entrega de información al administrador maestro (ACFIN); la resolución de cualquier duda o dificultad que surja entre las partes mediante arbitraje; y la duración indefinida del contrato, sin perjuicio de que ambas partes de común acuerdo puedan terminar la administración en cualquier momento.

En particular, el contrato estipula las causales de incumplimiento por parte del administrador que, entre otros, incluyen el atraso en el traspaso de remesas. Asimismo, define multas y deberes que afectan al administrador en caso de incumplimiento de contrato o si decide unilateralmente terminar el contrato. Esto último, incluye la obligación de entregar las bases de datos con antecedentes de los clientes, que permitan continuar con la administración, así como la obligación de informar a los clientes respecto del traspaso de la gestión.

Antecedentes de administración de cartera de C.C.A.F. Los Héroes

La entidad exhibe un buen historial de comportamiento y calidad crediticia, que se refrenda en bajos niveles de morosidad. Ello, en buena medida, se explica por la alta concentración de sus colocaciones en el segmento de pensionados.

No obstante, en 2007 se observó un aumento en la morosidad en todos los tramos, debido a la decisión de la administración de incrementar la penetración en el sector de trabajadores, que poseen un riesgo más alto que los pensionados (su índice de riesgo es de un 2,4% versus un 0,6% de los pensionados). En tanto, durante los últimos meses de 2008 el menor desempeño de la economía y, por ende, las mayores tasas de desempleo implicaron leves deterioros de la morosidad. Es por ello que para 2009 la administración proyecta mantener el volumen de colocaciones en el segmento de trabajadores, enfocando su estrategia comercial en aquellos pertenecientes a empresas de menor riesgo.

Debido a que la normativa para efectuar castigos por deudores incobrables (cartera vencida de corto y largo plazo) establece una serie de pasos y requisitos, la entidad no ha registrado castigos en los últimos tres años. Sin embargo, cabe señalar, que a diciembre de 2008 su stock de provisiones sobre cartera total era superior a la cartera con morosidad mayor a 180 días (3,1% versus 2,6%).

Riesgo de la cartera de colocaciones

	Dic. 2005	Dic. 2006	Dic. 2007	Dic. 2008
Deudas de dudosa Recup. / Coloc. Créd. social	0,2%	0,2%	0,5%	0,1%
Deudores previsionales / Coloc. Créd. social	1,1%	1,2%	2,3%	1,6%
Stock de provisiones / Colocaciones totales	0,0%	1,0%	2,0%	3,1%
Provisiones y castigos / Colocaciones totales	0,0%	1,0%	1,4%	1,5%
Prov. y castigos / Resultado Oper. neto	0,0%	22,3%	29,6%	28,3%
Castigos / Colocaciones	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Morosidad hasta tres meses	1,0%	1,3%	2,0%	4,6%
Morosidad superior a tres meses	0,3%	0,4%	1,0%	0,8%
Índice de riesgo de la cartera ⁽¹⁾	0,4%	0,5%	1,2%	1,3%
Estructura de la cartera:				
A (0%)	98,7%	98,3%	97,0%	94,5%
B (1%)	0,6%	0,8%	1,1%	2,3%
B- (20%)	0,3%	0,4%	0,6%	2,0%
C (60%)	0,2%	0,3%	0,7%	0,7%
D (90%)	0,2%	0,3%	0,7%	0,5%

Nota: (1) Estimación Feller Rate

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

Administración maestra de los activos

La coordinación general del patrimonio separado, que involucra el seguimiento de las labores del administrador primario y del resto de los prestadores de servicios, puede ser contratada con terceros o realizada por la propia securitizadora. En este caso, esta labor será llevada a cabo por la securitizadora, bajo una estructura de outsourcing de sistemas y procedimientos contratados con ACFIN, una entidad independiente especializada en la administración de cartera.

Las interfases de sistemas entre el administrador primario y ACFIN, en cuanto a la generación de información periódica de remesas y cuadratura de cartera, se encuentran descritas detalladamente en un manual de procedimientos.

ACFIN Administradora de Activos Financieros

Feller Rate evalúa a ACFIN en su calidad de administrador de activos, calificando a la institución en un nivel *Más que satisfactorio*. Ello obedece a la buena estructuración de sus procedimientos y controles, el alto grado de automatización de sus procesos y el buen apoyo tecnológico.

Los servicios que brinda ACFIN son: administración directa de activos (*Primary Servicing*), administración de carteras de activos (*Master Servicing*) y administración de securitizaciones (*Trustee*).

