



# HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO

## **EF Securitizadora S.A. Décimo Segundo Patrimonio Separado**

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

### ANALISTAS:

Diego Segovia Cisternas  
Ignacio Muñoz Quezada  
diego.segovia@humphreys.cl  
ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA  
Octubre 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
Bono Serie A	<b>AA-</b>
Bono Serie B	<b>C</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	--

Número y fecha de inscripción de emisores de deuda	
Bono Serie A (BBEFS-P12A)	En proceso de inscripción
Bono Serie B (BBEFS-P12B)	En proceso de inscripción

#### Datos básicos de la operación

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N° 12
Activos Respaldados	Derechos sobre flujos de pago
Originadores y Administradores primarios	Masisa S.A.
Administrador Maestro	Acfin
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características activos	Derechos sobre flujos de pago que tienen su origen en las ventas (facturas) realizadas por Masisa S.A. a sus clientes nacionales e internacionales.

#### Datos básicos bono securitizado

Serie	Descripción	Valor nominal original (USD)	Tasa de interés	Fecha vencimiento
P12A	Preferente	33.428.000	8,50%	oct-27
P12B	Subordinada	2.572.000	0,00%	nov-27

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

**Humphreys** clasificó en "*Categoría AA-*" y "*Categoría C*" a las series A y B, respectivamente, del **Décimo Segundo Patrimonio Separado** de EF Securitizadora.

El presente patrimonio, en lo que respecta a los activos que respaldan la transacción, estará conformado por una cartera compuesta por facturas en cobranza emitidas por Masisa S.A. (Masisa). Tanto el interés como el capital de los bonos serán pagados con los flujos de caja generados por los activos que conforman el patrimonio separado. La operación sólo considera facturas asociadas a la venta de productos del giro del originador, efectuadas a clientes nacionales y extranjeros aprobados por parte de la securitizadora, según se establece en los criterios de elegibilidad y priorización.

La clasificación de los bonos serie A, serie preferente, responde a que su pago presenta una elevada probabilidad de cumplimiento atendiendo al respaldo que le otorga la estructura financiera, la cual mantiene un adecuado control del riesgo operativo de la transacción y de los riesgos crediticios y de mercado de las cuentas por cobrar. Cabe señalar que el sobrecolateral estimado para la operación permite cubrir i) incrementos relevantes en los niveles de *default* y dilución de las facturas en relación con lo que ha sido su comportamiento histórico; y ii) variaciones relevantes en el valor de la cartera expresada en peso, según variación pasada del tipo de cambio.

Sin perjuicio de lo anterior, es relevante mencionar que, según lo definido en la operación, el patrimonio separado podría quedar expuesto al riesgo de deudores de un mismo grupo empresarial que representen hasta el 15% del total de cuentas por cobrar, incluso en algunos que no presentan clasificación de riesgo. En estos casos, el sobrecolateral no permite cubrir su riesgo; sin embargo, este riesgo se ve significativamente anulado por la existencia de seguros de créditos. Para medir este riesgo, **Humphreys** aplicó un modelo dinámico (modelo de Montecarlo) en donde generó múltiples combinaciones de incumplimientos de deudores con elevada concentración y de plazos de cobro de los seguros y, con ello, determinó la probabilidad de que el seguro crediticio constituyera una efectiva protección para los bonos serie A (compatible con "*Categoría AA-*"), en particular por el riesgo de descalce de flujos que pudiesen existir.

Por su parte el control de los riesgos operativos permite que los bonistas asuman exclusivamente los riesgos propios de la cartera de cuentas por cobrar, incluido el hecho que parte de ella se expresa en pesos.

Específicamente, la capacidad de pago del patrimonio separado para la serie A se sostiene en:

1. Cada factura debe estar siempre protegida por un seguro de crédito que el originador contrate para garantizar su pago. El valor total de las facturas que constituyen el activo no puede exceder la cantidad asegurada por el seguro de crédito del grupo empresarial correspondiente, tal como se define en el artículo 96 de la Ley de Mercado de Valores.
2. Una reserva de activos inicial equivalente al 1,82% para cubrir eventuales incumplimientos de los responsables del pago de las facturas (reserva por *default*). La cifra fue estimada en función de la calidad crediticia de los deudores y el comportamiento de pago histórico de los mismos.
3. Una reserva por dilución para cubrir posibles anulaciones de transacciones de compra, ascendiente a 3,95%.
4. Constitución de fondos que permiten entregarle liquidez y flexibilidad al patrimonio separado para solventar los gastos del patrimonio, el pago de los intereses de los bonos, el pago de las amortizaciones futuras, así como también, de reposición en caso de descalces de flujos.

5. Una estructura adecuada para mitigar la proporción de cuentas por cobrar que se encuentren en unidades monetarias diferentes a las de la estructura de pasivos del patrimonio separado considerando la capacidad del originador para sustituir y/o incorporar nuevas facturas en base a la valorización de estas, estableciendo una reserva de un 1,10%.
6. Un sistema de recaudación de las cuentas por cobrar que, complementado con fondos específicos en esta materia, permiten aislar razonablemente los riesgos propios del administrador de los activos.
7. El establecimiento de eventos de aceleración en el pago del bono que, a juicio de **Humphreys**, son oportunos en cuanto a anticipar situaciones que pudieren debilitar la capacidad de pago del patrimonio separado.
8. 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, modalidad de pago de éstos y requisitos de los fondos para realizar devoluciones de los excedentes que corresponden al originador.
9. Existencia de un administrador de control (ACFIN) con el objeto de verificar y validar la información entregada por el originador.

Cabe señalar que la constitución de reservas implica que el valor de los activos del patrimonio separado, sin incluir reservas de gastos y de intereses, supere a lo menos en 8,0% el saldo insoluto del bono preferente clasificado en "Categoría AA-".

La serie B se califica en "Categoría C" atendiendo a su fuerte subordinación respecto a la serie preferente lo cual conlleva a que absorba las pérdidas asociadas a la cartera de cuentas por cobrar, conllevando una alta probabilidad que caiga en incumplimiento.

