



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

EF Securitizadora S.A. Décimo Patrimonio Separado

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

ANALISTAS:

Savka Vielma Huaiquiñir
Ignacio Muñoz Quezada
savka.vielma@humphreys.cl
ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA
Junio 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
Bonos securitizados:	
Bono Series A y B	AA
Bono Series C	C
Tendencia	Estable
EEFF base	--

Número y fecha de Inscripción de emisores de deuda	
Bono Serie A (BBEFS-PS10A)	En proceso de inscripción
Bono Serie B (BBEFS-PS10B)	En proceso de inscripción
Bono Serie C (BBEFS-PS10C)	En proceso de inscripción

Datos básicos de la operación	
Identificador Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N° 10
Activos de Respaldo	Derecho sobre flujos de pago y créditos
Originador / Administrador	Inversiones y Tarjetas S.A. (filial de Empresas Hites S.A.)
Administrador Maestro	Administrador de Activos Financieros S.A. (ACFIN)
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características de los activos	Créditos por ventas y por avances en efectivo, que tienen su origen en ventas realizadas por el originador, que constan de <i>vouchers</i> que pueden ser físicos o electrónicos.

Características de las series de bonos				
Serie	Descripción	Valor nominal original (M\$)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
PS10A	Preferente	8.751.415	9,45%	30-06-2028
PS10B	Preferente	61.016.160	9,45%	31-12-2029
PS10C	Subordinada	47.031.730	0,00%	30-06-2030

Opinión

Fundamentos de la clasificación

El **Décimo Patrimonio Separado** de **EF Securitizadora 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 compuesta de flujos de pago y créditos provenientes de las ventas y avances en efectivo realizadas por el originador, Inversiones y Tarjetas S.A. (en adelante Inversiones y Tarjetas), que se respaldan en pagarés y/o vouchers físicos o electrónicos de transacciones efectuadas por los tarjetahabientes de dicha empresa.

Inversiones y Tarjetas forma parte de Empresas Hites S.A., constituida en 1978, que tiene como objetivo principal la emisión de tarjetas de crédito y comprende el desarrollo, colocación, comercialización y administración de créditos comerciales.

La clasificación de riesgo asignada en "Categoría AA" para los bonos series A y B preferentes del **Décimo Patrimonio Separado** de **EF Securitizadora**, responde al alto nivel de sobre colateral que mantiene la operación, considerando las características propias de los activos (crédito de Hites a sus clientes). En efecto, la relación entre activos y bonos preferentes, en términos de saldo insoluto, asciende a la 1,6 veces, teniéndose, además, el beneficio del exceso de *spread* (tasa activa muy superior a tasa pasiva); todo ello, para una cartera de crédito con saldo vigente hasta 180 días que ha presentado una mora sobre 90 días de 8,4% en promedio y 3,2% de desviación estándar.

Dado lo anterior, de acuerdo con el modelo de evaluación dinámico de **Humphreys**, la probabilidad de *default* para los tenedores de los bonos series A y B no supera el 0,58% (con una pérdida esperada del orden del 0,019%). En la práctica, se estima que en un escenario económico negativo y severo, que implique, además, la interrupción de las operaciones comerciales de Hites, la recaudación de las cuentas por cobrar sería suficiente para el pago íntegro y oportuno de los bonos preferentes, al margen del fuerte deterioro que experimentaría el valor de los activos.

En paralelo, esta clasificación se justifica por 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, incluso, sin la participación de Hites.

En particular, la clasificación de los bonos preferentes en "Categoría AA" se sostiene en:

1. Un sobrecolateral de 60% sobre el saldo insoluto de los bonos preferentes, que permitiría cubrir eventuales incumplimientos de los responsables de los pagos de los créditos otorgados por el originador, cedidos al patrimonio separado; y 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 en la colocación de los bonos subordinados para fortalecer la liquidez del patrimonio separado los cuales permiten cubrir tres meses de gastos de operación y un 37% del

pago de cupón de interés más próximo, según indica la tabla de desarrollo de los bonos. Posteriormente, se van provisionando por toda la vida del bono.¹

3. El establecimiento de una estructura que exige al originador instruir a sus medios de pago (excepto Transbank²) modificar la cuenta corriente donde remesan todos los flujos de los contratos originados por Inversiones y Tarjetas 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 a cada serie, permitiendo sensibilizar los distintos escenarios en los que se podría acelerar el pago de la deuda (ver acápite Modelo Dinámico). Cabe destacar, que la transacción implica que al patrimonio separado se le cederán cuentas por cobrar de deudores con una antigüedad superior a tres meses o que el deudor tenga, al menos, una cuota pagada³; en este sentido, la cartera crediticia que respalda el pago del bono presenta una pérdida esperada inferior a la cartera total del originador.