Como administrador maestro del patrimonio separado, ACFIN será responsable de la supervisión continua de la gestión del administrador primario. Además, como parte de sus funciones, informará sobre el desempeño de la cartera a los entes relacionados (securitizadora, inversionistas, clasificadores de riesgo, entre otros). También asegura el respaldo de la información en sistemas.

Cabe mencionar que ACFIN participa, prestando este tipo de servicios, en más del 60% de las securitizaciones de carteras de activos realizadas a la fecha en el mercado local. En especial, la entidad participa bajo este mismo esquema operativo en las cuatro securitizaciones de créditos sociales vigentes en el mercado.

PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

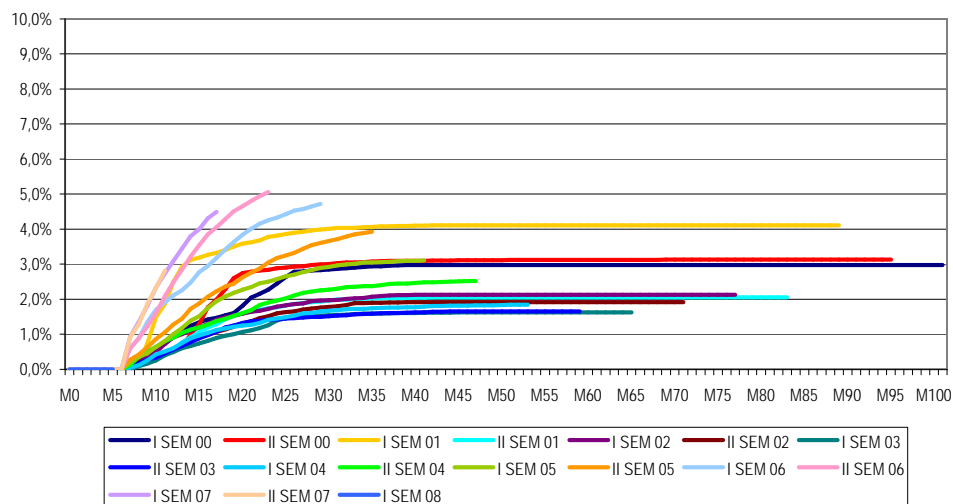
La metodología de Feller Rate considera ajustes a la cartera de activos, de modo de reflejar sus pérdidas potenciales ante una eventual crisis económica. La magnitud de la crisis es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo. Así, los supuestos correspondientes a un escenario AAA son más exigentes que para uno AA. A su vez, los asociados a un escenario AA son más exigentes que para un escenario A.

En esta operación, el originador proporcionó información histórica de su cartera global, así como para los segmentos de trabajadores y pensionados, para un periodo de 8 años. De acuerdo a esta información, se estimó la tasa de incumplimiento y el rendimiento de la cartera a ser securitizada en un escenario base. Como estimador de incumplimientos de la cartera se utilizó el tramo de morosidad de más de 180 días para ambos segmentos. En el gráfico siguiente se presenta la evolución del estimador para camadas semestrales de originación para cada segmento.

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

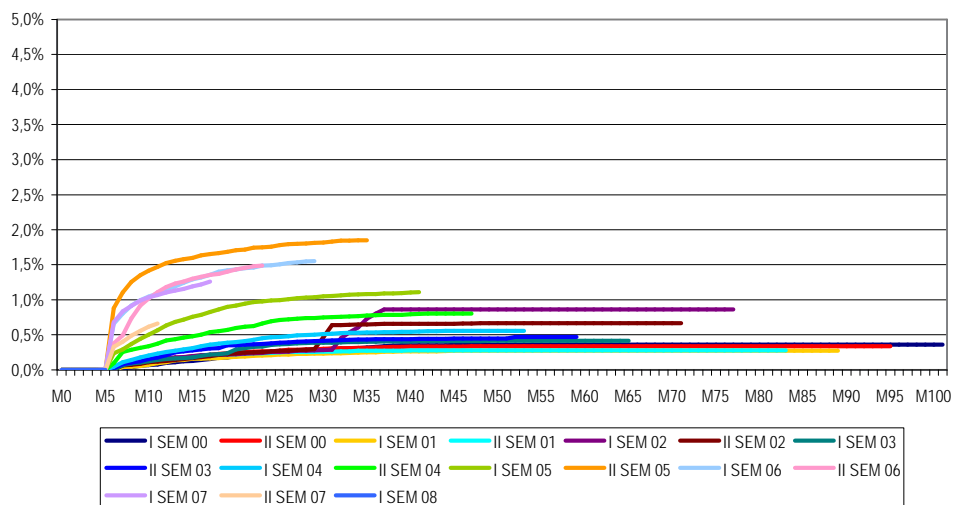
Estimador de default para Trabajadores

(Camadas semestrales de mora mayor a 180 días)



Estimador de default para Pensionados

(Camadas semestrales de mora mayor a 180 días)



Las curvas de trabajadores muestra mayores niveles de morosidad en las camadas originadas a partir del primer semestre de 2006. Ello obedece, en parte, a un cambio en la estrategia de la entidad para abordar este segmento, aumentando su exposición en empresas de mayor riesgo. Dado el actual escenario económico, la entidad proyecta mantener su volumen de créditos y enfocarse en aquellas empresas con menor riesgo.