La perspectiva de clasificación de las series se califica como "Estable" debido a que no existen antecedentes que permitan presumir cambios relevantes en las variables consideradas para la evaluación del patrimonio separado.

En términos de ASG, EF Securitizadora presenta antecedentes de gobierno corporativo en sus memorias y sitio *web*, indicando políticas y procedimientos del directorio.

## 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.

"-" Corresponde a aquellos instrumentos con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### 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 aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

## Características de la operación

El **Décimo Segundo 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 se mantiene 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 no tiene autorización de preñar, comprometer o vender ninguno de los activos que respaldan la emisión sin el consentimiento del representante de los tenedores de bonos.

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

Masisa S.A. es una empresa chilena dedicada a la producción y comercialización de productos de madera y soluciones para la industria de mueble y construcción. Fundada en 1975, se ha consolidado como uno de los principales actores en el mercado latinoamericano, ofreciendo una amplia gama de productos, como tableros de partículas, MDF, melaminas y otros materiales para el diseño de interiores.

### Activos del patrimonio

Los activos que conformarán el presente patrimonio separado estarán compuestos por todos los derechos sobre flujos de pago que tienen en su origen en las ventas, propias de su giro, realizadas por Masisa S.A., las cuales estarán acreditadas por facturas que para el caso de los clientes internacionales deberán ser emitidas una vez se obtenga el respectivo *"Bill of Lading"*<sup>1</sup> y en el caso de los clientes nacionales deben contar con título ejecutivo conforme a lo establecido en la legislación nacional vigente. Todas las cuentas por cobrar deberán contar con seguro de crédito con una compañía de seguros clasificada en categoría AA o superior.

El flujo de estos activos son los responsables del pago del servicio de la deuda securitizada, sin perjuicio de utilizar los recursos disponibles en los distintos fondos constituidos, según lo establecido en la escritura de emisión.

En su inicio, el activo del patrimonio separado estará conformado por las siguientes partidas:

1. Cuentas por cobrar
2. Fondo de gastos

Adicionalmente, durante su desarrollo se irán utilizando recursos para los siguientes fondos según lo estipulado en el contrato de emisión, los que se detallan en el Anexo 1.

3. Fondo de intereses.

---

<sup>1</sup> Guía de carga o despacho que se emite una vez la mercancía ha sido confirmada por el transportista.

4. Fondo de amortización.
5. Fondo de reposición.
6. Fondo de prepago.
7. Fondo de excedentes.

Al patrimonio separado sólo serán traspasadas las deudas asumidas por los clientes del originador, que cumplan con los criterios de elegibilidad previamente definidos. Estos consideran póliza de seguro, tipo de divisa, duración de las facturas, antigüedad del deudor, morosidad promedio del deudor, para clientes extranjeros la acreditación de su "*Bill of Lading*", para clientes nacionales los documentos deben contar con mérito ejecutivo, sin notas de crédito asociada al momento de la cesión, niveles de morosidad individual de la factura, concentración por grupo empresarial y máxima exposición al peso chileno. Todos estos criterios se formalizaron en el contrato de emisión y contrato marco (ver Anexo 3).

El precio de transferencia inicial de las cuentas por cobrar será calculado en base a la valorización de los activos definida en el Anexo 1 del contrato de emisión, hasta completar el Valor en Activos Mínimo Exigido (VAME).

El VAME se calcula como la suma de la cartera vigente valorizada más el fondo de reposición, dividido por el saldo de capital insoluto de los títulos de la serie preferente más los intereses devengados y no provisionados en el fondo de interés menos los fondos disponibles en el fondo de interés y el fondo de amortización deberá ser al menos equivalente a 1,08 veces. Su cálculo se presenta en la siguiente fórmula:

$$\text{VAME} = \frac{\text{Cartera Vigente Valorizada} + \text{Fondo de reposición}}{\text{SI Preferente} + \text{Int. devengados y no provisionados} - \text{fondo de interés y amortización}} \geq 1,08 \text{ veces}$$

Considerando que el plazo promedio de las cuentas por cobrar es muy inferior a la duración de los bonos, los recursos captados por la gestión de cobranza se deben destinar recurrentemente a la compra de nuevas facturas, proceso conocido con el nombre de *revolving*. El precio de estas compras, al igual que el precio de transferencia inicial, queda establecido en el anexo del contrato de emisión.

Según estipula el contrato de emisión, al 20 de octubre de 2024 se integrarán inicialmente al patrimonio separado 4.275 contratos emitidos en moneda nacional y en dólares por un valor total mínimo de US\$ 36.000.014. El valor promedio simple de cada documento es de US\$ 8.421, con un plazo remanente promedio ponderado de 1,3 meses.

Como se mencionó, la operación contempla la existencia de seis fondos, sin embargo, sólo el de gastos constituye un soporte adicional a las facturas (aunque parcial)<sup>2</sup>, dado que el resto se forma a partir de la recaudación de las mismas cuentas por cobrar.

Adicionalmente el contrato de emisión detalla que los montos que se mantengan como excedentes, luego de cumplir las obligaciones propias del patrimonio separado y distribución de excedentes para la serie subordinada según se cumplan las condiciones, podrán ser invertidos exclusivamente en dólares en instrumentos que tengan una clasificación de riesgo entregada por al menos dos clasificadores diferentes e independientes; entre los cuales se consideran títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile o que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor hasta su total extinción. Depósitos a plazo y otros títulos de deuda representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizados por estas y/o letras de cambio emitidas por bancos e instituciones financieras que cuenten con clasificación mínima de A- y N-1; cuentas corrientes en bancos con clasificación de riesgo de al menos A-, F-1 o N-1. El plazo de los instrumentos

<sup>2</sup> Fondo de gastos ordinarios a devengarse durante los dos primeros meses de funcionamiento, gastos de la emisión (DCV, CMF, servicios legales, configuración de la administración maestra y otras comisiones de estructuración y el impuesto de timbres y estampillas. Ver Anexo I

representativos de las inversiones no puede ser mayor a 30 días corridas. En caso de que las clasificaciones sean revocadas o disminuidas y no cumplan el mínimo; las inversiones al vencimiento deben ser renovadas en nuevas que cumplan el criterio mínimo.