Por su parte, el bono C subordinado se clasifica en “Categoría C” por cuanto el servicio de sus intereses y 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 con valor del pasivo.

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 como “*Estable*”.

¹ Revisar sección: Activos del patrimonio separado.

² Revisar sección: Esquema operativo de la transacción.

³ Según las condiciones descritas en el acápite: Activos del patrimonio separado

Definición categorías de riesgo

Categoría AA

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

Categoría C

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

Tendencia Estable

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

Características de la operación

El **Décimo Patrimonio Separado** se conforma en el marco del artículo 132 de la Ley de Valores referente a sociedades securitizadoras, las cuales son formadas con la sola intención de adquirir cuentas de activos y emitir instrumentos de deuda de corto o largo plazo respaldados por dichos activos. Estas cuentas de activos son definidas con flujos existentes o flujos futuros, referentes a obligaciones de pagar dineros relacionados con la compra de bienes o servicios. Cada emisión hecha por la sociedad securitizadora conformará un patrimonio separado, el cual es mantenido en forma independiente de los activos generales de la sociedad securitizadora.

De acuerdo con la normativa vigente, en cada contrato de emisión, las cuentas de activos que respaldan dicha emisión serán descritas y, en caso de ser aplicables, definidas individualmente puesto que ellas conformarán un patrimonio separado de la sociedad securitizadora. La sociedad securitizadora estará obligada a crear un registro electrónico especial, el que será conservado por un notario público por cada patrimonio separado creado. La sociedad securitizadora no tiene autorización de preñar, comprometer o vender ningún 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 — en este caso EF Securitizadora, Inversiones y Tarjetas o Empresas Hites— responde con su capital en caso de insolvencia del patrimonio separado.

Activos del patrimonio separado

Los activos que conforman el presente patrimonio separado están compuestos por créditos y sus respectivos flujos de pago que tienen origen en las ventas y avances en efectivo realizadas por Inversiones y Tarjetas en la red de multitiendas Hites y comercios afiliados no relacionados. Los clientes del originador pueden realizar compras al crédito y/o avances en efectivos cuyas transacciones quedan respaldados en contratos de afiliación y pagarés o *vouchers* físicos o electrónicos.

Estas operaciones, según los criterios de elegibilidad, serán transferidas al patrimonio separado hasta cubrir el sobrecolateral mínimo de la operación, el que queda establecido en 1,6 veces. En paralelo, se traspasarán los contratos de apertura de crédito de los clientes o deudores, los cuales quedarán en custodia de Tecnoback⁴ por encargo del emisor.

La estructura de operación implica que una vez que el patrimonio adquiere los flujos de pago y crédito o respecto a los clientes seleccionados (según criterio de elegibilidad), éstos se nominarán con el propósito que en las adquisiciones posteriores se hagan preferentemente respecto a otros deudores. Si estos flujos de pago y créditos no fueran suficientes para mantener la cartera mínima exigida, la securitizadora tendrá que seleccionar otros clientes que cumplan con los criterios de elegibilidad establecidos hasta completar dicho valor.

Los criterios de elegibilidad establecidos se resumen en la Tabla 1.

Adicionalmente, el **Décimo Patrimonio Separado** considera criterios de priorización de acuerdo con las reglas establecidas de la composición de la cartera y los requisitos de elegibilidad. Estos se resumen en la Tabla 2.

Tabla 1: Criterios de elegibilidad de la cartera

Criterio	Valor
Originador	Inversiones y Tarjetas S.A. (filial de Empresas Hites)
Cuotas	Fijas
Moneda	Pesos chilenos
Antigüedad del deudor	Mínimo tres meses o al menos una cuota pagada del crédito*
Mora vigente	Mínimo un 62,5% de cartera debe ser no repactada y con mora menor o igual a 30 días. 37,5% con mora menor a 180 días.
Condición*	Si no hay cartera suficiente para cumplir con 62,5% con clientes que tengan mora menor a 30 días, es posible elegir clientes con al menos una cuota pagada, tal que no supere el 7% de 62,5%.
Repactaciones	Máximo 30% de la cartera requerida.
Estado	Persona viviente

⁴ Empresa de servicio de documentos electrónicos con respaldo legal

Tabla 2: Criterios de priorización

Criterio	Variable	Valor
Días de mora	A	A ₁ (al día) a A ₁₈₁ (180 días)
Antigüedad del Cliente	B	B ₁ (más antiguo) a B _n (menos antiguo)
Cantidad de Cuotas Pagadas	C	C ₁ (máximo) a C _n (mínimo)

En consecuencia, la manera de priorizar la elegibilidad de la cartera sería a través del primer orden de prelación que queda definido como $A_1 > B_1 > C_1$, correspondiente a aquel crédito al día, con mayor antigüedad y mayor número de cuotas pagadas. Posteriormente, se elegiría el crédito que cumpla con $A_1 > B_1 > C_2$, y así sucesivamente.