Con todo, este deterioro crediticio es consistente con lo observado en la industria, que enfrenta escenarios más competitivos, junto con cambios regulatorios que se han traducido en una mayor exposición crediticia.

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

En el segmento de pensionados las curvas de más reciente originación muestran un cierto deterioro. No obstante, los niveles son bajos y obedecen mayormente a fricciones operativas.

La evolución del rendimiento de la cartera es consistente con lo observado en la industria. Hacia fines de 2008, conforme la coyuntura de tasas, el rendimiento aumenta llegando a niveles en torno al 3% y 2,6% mensual para pensionados y trabajadores, respectivamente. En tanto la tasa promedio para los últimos seis años está en torno a 1,9% y 1,8% para pensionados y trabajadores, respectivamente.

De acuerdo a esta información, se estimó un escenario base de comportamiento de la cartera a ser securitizada. A los niveles determinados en este escenario base, se aplicaron multiplicadores por categoría de riesgo. La magnitud de los multiplicadores es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo buscada. En efecto, el estrés de incumplimiento aplicado para una categoría AA fue de 4 veces el escenario base estimado, en tanto para un nivel BBB, de 2,5 veces.

Asimismo, se estimaron los diversos componentes de gastos para cada período: auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, clasificadores de riesgo, custodia de activos, administración de cartera, gastos de emisión y otros. La evaluación implicó ajustes a los precios pactados por los servicios, de manera de reflejar valores de mercado sostenibles en el tiempo.

En consecuencia, los niveles de los parámetros de crisis asignados a la cartera son:

Supuestos para la Clasificación de Riesgo de los Bonos Series 14A y 14B

Variable	Serie 14A	Serie 14B
Incumplimiento	12%	7,5%
Timing de la pérdida	Primeros 12 meses	Primeros 12 meses
Rendimiento de la cartera	Disminuido en un 35%	Disminuido en un 25%

El nivel de incumplimiento exigido a la cartera considera una cartera conformada en un 50% por trabajadores y 50% en pensionados, y la limitación de la exposición en empresas intermediarias de los pagos, definidas en la estructura de la transacción.

El escenario de *stress* considera la existencia del Fondo Boleta de Garantía exigido para cubrir el riesgo de fungibilidad de los fondos en caso de reemplazo del administrador primario, de acuerdo a su historial de concentración de recaudaciones, al desfase en la entrega de éstas al patrimonio separado y la tasa de pago definida para la cartera. Asimismo, incorpora el fondo de intereses, correspondiente a un trimestre, definido en la estructura de emisión.

El escenario de estrés también considera proyecciones de los plazos contractuales y prepagos del portafolio, que se describen más adelante en el ítem de sensibilizaciones.

Flujos de caja

Con los resultados del cuadro anterior, se proyectaron flujos de caja considerando activos promedio. La metodología de Feller Rate requiere para bonos de securitización que los flujos proyectados de ingresos de los activos, netos de pérdidas y gas-

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

tos, sean capaces de soportar en cada periodo, los egresos generados por el pago bonos. Esto debe cumplirse no sólo para los flujos estimados en condiciones normales, sino también para los esperados en condiciones de crisis, incluyendo situaciones de prepagos voluntarios.

Sobre la base de las tablas de desarrollo, se proyectaron los flujos de servicio de los bonos. Para verificar si la estructura soporta su pago, se compararon los flujos netos de cartera fallida y gastos y los flujos de los bonos y:

- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficits del período;
- Se proyectó el comportamiento del excedente acumulado o fondo de reserva sobre la base de: la reserva del período anterior; la rentabilidad proyectada de esa reserva y los excedentes del período.

En general, para alcanzar una determinada clasificación, la estructura de activos y pasivos debe implicar que siempre se pueda cumplir con los resguardos del contrato de emisión. Esto es, en el caso específico de la emisión en análisis, que el fondo de reserva siempre debe ser positivo.