## Pasivos del patrimonio

La emisión desmaterializada de títulos de deuda que conforma el patrimonio separado se divide en dos series, una preferente y una subordinada. Con respecto a la serie preferente, su monto nominal asciende a la suma de USD 33.428.000 con una tasa de 8,5% anual, mientras que la serie subordinada asciende a un valor nominal de USD 2.572.000 y no devenga intereses. La estructura del bono preferente considera dos años de pagos de sólo intereses y un año de amortización de capital más intereses de carácter trimestral. Las respectivas tablas de desarrollo se presentan en el Anexo 5.

## Pago adelantado de los títulos de deuda

Los títulos de deuda, particularmente los preferentes, podrán ser pagados en una fecha anterior a su vencimiento, ya sea por decisión del emisor (prepago anticipado) o por sucesos y eventos indicativos de “alerta temprana” de un posible debilitamiento de la estructura (prepago acelerado).

El emisor podrá realizar prepagos anticipados parciales o totales para el bono preferente (definidos en el Anexo 2), en este último, enterando el valor total del capital adeudado, más un costo de quiebre, como se detalla a continuación:

*Tabla 1: Saldo insoluto de los títulos a prepagar por mes del prepago*

Mes del prepago	Saldo insoluto a prepagar
25	98,35%
27	98,35%
30	98,90%
33	99,45%
36	100,00%

En cuanto a los prepagos acelerados, el emisor procederá a llevarlos a efecto ante la ocurrencia de cualquier evento de aceleración (*trigger*), relacionado tanto con el patrimonio como con el originador. Estos *triggers* (definidos en el Anexo 2) tienen como propósito dar por término a la operación y así proteger a los bonistas, en caso de ocurrencia de sucesos que pudieran disminuir la capacidad de pago de patrimonio separado. Para estos casos, el representante de tenedores de bonos, a solicitud del emisor, suspenderá las cesiones de revolving y citará a junta de bonistas.

## Esquema operativo de la transacción

En términos sucintos, las cuentas por cobrar originadas por ventas de Masisa S.A. a clientes previamente definidos son traspasadas al patrimonio separado. Los recursos captados por la cobranza de dichas cuentas por cobrar son propiedad del patrimonio separado.

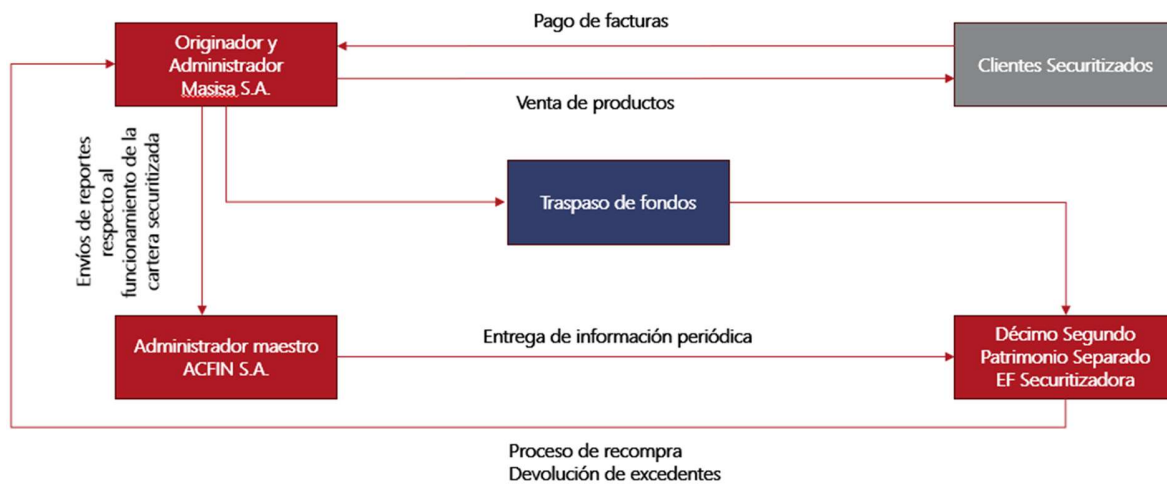


Ilustración 1: Esquema de la operación

El patrimonio separado utilizará los recursos captados en la recaudación de las cuentas por cobrar para comprar nuevas facturas que se originen por la venta a clientes de Masisa previamente definidos. En caso de que estas cuentas fuesen insuficientes para completar la cartera mínima exigida, Masisa, para cumplir con el VAME, deberá incorporar facturas de nuevos clientes, las cuales tienen que pasar por un proceso de aprobación por parte de la securitizadora cumpliendo los criterios de elegibilidad.

En caso de que los recursos del patrimonio separado fuesen insuficientes para cubrir el precio de compra de las nuevas facturas a traspasar, se procederá de igual forma al traspaso generándose una cuenta por pagar en favor del originador.

Si el originador no tuviese para traspasar las facturas necesarias para complementar la cartera de respaldo mínima exigida, los recursos disponibles para efectuar dicha compra se destinan a formar un fondo de reposición en reemplazo de las cuentas por cobrar hasta que esto sea subsanado (sin perjuicio de los eventos de prepago anticipado).

## Reservas exigidas

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

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

1. Aumento en el nivel de incumplimiento por parte de los deudores (riesgo de *default*).
2. Incremento de las operaciones o facturas anuladas o reversadas (riesgo de dilución<sup>3</sup>).
3. Concentración de deudores que reduzcan el nivel de atomización de la operación. Riesgo que mitigan los seguros asociados.
4. Incapacidad del originador de aportar nuevas facturas o aumento de gastos, producto de una gestión distinta a la esperada (riesgo de déficit en fondo de gastos y en fondo de interés).