Tal como se mencionó anteriormente, se establece una razón de cobertura mínima (RCM) de 1,6 veces. Esta razón queda establecida como el cociente entre la cartera vigente (valorizadas a TIR de originación), más la caja disponible menos el fondo de gastos (descrito más adelante), sobre el saldo insoluto de la serie preferente más los intereses devengados, más los gastos devengados que no hayan sido cubiertos por el fondo de gastos. En caso de que los créditos sean insuficientes para completar dicha relación, se tolerará excepcionalmente una relación de cobertura de 1,472 veces por un máximo de tres semanas consecutivas.

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

1. **Fondo de Gastos:** recursos que provienen del pago del precio de colocación de los bonos subordinados. Su valor inicial equivaldrá a la suma, en pesos chilenos, de los gastos de estructuración y colocación de los bonos, gastos en que deba incurrir el patrimonio separado durante los primeros tres meses y el monto equivalente al impuesto de timbres y estampillas. Con posterioridad, este fondo estará compuesto por recursos que correspondan a los gastos anuales devengados por el patrimonio separado, los que serán depositados semanalmente en razón de 1/52.
2. **Fondo de Intereses:** recursos que provienen del pago de precio de colocación de los bonos subordinados. Su valor inicial equivaldrá a \$ 800 millones. Luego, el fondo se integrará semanalmente de recursos provenientes del flujo de la operación, a razón de 1/24 del valor del cupón de interés más próximo. Este fondo no podrá exceder la suma de cupones de intereses que resten hasta el vencimiento de los bonos preferentes.
3. **Fondo de Amortización:** en un inicio, este fondo se constituirá semanalmente con los recursos provenientes del flujo de la operación, a partir de 13 semanas antes del pago de cada cupón de amortización, a razón de 1/12 del pago de capital más cercano. A partir de la primera semana de diciembre de 2026, el fondo se integrará con razón 1/24 del cupón de amortización más próximo. Este fondo no podrá exceder la suma de cupones de capital que resten hasta el vencimiento de los bonos preferentes.
4. **Fondo de Reposición:** este fondo se crea para completar en dinero la razón de cobertura mínima en los casos en que el originador no tenga suficientes créditos que cumplan con los requisitos de composición de la cartera. Se integrará el fondo semanalmente con los montos recaudados necesario para cubrir la RCM.
5. **Fondo de Rescate Voluntario:** se integra de recursos provenientes de los fondos anteriores, en la medida que se deba realizar un rescate voluntario. Esto ocurre si el fondo de reposición supera los

\$ 3.000 millones por tres periodos consecutivos y no hay suficientes créditos para ceder, o el originador deja de ceder créditos a través de cesiones de *revolving*.

6. **Fondo de Rescate Obligatorio:** se forma tras la aprobación de un rescate obligatorio por la junta de tenedores de bonos. Los recursos provienen de la suma de los fondos anteriormente mencionados, descontado los gastos devengados no pagados por el patrimonio separado.
7. **Fondo de Excedentes:** se constituirá 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, en este caso, a Inversiones y Tarjetas S.A.

Los montos de los fondos de Gastos, Intereses, Amortización, Reposición y Rescate Voluntario deben invertirse exclusivamente en instrumentos financieros con al menos dos clasificaciones de riesgo independientes. Estos instrumentos incluyen títulos emitidos por la Tesorería General de la República o el Banco Central de Chile, depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras, letras de cambio emitidas por bancos e instituciones financieras, así como cuentas corrientes en bancos con clasificación de riesgo de al menos N-1. Las inversiones deben cumplir con ciertas clasificaciones mínimas, excepto para los instrumentos respaldados por garantía estatal. Además, los instrumentos en que se inviertan estos fondos deben denominarse en UF o pesos chilenos. Respecto a los fondos de Intereses, Amortización y Gastos, los instrumentos en que se inviertan los recursos deben tener un plazo de vencimiento que permita disponer de los recursos en forma oportuna para los próximos pagos de los cupones de los bonos. Los intereses generados por estas inversiones se distribuyen entre los fondos según el orden de prelación establecido.

Pasivos del patrimonio separado

El **Décimo Patrimonio Separado** podrá emitir un monto nominal de títulos de deuda de \$ 116.799 millones. Los títulos de deuda se emitirán en tres series que se denominan: serie A o preferente, por un monto nominal de \$ 8.751 millones, serie B o preferente, por un monto nominal de \$ 61.016 millones, y la serie C o subordinada, por un monto nominal de \$ 47.032 millones.