El pago de todos los cupones de la serie 14A se realiza cabalmente en un escenario AA, en tanto para serie 14B en un escenario BBB. La serie subordinada 14C fue estructurada sin mayor estrés y, en consecuencia, su clasificación es C.

Bonos

La emisión de bonos es por un monto total de MMS\$ 60.000, dividido en tres series. El pago del primer cupón será el 1 de noviembre de 2009 para las series 14A y 14B. Los intereses se devengan a partir del 1 de agosto de 2009. Los pagos de la serie 14A preferente serán trimestrales, con 15 periodos de gracia para el capital, en tanto, la serie 14B tendrá 38 periodos de gracia para el capital. La serie 14C subordinada no devenga intereses y se pagará un trimestre después del vencimiento de los títulos de deuda 14A y 14B.

Características de los bonos

Serie	Serie 14A	Serie 14B	Serie 14C
Proporción	88,0%	4,5%	7,5%
Monto (MM\$)	52.800	2.700	4.500
Monto por título (MM\$)	20	10	4.500
Número de títulos	2.640	270	1
Tasa emisión (anual)	7,5%	9,0%	0%
Plazo (trimestres)	39	39	40
Periodo de gracia intereses (trimestres)	0	0	-
Periodo de gracia capital (trimestres)	15	38	39
Pagos	Trimestrales	Trimestrales	1 pago al vencimiento series 14A y 14B
Rescates	Contempla	No Contempla	No Contempla

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

Sensibilizaciones

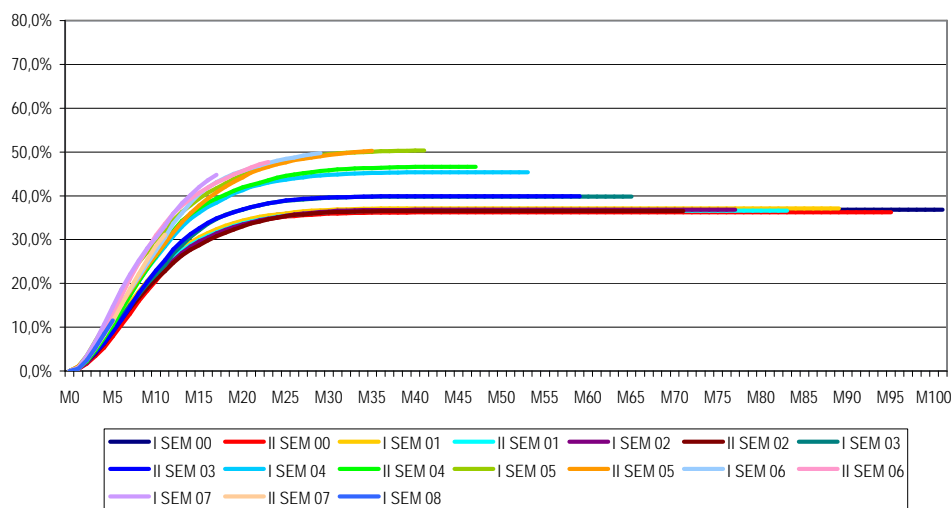
Los flujos de caja resultantes se sensibilizaron ante distintas situaciones de prepagos voluntarios de activos (incluso en situaciones de crisis severa), simulando el mecanismo de rescate de bonos contemplado en el contrato de emisión. Dadas las estimaciones de riesgo crédito, el riesgo de prepagos masivos de créditos se encuentra mitigado.

La inmunización respecto del prepagos adquiere relevancia, dadas las estadísticas históricas del portafolio y el sistema de operativo de recolocación de créditos empleado por el originador.