<sup>3</sup> Se limita, dentro de este apartado, la opción de realizar “rebates” sobre la cartera securitizada tanto internacional como nacional.



5. Incapacidad para hacer llegar al patrimonio separado la totalidad de la recaudación de las cuentas por cobrar al patrimonio separado (riesgo de entrapamiento de recursos).
6. Diferencia en las unidades monetarias de recaudación provenientes de activos frente a las unidades monetarias de pago de los pasivos del patrimonio separado (riesgo de tipo de cambio).

Todos los riesgos son cubiertos por reservas específicas cuyos valores fueron calculados asumiendo un fuerte deterioro en el comportamiento de la cartera de activos, situación que debiera darse en caso de que el originador interrumpiera sus operaciones comerciales. En este sentido, las carteras exigidas, además de ser compatibles con una "Categoría AA-", asumen la ausencia de Masisa S.A. en el proceso de cobranza.

### Sobrecolateral por default

Tiene como propósito proteger la capacidad de pago del patrimonio separado ante la eventualidad de incumplimiento por parte de los deudores. Para efecto de la determinación del sobrecolateral se asumen como ratio por *default* las cuentas por cobrar con morosidad superior a 90 días sobre las ventas mensuales realizadas, ajustando por balance y adicionando un factor de estrés. Para el periodo comprendido entre julio de 2022 y junio de 2024 la cartera presentaba un ratio por *default* promedio de 0,40%. Ilustración 2 presenta la evolución del ratio por *default* y las reservas exigidas para cada periodo.

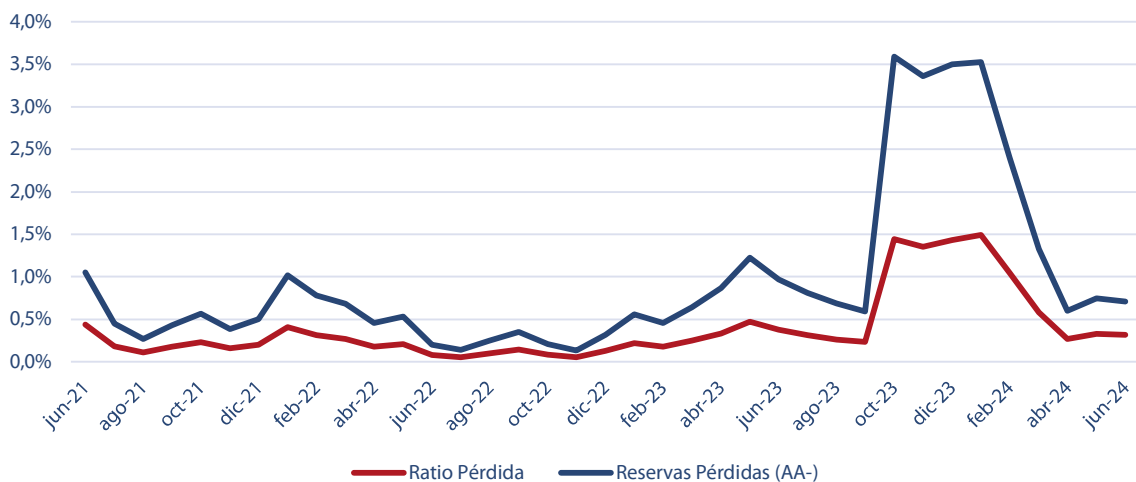


Ilustración 2: Evolución de ratios y reservas por pérdidas

### Sobrecolateral por dilución

Por dilución se entiende cualquier hecho que haga disminuir el monto de las cuentas por cobrar de un cliente por motivos distintos al pago de ésta como, por ejemplo, *rebates*<sup>4</sup>, descuentos por pronto pago, devolución de mercadería o notas de créditos por error en precios o estado de estas.

<sup>4</sup> Descuentos o devoluciones de una parte del precio pagado por un producto o servicio, generalmente ofrecidos como estrategia de *marketing* o promoción.

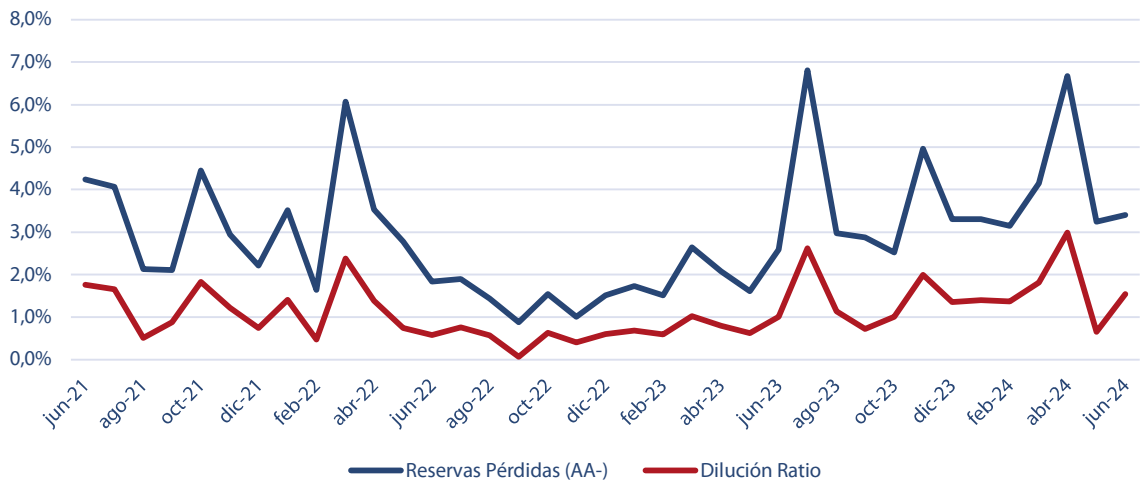


Ilustración 3: Evolución de ratios y reservas por dilución

Si bien el originador ofrece a sus clientes la opción de descuentos a través de *rebates*, las facturas traspasadas al patrimonio separado serán solo de aquellas que no cuenten con esta opción, por lo que la estimación de dilución para el patrimonio separado se limitaría en comparación a los datos expuestos en el pasado. La reserva por dilución tomó como referencia el promedio presentado en los últimos 24 meses ajustados por *rebates*, obteniendo un ratio por dilución del orden de un 1,10%.