El interés devengado de las series A y B preferentes corresponde a 9,45% anual sobre el saldo insoluto, mientras que la serie subordinada C no devengará interés.

La serie A se divide en ocho cupones semestrales, donde los primeros cuatro corresponderían a pago de interés y los cuatro restantes serían intereses y amortización de capital. Por su parte, la serie B se divide en once cupones, donde el primero correspondería a pago de interés, mientras que los diez restantes serían pago de interés más amortización. Por último, la serie C subordinada tendrá solo un pago de amortización una vez se haya realizado la totalidad de las obligaciones emanadas de las series A y B preferentes.

Prepagos acelerados

La serie preferente podrá ser prepagada de forma acelerada en caso de ocurrencia de los eventos descritos en el contrato de emisión de los bonos, previa aprobación de la junta de tenedores de los títulos preferentes. Los eventos considerados son los siguientes:

1. Si el originador enfrentase procedimientos de insolvencia, cesación de pagos, disolución, liquidación, intervención judicial o reorganización concursal, según la Ley 20.720 u otras leyes de

insolvencia aplicables, y no se resuelvan en los 30 días siguientes. Esto incluye la solicitud de designación de un liquidador o funcionario similar, la cesación de pagos, el reconocimiento de incapacidad para pagar deudas, la cesión de bienes a acreedores, o la iniciación de procedimientos de liquidación o reorganización. También, si el originador o sus entidades relacionadas buscan reestructurar, extender o reorganizar sus deudas a través de acuerdos con sus acreedores.

2. Si la relación entre los créditos cedidos al patrimonio separado con mora entre 91 a 120 días y el total de estos superan el 4% durante tres fechas de medición mensual consecutivas.
3. Si el promedio móvil trimestral de la relación entre la tasa de pago de la fecha de medición mensual anterior y la fecha de medición mensual actual, comparada con el total de los créditos cedidos al patrimonio separado en la fecha de medición mensual anterior, es inferior al 10% durante dos meses consecutivos o inferior al 7% en cualquier medición mensual.
4. Si la relación entre el valor de los créditos repactados pertenecientes al patrimonio separado y el valor total de la cartera supere el 30% durante dos fechas de medición mensual consecutivas.
5. Si el promedio móvil trimestral de la relación entre las repactaciones de créditos del patrimonio separado y los créditos de propiedad del originador realizadas entre la fecha de corte actual y la fecha de corte inmediatamente anterior, y el saldo vigente de créditos totales del originador al inicio de ese período, supera el 5,5%.
6. Si el originador no cumple con las siguientes obligaciones establecidas en el contrato marco, y no subsane dicho incumplimiento dentro de los dos días hábiles posteriores a la notificación de la securitizadora:
 - a. Enviar instrucciones irrevocables a los medios de pago para depositar todos los montos recaudados en las cuentas designadas.
 - b. El originador se obliga a depositar diariamente a las cuentas del **Décimo Patrimonio Separado**, durante el tiempo en que los medios de pago no hayan comenzado a remesar a las cuentas del patrimonio separado directamente.
 - c. Mantener vigentes las instrucciones de *cash pooling* para transferir fondos desde las cuentas restringidas de BCI⁵ a las cuentas recaudadoras del patrimonio separado.
 - d. Remesar los montos recaudados en las cuentas restringidas BCI a la cuenta del patrimonio separado.
 - e. Depositar en las cuentas recaudadoras cualquier otro monto recaudado por el originador o sus partes relacionadas (incluyendo efectivo recaudado en tiendas asociadas a Hites).
7. Si el originador no cumple con las siguientes obligaciones establecidas en el contrato marco, y no subsane dicho incumplimiento dentro de los 15 días hábiles posteriores a la notificación de la securitizadora:
 - a. Cobrar y recaudar todos los montos adeudados de los créditos cedidos, tanto judicial como extrajudicialmente, con el mismo cuidado que los créditos del originador.
 - b. Dentro de cinco días suscribir o que sus partes suscriban una modificación de los contratos de recaudación.
 - c. Que, a más tardar el 5 de julio de 2024, cada uno de los medios de pago deposite los montos recaudados a las cuentas del patrimonio separado.

⁵ Descrito en la sección Esquema operativo de la transacción.

8. Si el originador incumple la prohibición de enajenación o constitución de gravámenes sobre los bonos subordinados.
9. Si el originador incumpliere otras obligaciones de hacer y de no hacer descritas en el contrato marco y no subsane dicho incumplimientos en el tiempo pactado (especificado en la cláusula décima 10.1.5 del contrato de emisión del bono).
10. Si alguna declaración o garantía del originador en el contrato marco resulta ser falsa, inexacta o incompleta, y no se corrige dentro de quince días hábiles bancarios desde la notificación del incumplimiento por parte del patrimonio separado.
11. Si el originador impugna la validez de los documentos de la transacción, desconoce sus obligaciones, o los documentos se vuelven inválidos o no ejecutables por cualquier motivo.
12. El incumplimiento del contrato de crédito entre Hites y BCI que altere el *cash pooling* a las cuentas del patrimonio separado.