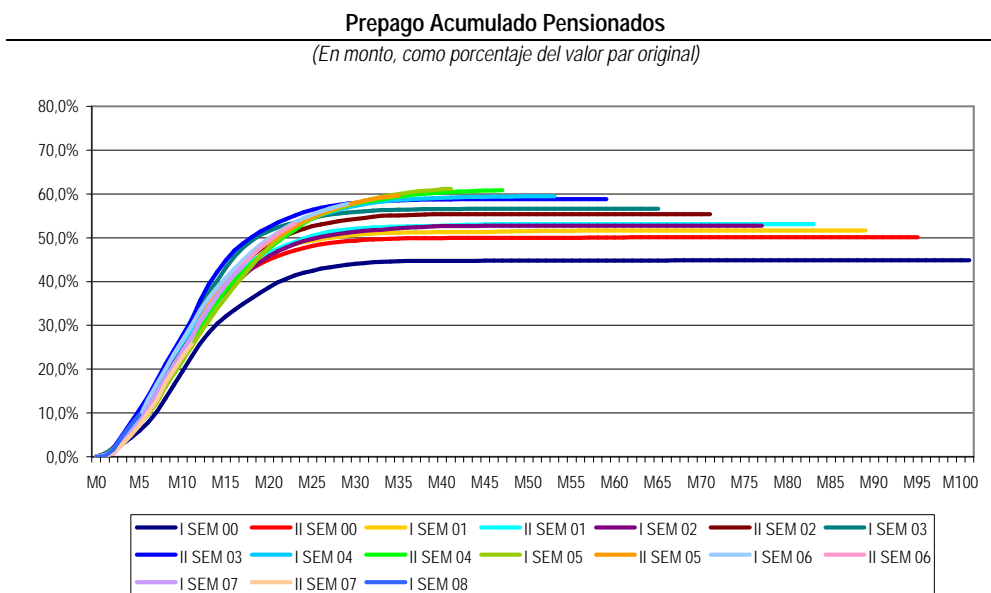
En el siguiente gráfico se presenta la información histórica de prepagos en base a camadas semestrales de la C.C.A.F. Los Héroes, para ambos segmentos a partir del año 2000. En general, las operaciones presentan un alto nivel de prepagos producto de renegociaciones. De acuerdo a los procedimientos y sistemas manejados por la entidad, cada cliente tiene sólo un crédito asociado, de manera que cuando los deudores solicitan un segundo crédito se rebaja el anterior y se consolida la deuda. De los niveles de prepagos observados en los gráficos, aproximadamente el 65% corresponde a renegociaciones.

Prepagos Acumulados Trabajadores

(En monto, como porcentaje del valor par original)



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



Los pensionados muestran mayores niveles de prepago, producto de la mayor competencia en este segmento, que provoca una gran movilidad de los deudores entre las distintas cajas o el refinanciamiento por parte de la misma caja para evitar la pérdida del cliente.

Además de todos los gastos indicados en el contrato de emisión que corresponde solventar al patrimonio separado, en los escenarios definidos, se consideró un monto anual para imprevistos. Por otra parte, dado que los gastos del patrimonio separado están pactados en UF, las sensibilizaciones incorporaron *stress* inflacionario.

Feller Rate sometió los flujos a diversas pruebas de *stress*, sensibilizando las siguientes variables:

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

Las sensibilizaciones de plazos adquieren relevancia por la tendencia que está mostrando la cartera del originador. Éstas se realizaron tomando en cuenta el perfil de plazos de la cartera global del originador y el portafolio ya securitizado por éste. El plazo residual promedia en torno a 30 meses, en tanto la estructura soporta un estrés que duplica este nivel.

Al realizar estos ejercicios, se obtuvieron resultados aceptables de acuerdo a la categoría de riesgo asignada a las series 14A y 14B. En un escenario con mínimo *stress*, es improbable el pago cabal de la serie subordinada.

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

ASPECTOS LEGALES

La operación es la primera dentro de un programa de dos o más emisiones, al amparo del artículo 144 bis de la Ley de Mercado de Valores, que exige la constitución de una escritura pública general que contenga todas las cláusulas generales aplicables a todas las emisiones y otra que considere las condiciones específicas de la emisión.

El mencionado artículo permite la absorción de futuros patrimonios separados por parte del inicialmente formado, bajo ciertas condiciones. A saber, que se hayan cumplido los requisitos establecidos en la escritura pública general y que el resultado de la operación no desmejore el grado de inversión vigente de los títulos emitidos por el patrimonio separado absorbente.

La escritura general y especial contemplan la mayor parte de las consideraciones tratadas en este informe. Entre otros, la escritura general establece: las contrapartes que prestan servicios a los patrimonios separados, los costos asociados a éstos, sus funciones y la posibilidad de su reemplazo, incluido el procedimiento para llevarlo a cabo; una descripción general del perfil de activos; y las condiciones para que el representante de tenedores otorgue el certificado de entero de activos y/o de incorporación o absorción de patrimonios separados. En tanto, la escritura especial define: las características particulares de los activos y de los bonos.

En particular, la escritura general establece las condiciones que rigen la fusión de patrimonios separados. Esto, entre otros, respecto de prepagos anticipados de las series preferentes, prepagos acelerados de las series preferentes y sus gatillos de aceleración, reparto de excedentes de las series subordinadas, prelación de pagos entre series de bonos, abonos de saldos de precio, gastos máximos del patrimonio fusionado, destino de ingresos netos de caja y periodos de nuevas adquisiciones de cartera.