La Ilustración 3 presenta la evolución del ratio de dilución de la cartera de Masisa S.A. medida como la relación entre la dilución y las ventas efectivas, adicionalmente, se exhibe la evolución de las reservas exigidas por la misma, la cual se somete a un ajuste de balance y aplicación de estrés.

### Sobrecolateral por concentración de deudores

Esta reserva se calcula en función a la concentración actual y máxima que algunos deudores pueden ostentar dentro del activo total, debilitando el supuesto de atomización que tiene cada cuenta por cobrar en la cartera incorporada en el patrimonio separado. En el caso específico de esta securitización, el originador cuenta con ocho deudores que individualmente han concentrado más de un 3% de las cuentas por cobrar promedio en los últimos 42 meses de análisis, siendo el máximo de estos un 9,06%.

Si bien se puede tolerar algún grado de concentración dentro de las securitizaciones, éstas están ligadas a la clasificación de riesgo que tenga el deudor y que permita establecer de forma razonable la pérdida esperada que tendría el patrimonio separado en caso de incumplimiento del deudor. En el caso del **Décimo Segundo Patrimonio Separado**, no todos los deudores que exceden el umbral de concentración cuentan con clasificación de riesgo, por lo que se considera la solvencia del asegurador que cubre las cuentas por cobrar que se traspasan al patrimonio separado, en este caso Continental S.A. clasificada en "Categoría AA" por **Humphreys**, ajustado por el hecho que la cobertura del seguro es de un 90%.

Adicionalmente, dada la naturaleza del fondo de amortizaciones y las sensibilizaciones realizadas contrastando el calce del pago del siniestro, la devolución efectiva y la tabla de desarrollo, se determina que las concentraciones son mitigadas de forma sustancial por la cobertura del seguro, estando el riesgo de concentración reflejado de buena forma por el riesgo por *default* de la cartera en su todo.

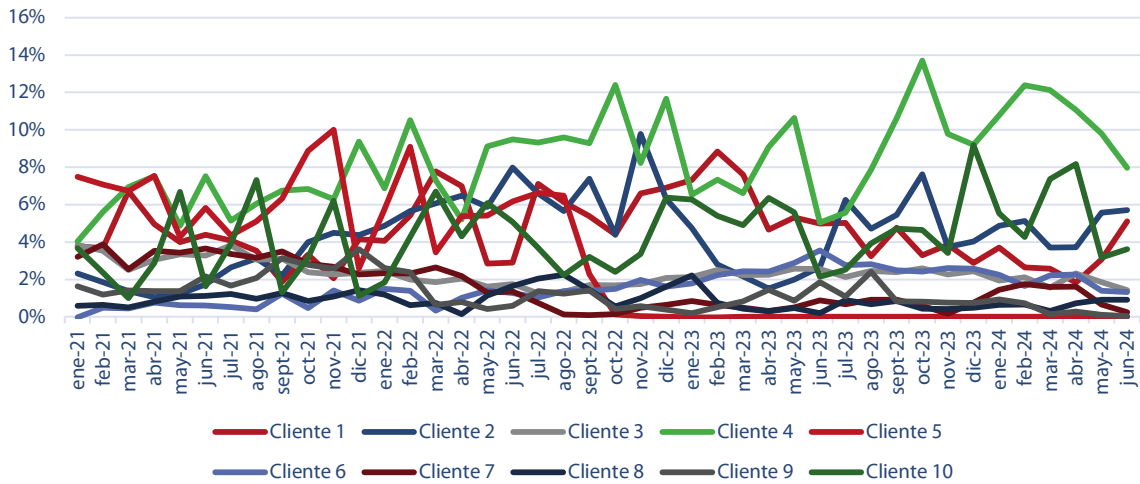


Ilustración 4: Concentración de los 10 principales clientes

**Humphreys** aplicó un modelo dinámico (modelo de Montecarlo) en donde generó múltiples combinaciones de incumplimientos de deudores con elevada concentración y de plazos de cobro de los seguros y, con ello, determinó la probabilidad que el seguro crediticio constituyera una efectiva protección para los bonos serie A (compatible con “Categoría AA-1”, en particular por el riesgo de descalce de flujos que pudieren existir. En la Ilustración 5 se presenta los resultados de caja del modelo donde se presentan excedentes en cada periodo.