Esquema operativo de la transacción

Inversiones y Tarjetas S.A. proporciona tarjetas de crédito a los clientes que se unen al sistema de la “Tarjeta Hites”. Estas generan cuentas por cobrar respaldadas por *vouchers* y/o pagarés, resultantes de las operaciones de compra y/o avances.

El **Décimo Patrimonio Separado** emite dos series de bonos preferentes, serie A y serie B, que serán pagados a través de un canje de los bonos corporativos de Hites serie C y serie D por un capital equivalente a la dichas series. A su vez, se emite una serie subordinada C que el originador se obliga a adquirir, el que debe ser pagado a través de transferencia bancaria o vale vista y por una porción del precio de cesión inicial.

Hites, a través de Inversiones y Tarjetas, se compromete a entregar inicialmente al patrimonio separado las cuentas por cobrar descritas, y realizar *revolving* de los mismos, durante toda la vigencia de los bonos securitizados, de tal forma de mantener la RCM o una relación de cobertura que se encuentre dentro de los rangos que permite el contrato marco, cuyo precio de compra será financiado por el patrimonio separado con los flujos de recaudación de los créditos originalmente adquiridos. Adicionalmente, el originador se compromete a sustituir aquellos créditos que no cumplan los criterios establecidos.

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

Por su parte, la recaudación se llevará a cabo de manera interna y externa, es decir, a través de recaudaciones en efectivo en tiendas o comercios asociados a Hites 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 del originador y los depositarán directamente a una cuenta corriente del patrimonio separado. Para aquellos montos recaudados que, luego de verificar al deudor, no pertenezcan al patrimonio separado, se remesarán al originador. Este mecanismo se denomina *cash pooling* en el contrato de emisión.

El mecanismo descrito cuenta con una excepción, que corresponde a los montos recaudados por Transbank, ya que, debido a contratos entre el originador y el Banco de Crédito e Inversiones, deberán ser

remesados diariamente desde una cuenta restringida de dicho banco a la del patrimonio separado todos los montos recaudados por Transbank.

Lo anteriormente descrito se muestra a través de un esquema en la Ilustración 1.

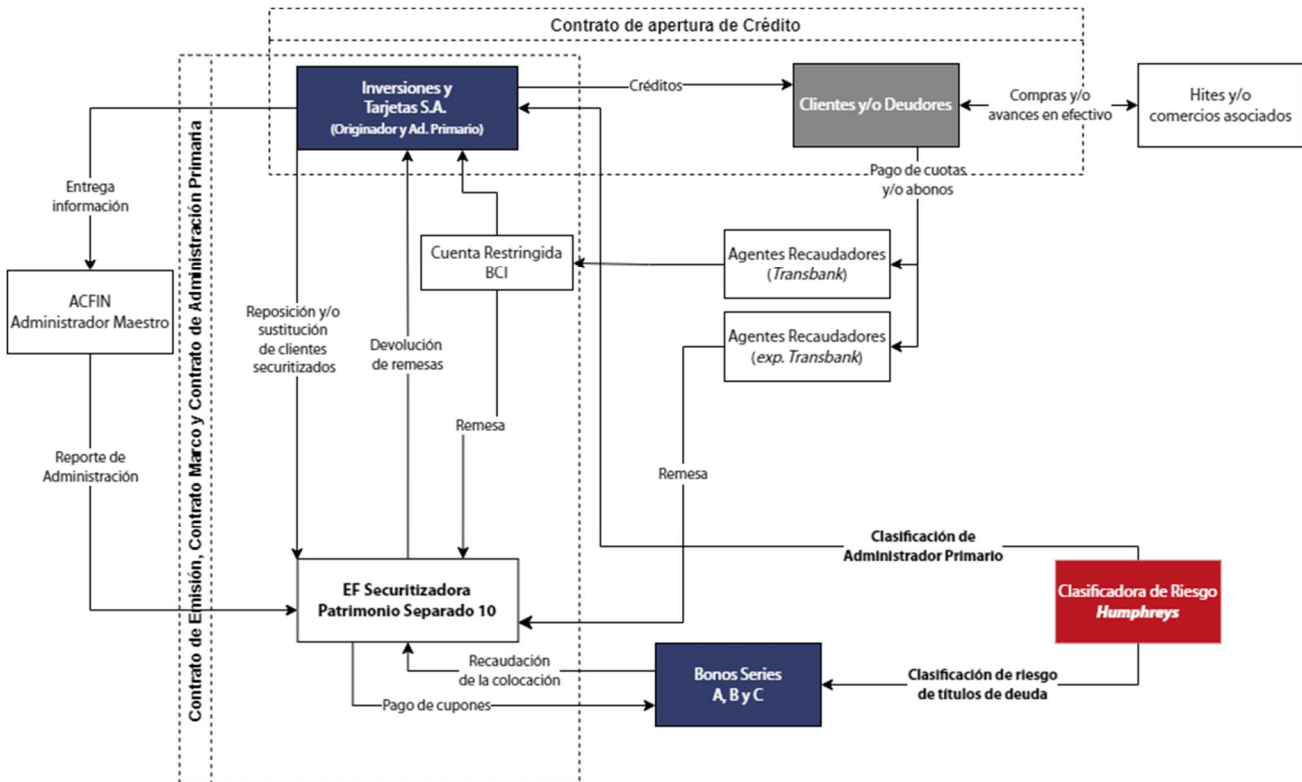


Ilustración 1: Diagrama de la operación

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 eliminado 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 dependen del riesgo de la cartera de activos, por lo tanto, se hace necesarios estimar la pérdida esperada de las cuentas por cobrar bajo régimen normal y, a partir de ello, efectuar sensibilizaciones posteriores. En esta ocasión, para efecto de estimar el nivel de

incumplimiento, se analizó el comportamiento las cuentas por cobrar Hites entre los años 2016 y 2023; asumiéndose como *default*, en un caso, la mora sobre 90 días y, en otro, la morosidad sobre 120 días.

El comportamiento de *default* medido como mora mayor a 90 días sobre saldo insoluto vigente⁶ y mora mayor a 120 días sobre saldo insoluto vigente, muestra una tendencia creciente desde inicios del periodo analizado hasta junio de 2020 donde los indicadores alcanzaron un máximo histórico de 16,57% y 9,31%. Este incremento y posterior baja se ve fuertemente influenciado por una reducción en las colocaciones, misma situación ocurrió en octubre de 2023, tal como se presenta en la Ilustración 3.