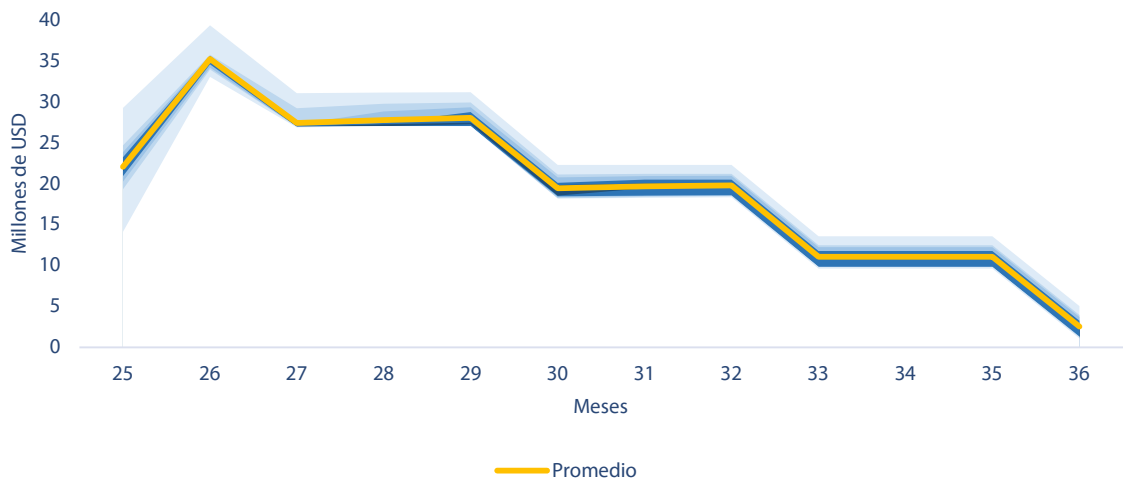


Ilustración 5: Excedentes de caja de flujos sensibilizados

### Sobrecolateral por gastos

Junto con poder responder al pago del bono, los activos securitizados deben responder también al pago de los gastos asociados al patrimonio separado. Los riesgos vienen dados, entre otros factores, por incrementos significativos en los gastos o existencia de desembolsos no previstos; por escenarios de inflación severa y por la posibilidad que el plazo del pago del bono exceda el periodo para el cual se realizaron las provisiones. Este riesgo

se mitiga, además, con la creación de un fondo de gastos que se fondea con los flujos generados por los activos por hasta el monto establecido en la escritura destinados a gastos.

### Sobrecolateral por entrapamiento de recursos

Esta reserva se calcula en función del riesgo de entrapamiento del dinero al no ir directamente los pagos de los deudores a nombre del patrimonio separado. Mientras las recaudaciones no sean entregadas por el originador al patrimonio separado, este último asume necesariamente los riesgos propios del primero.

En caso de esta securitización el riesgo se mitiga por la existencia de un mandato en el que se obliga al originador a remesar y depositar las sumas de dineros recaudados provenientes de las facturas que han sido cedidas, a la cuenta corriente del patrimonio separado. Existe una prenda sobre los dineros actualmente depositados y futuros que correspondan a facturas cedidas en las cuentas corrientes y cuentas de ingresos que mantenga vigente el originador; tal como se explicita en el contrato marco.

Adicionalmente, existe la constitución de un fondo de gastos que se instaura al momento de la colocación y se integra nuevamente con recursos proveniente de los activos del patrimonio separado. Por otro lado, el patrimonio separado cuenta con fondos de intereses y amortización que permitirá asegurar los pagos del próximo cupón de la serie preferente según corresponda.

### Riesgo de tipo de cambio

El patrimonio separado puede comprar facturas que hayan sido emitidas y pagaderas tanto en dólares americanos como en pesos chilenos, teniendo estos últimos, una exposición máxima del 40% del VAME.

Dado que el valor par de cada factura en peso es equivalente a su saldo insoluto dividido por el tipo de cambio dólar observado publicado por el Banco Central de Chile en cada fecha de medición, podría existir el riesgo de que los flujos percibidos por el patrimonio separados fuesen menores al esperado o que se incumplieran los requisitos mínimos establecidos en el contrato de emisión.

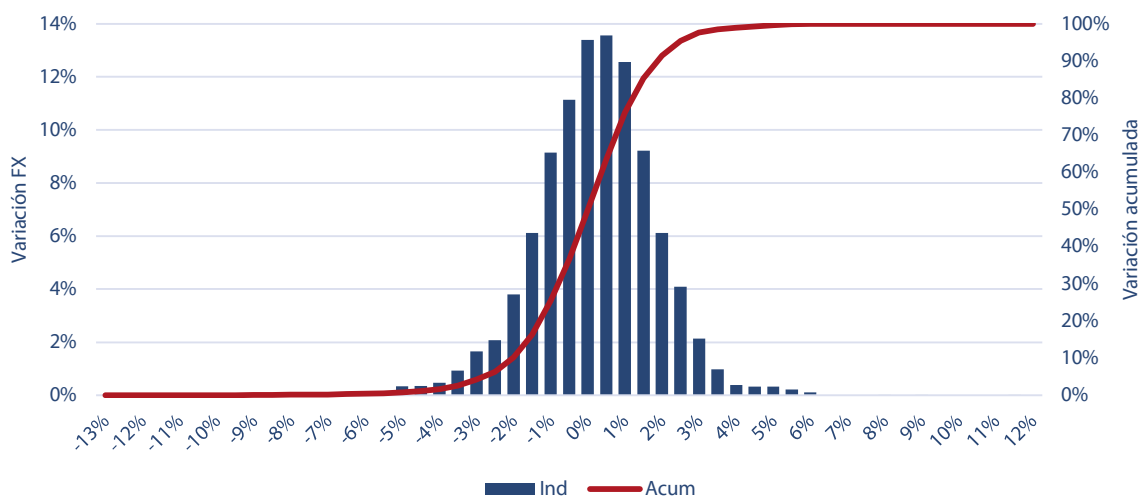


Ilustración 6: Distribución de la variación del tipo de cambio (cinco días hábiles)

Bajo el supuesto de la ausencia del originador (y por consecuencia la aceleración de los pagos), el patrimonio separado podría ver expuesta su cartera en pesos, como máximo un 40% del total, a variaciones del tipo de

cambio (asumiendo que no se mitiga el riesgo mediante algún tipo de derivado financiero). Por lo anterior, en base a diversas sensibilizaciones dada la variabilidad presentada por el instrumento y bajo técnicas de VaR paramétrico, se presume que la cartera total podría presentar pérdidas por hasta el 1,1% con un 95% de confianza. La Ilustración 6 muestra la distribución de variaciones del tipo de cambio que pueden generar pérdidas en el flujo de caja (valores en negativo) así como también las que podrían beneficiar el flujo (valores en positivo).

## Sobrecolateral de reservas

La Tabla 2 resume las reservas exigidas por cada uno de los puntos anteriores expresadas tanto en porcentaje como en monto, todo medido respecto a la cartera de respaldo<sup>5</sup>.