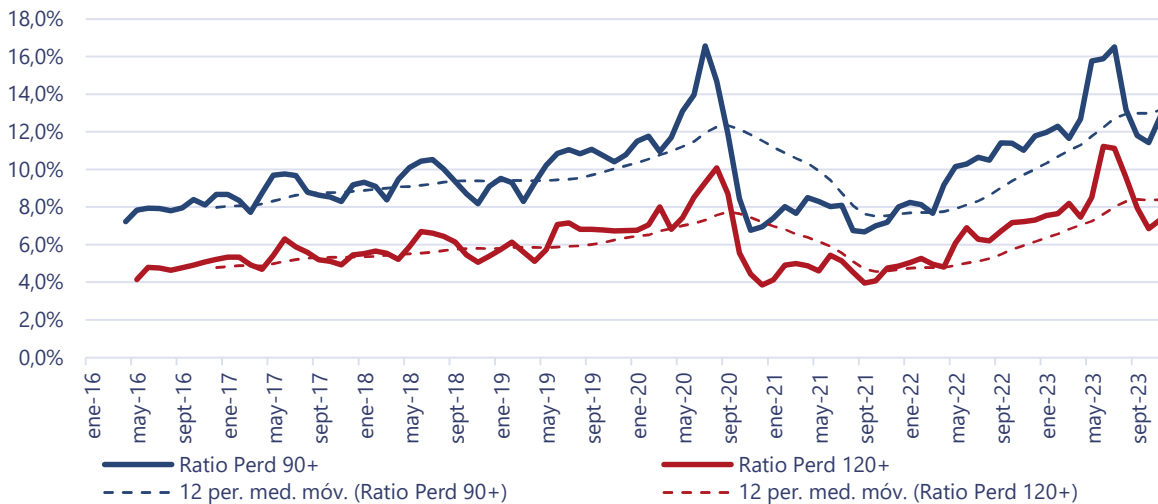


Ilustración 2: Indicador de pérdida en base a comportamiento de la cartera

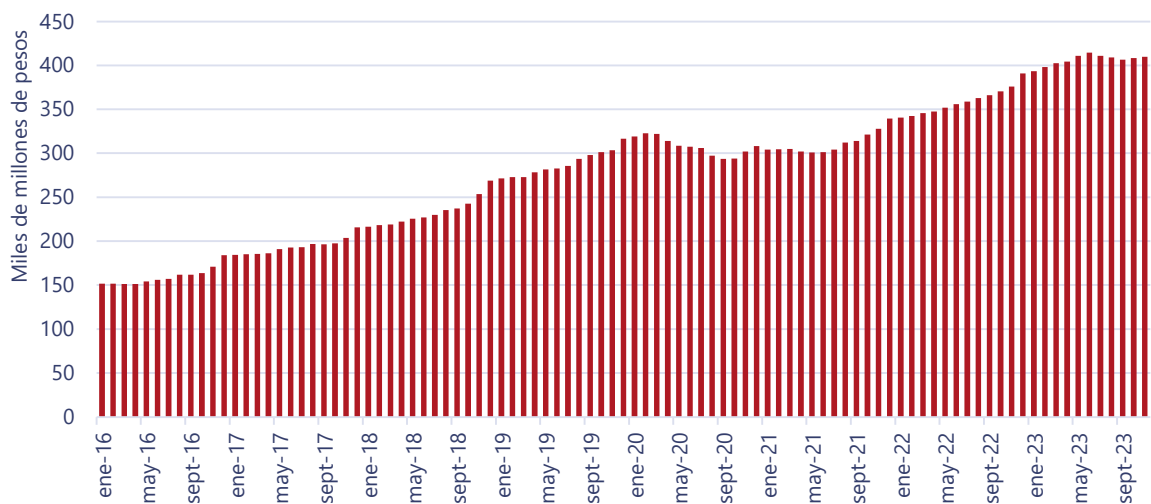


Ilustración 3: Saldo insoluto de créditos vigentes

⁶ Saldo insoluto de cartera al día y con mora hasta 180 días.

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

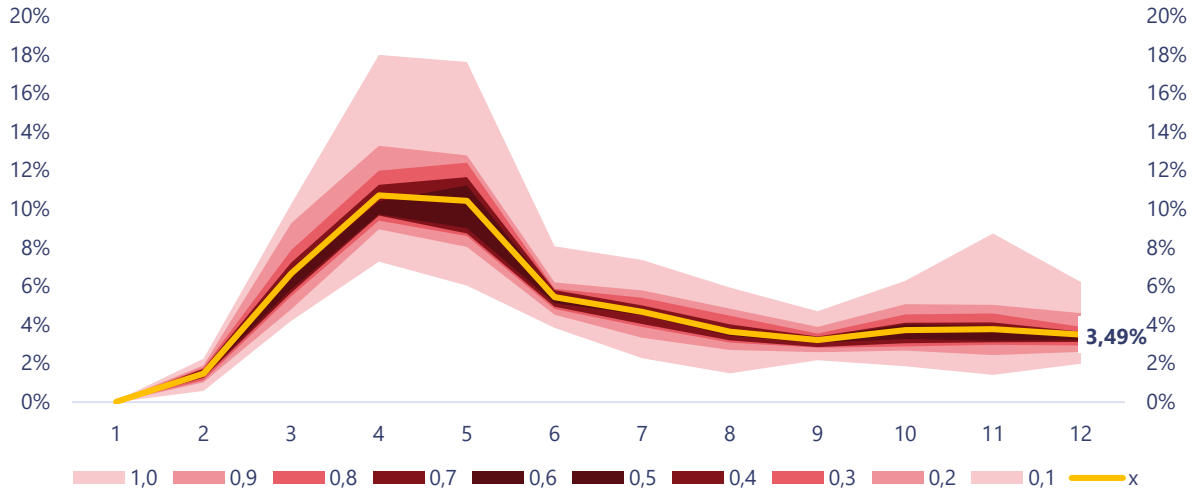


Ilustración 4: Distribución pérdida en base mora 90 días por camada

En la Ilustración 4 se muestra el comportamiento de la pérdida en base a mora de 90 días, el que alcanza un máximo de 18,00% y un mínimo de 7,29% de los créditos originados, al cuarto mes de presentar dicha mora, porcentaje que baja hasta un 3,49% en promedio al doceavo mes. Un patrón similar se observa al analizar por camada la distribución de la pérdida en base mora a 120 días, en el que se alcanza un máximo de 17,2% y mínimo de 6,7% al cuarto mes de presentar mora sobre 120 días y, a partir de ese punto, disminuye progresivamente hasta alcanzar un promedio de 3,07% en el mes doce.

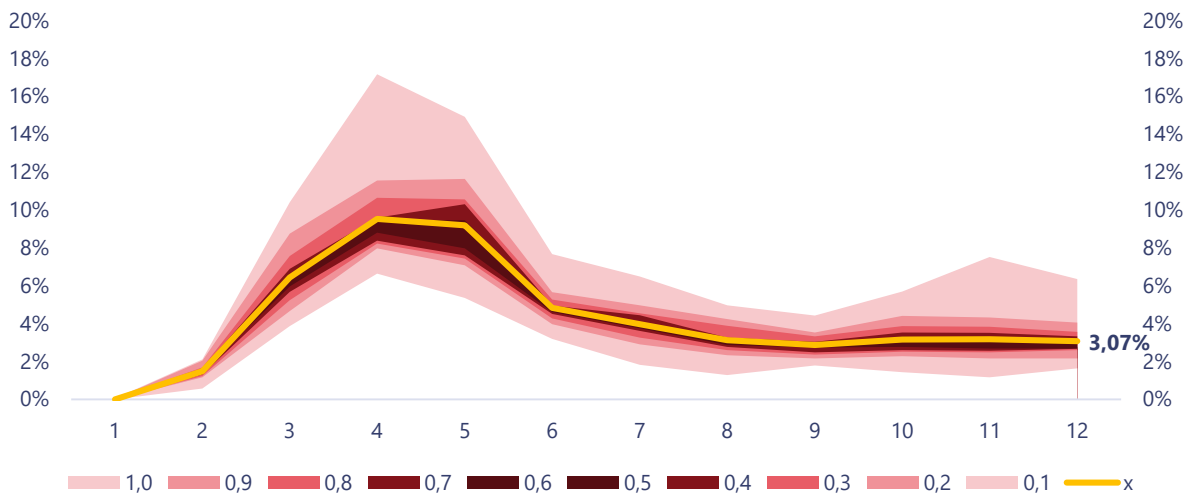


Ilustración 5: Distribución pérdida en base mora 120 días por camada

Aunque desde la mirada conservadora de **Humphreys**, como criterio general se tiende a considerar *default* (efectivo o pérdida) 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.

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, fluctuaría entre 4,64% y 11,64%, dado ello, para efectos del modelo dinámico aplicado por **Humphreys** (método de MonteCarlo) se trabajaría con los siguientes supuestos:

Pérdida Mínima	:	18,54%
Pérdida Máxima	:	46,54%
Pérdida Media	:	25,98%
Distribución Pérdidas	:	Extremo máximo

Cabe señalar que para efecto de la aplicación del modelo dinámico, **Humphreys** incrementa en cuatro veces las pérdidas estimada para las cuentas por cobrar de Hites, esto por cuanto el criterio de evaluación asume que el originador cesa 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 exhibido históricamente por las cuentas por cobrar del originador, la estructura de la operación establece diversas medidas para evitar o minimizar la posibilidad que, en los hechos, el comportamiento de la cartera securitizada muestre una desviación significativa en relación con lo observado al examinarse la data del originador. Estas medidas contribuyen a disminuir la probabilidad que

los activos securitizados alcancen los niveles máximos supuestos en el modelo dinámico de **Humphreys** (y se acerquen a la media); entre ellas, se tienen:

- i) Comprar siempre carteras con el mismo perfil de riesgo, según criterio de elegibilidad definido en Tabla 1. 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 el originador mostrase 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 el originador.
- 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 mora, caída en la tasa de pago y/o incremento en las repactaciones. 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 los flujos de la recaudación lleguen efectivamente al patrimonio separado para que este pague sus obligaciones en forma oportuna y el mantener estándares aceptables la función de cobranza. Para estos efectos, en la presente transacción, entre otras, se incluye:

- 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 pagos (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 cuentas designadas. Lo mismo es aplicable a la recaudación hecha directamente por Hites y a la cuenta restringida que la empresa mantiene con BCI.
- iv) Existen fondos para el pago de intereses, amortizaciones y gastos del patrimonio separado que dan un plazo adecuado al patrimonio separado para continuar su operaciones mientras subsana cualquier problema que pudiese surgir.

Riesgos de mercado

La operación no presenta riesgos de mercado significativos. El patrimonio solo compra deudas en pesos, no existe riesgo por tasa de colocación (el bono securitizado se canjea por cupones del bono corporativo de Hites, según acuerdo con acreedores) y el proceso de *revolving* (nuevas compras de cuentas por comprar) 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 (4 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* del bono y la pérdida esperada para los bonitos. La Tabla 3 muestra un resumen del resultado obtenido para las series preferentes del patrimonio separado.

Tabla 3: Resumen de indicadores de las series preferentes

Series	Probabilidad de <i>Default</i>	Pérdida Esperada
Serie A y B (Preferente)	0,58%	0,019%

La probabilidad de *default* medida para el bono preferente —teniendo en consideración la duración inicial del bono— es acorde para una clasificación de riesgo en “*Categoría AA*” frente a escenarios de estrés y ante el supuesto que el originador pierde su capacidad de entregar nuevas cuentas por cobrar, que permitan 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.”

Anexo 1

Supuestos del modelo dinámico

A continuación, se presentan los principales resultados de las variables utilizadas dentro del modelo dinámico aplicado para el proceso de clasificación de riesgo del presente patrimonio separado.

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