*Tabla 2: Resumen de reservas exigidas*

Reserva exigida	
Default	1,82%
Dilución	3,95%
Concentración	0,00%
Tipo de cambio	1,10%
<b>Reservas</b>	<b>6,87%</b>
Bono teórico (USD)	33.428.000
Total de reservas (USD)	2.674.000
Cartera de respaldo (USD)	36.099.000

*“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.”*

<sup>5</sup> La cartera mínima se determina como valor del bono dividido por uno menos el porcentaje de reserva.

## Anexo 1

En el siguiente anexo se detallan los fondos del patrimonio separado:

### Fondo de gastos

Este fondo se formará con recursos provenientes de la colocación de los títulos de deuda. El valor inicial será el equivalente a: (i) los gastos ordinarios asociados al funcionamiento y emisión de los títulos, que se devengarán durante los primeros dos meses de vigencia de la presente emisión; (ii) los gastos relacionados con la emisión de los títulos, los cuales incluyen, los pagos al DCV, a la CMF, servicios legales, configuración de la administración maestra, y otras comisiones de estructuración; y (iii) el impuesto de timbres y estampillas, conforme al Decreto Ley número 3.475, a la que se encuentra afecta la emisión.

Con posterioridad a la materialización del primer abono de recursos para conformar el fondo de gastos en conformidad al párrafo precedente, el fondo de gastos se integrará mensualmente, con la cantidad de dinero necesario para efectuar el pago de los gastos mensuales que devengue el patrimonio separado, a razón de un doceavo de los gastos anuales del patrimonio separado. El valor de este fondo se repondrá en pesos con recursos provenientes de los créditos.

### Fondo de intereses

Este fondo se financiará con dólares proveniente de los créditos a partir de la sexta fecha de medición anterior al pago de cada cupón, durante tres fechas consecutivas y a razón de un tercio del cupón no provisionado. Los recursos del fondo podrán ser invertido en dólares en instrumentos con vencimientos calzados y los intereses generados estarán disponibles para uso operativo, siempre que se mantenga el monto mínimo del fondo.

### Fondo de amortización

El fondo se formará de manera gradual para asegurar el pago de los cupones de amortización de la Serie Preferente, siguiendo su tabla de desarrollo. Desde la décima octava fecha de medición antes del primer vencimiento de capital, se destinarán US\$ 640.000 durante 31 fechas consecutivas. Luego, se provisionarán US\$ 900.000 en cada una de las siguientes 12 fechas. Hasta el cuarto y último vencimiento de capital, se aportará el menor monto entre US\$ 400.000 y el saldo necesario para completar la provisión.

Al igual que en el fondo de intereses, los recursos podrán invertirse exclusivamente en dólares en instrumentos de alta liquidez para disponer de los fondos a tiempo. Los intereses generados estarán disponibles para uso operativo, siempre que se mantenga el monto mínimo del fondo.

### Fondo de reposición

El fondo de reposición tiene como objetivo asegurar que se complete el monto del Valor en Activos Mínimo Exigido (VAME) en dólares cuando, en la fecha de medición, no se pueda alcanzar solo con créditos debido a la falta de facturas elegibles del originador. Este fondo se mantendrá hasta que se complete nuevamente el valor mínimo exigido, momento en el cual los recursos podrán utilizarse según lo estipulado en el contrato.

### Fondo de prepago

El fondo se destinará al prepago anticipado o acelerado de la serie preferente, según lo indicado en la cláusula decimosexta del contrato de emisión. Este se formará con dólares cuando la junta de tenedores decida realizar

un prepago acelerado o se notifique al emisor sobre un prepago anticipado. En el caso de un prepago acelerado, se creará con los recursos del fondo de interés, amortización y reposición, menos una indemnización hacia el coordinador general por el valor de su remuneración anual hasta el vencimiento de los títulos. Para un prepago anticipado parcial, el fondo se formará con los recursos del fondo de reposición o de la recompra voluntaria de activos. Si es un prepago anticipado total, se formará con los mismos recursos del prepago acelerado.

### **Fondo de excedentes**

Este fondo se financiará con dólares proveniente de los créditos y con el remanente que quede una vez que se hayan provisionado el fondo de gastos, interés, amortización, reposición y prepago, en ese orden. El saldo restante en el fondo de excedentes se devolverá al titular de los títulos serie subordinada como excedente, y este tiene derecho a recibirlo en cada fecha de medición.

## Anexo 2

### Eventos de prepagos anticipados

1. Si el fondo de reposición acumula un monto superior a US\$ 5.000.000 durante más de 16 fechas de medición) y no hubiese activos que cumplan los criterios de elegibilidad necesario para las cesiones de crédito desde la primera amortización de capital.
2. Si el originador requiere recomprar parcial o totalmente los activos y siempre que esto no constituya un incumplimiento del VAME según se estable en la escritura de emisión.

### Eventos de prepagos acelerados

1. Si la Razón de Recaudación de un mes es menor al 33% y se mantiene así durante más de dos meses consecutivos. Esta razón se calcula dividiendo la recaudación de los créditos cedidos entre la fecha de medición actual y la anterior, por el saldo insoluto de las facturas que se tienen como activos en la fecha de medición anterior.
2. Si la razón de dilución excede el 3% en más de tres fechas de mediciones mensuales durante un año móvil, o si supera el 12% en cualquier medición mensual. Se calcula tomando el valor de las notas de crédito emitidas por facturas cedidas al patrimonio en la medición actual y la anterior, dividido por el saldo insoluto de dichas facturas en la medición anterior.
3. Si el promedio de la razón de dilución de seis fechas de mediciones mensuales consecutivas es superior al 3%.
4. Si razón de cartera al día es menor al 80% en más de dos mediciones mensuales consecutivas, o si es inferior al 75% en cualquier medición mensual. Esta razón se calcula dividiendo el saldo insoluto de las facturas con mora de hasta 13 días entre el saldo insoluto total de las facturas en cada medición mensual.
5. Si se inicia un procedimiento en contra el originador para declarar su insolvencia, cesación de pagos, disolución, liquidación, intervención judicial, reorganización o cualquier medida similar, de acuerdo con la Ley de Reorganización y Liquidación de Empresas y Personas, o cualquier ley de insolvencia aplicable, lo anterior se aplica si la solicitud no es denegada en un plazo de 30 días. Además, si el originador cesa pagos, reconoce su incapacidad para pagar deudas, o si se inicia un procedimiento relacionado con la disolución o liquidación de su patrimonio. También se incluye cualquier propuesta de acuerdo o reestructuración de deudas presentada por el Originador a sus acreedores, o cualquier medida que facilite estos actos.
6. Si se produce un cambio de control en el originador sin la autorización de la securitizadora, donde el accionista controlador, GN Holding S.A., deja de poseer más del 50% del capital del originador, pierde la mayoría de los votos en las juntas de accionistas, o ya no puede designar a la mayoría de los miembros del directorio.
7. No pago por parte del originador de cualquier suma de dinero que adeude al patrimonio separado, incluyendo, sin limitación, la entrega de las remesas, la entrega de los montos necesarios para completar el Valor en Activos Mínimo de Cartera, la restitución de los montos en exceso recibidos con motivo de un descuadre o saldo a favor de la securitizadora o patrimonio separado, si esto no es subsanado dentro de un plazo de un día hábil bancario contado desde su incumplimiento.
8. El incumplimiento por parte del originador de su obligación de recomprar los créditos que han sido adquiridos y cedidos al patrimonio separado, que presenten una mora superior a 31 días, en la fecha de medición siguiente al requerimiento de la securitizadora.



9. El incumplimiento por parte del originador de cualquier otra obligación contraída, conforme al acuerdo marco celebrado con la securitizadora y sus anexos (excluyendo el contrato de administración maestra) considerando los plazos acordados en dicho acuerdo marco para subsanar cada incumplimiento, según corresponda. En el caso del anexo consistente al contrato de administración primaria, se limitará al evento de que el administrador de los créditos dejare la administración sin consentimiento del emisor, o terminara la administración por algún incumplimiento de las obligaciones establecidas en dicho contrato.

## Anexo 3

### Requisitos de elegibilidad

1. Las facturas deben ser emitidas en dólares o pesos chilenos.
2. Las facturas no pueden establecer un plazo de pago mayor a 90 días al momento de su emisión. El plazo de pago se define como la diferencia entre la fecha de emisión y la fecha de vencimiento de la factura.
3. El Deudor deberá contar con una antigüedad mínima de tres meses al momento de la cesión, contados desde la emisión de su primera factura por parte del originador.
4. El deudor no podrá tener una mora promedio mayor a 30 días. La mora promedio se calcula como la suma producto de cada factura por sus días mora, dividido por la sumatoria del saldo insoluto de las facturas. Las facturas comprenderán tanto aquellas de propiedad del originador como las cedidas al patrimonio separado.
5. Cada factura deberá estar, en todo momento, cubierta por un seguro de crédito contratado por el originador con el objeto de asegurar el pago de las facturas. El monto de las facturas que conforman el Valor en Activos no puede ser superior al monto cubierto por el seguro de crédito del respectivo grupo empresarial, según dicho término se define en el artículo 96 de la Ley de Mercado de Valores.
6. Las facturas emitidas a clientes extranjeros deben acreditar la existencia de su correspondiente "*Bill of Lading*".
7. Las facturas emitidas a clientes nacionales deberán contar con mérito ejecutivo, conforme a lo establecido en la legislación nacional vigente.
8. Las facturas no deberán tener asociada ninguna nota de crédito emitida al momento de su cesión.
9. Las facturas pueden tener mora de hasta 30 días.
10. Las facturas de clientes o deudores que sean parte de un mismo grupo empresarial, según dicho término se define en el artículo 96 de la Ley de Mercado de Valores, no pueden representar más de un 15% del Valor en Activos Mínimo Exigido.
11. Las facturas en pesos no pueden representar más de un 40% del Valor en Activos Mínimo Exigido (VAME).

## Anexo 4

### Criterios de priorización

Para la selección de las facturas, la securitizadora utilizará el siguiente mecanismo de selección y orden de prelación.

Definiciones de las variables:

- **Variable "A":** Corresponde a la mora promedio del deudor. La mora promedio se calcula como la suma producto de cada factura por sus días mora, dividido por la sumatoria del saldo insoluto de las facturas. Las facturas comprenderán tanto aquellas de propiedad del originador como las cedidas al patrimonio separado.
- **Variable "B":** Corresponde a la mora de cada factura individual.
- **Variable "C":** Corresponde al plazo remanente de pago. El plazo remanente de pago se define como la diferencia entre la fecha de cesión *revolving* y la fecha de vencimiento de la factura.

El orden de selección y prelación se establece, por consiguiente, en  $A > B > C$ .

Adicionalmente, las diferentes variables pueden presentar subvalores, según se detalla a continuación

- **Variable "A":**
  - A Cero: Al día.
  - A Uno: Un día de mora.
  - A Dos: Dos días de mora, y así sucesivamente, hasta A treinta, equivalente a treinta días de mora.
- **Variable "B"**
  - B Cero: Al día.
  - B Uno: Un día de mora.
  - B Dos: Dos días de mora, y así sucesivamente hasta B Treinta, equivalente a treinta días de mora.
- **Variable "C"**
  - C Cero: Entre sesenta y uno y noventa días.
  - C Uno: Entre cuarenta y seis y sesenta días.
  - C Dos: Entre treinta y uno y cuarenta y cinco días.
  - C Tres: Menor o igual a treinta días.

Por lo tanto, las variables tendrán asociados los siguientes posibles números:

- A podrá tomar valores  $[A_0, A_1, A_2, A_3, (\dots), A_{30}]$ .
- B podrá tomar valores  $[B_0, B_1, B_2, (\dots), B_{30}]$ .
- C podrá tomar valores  $[C_0, C_1, C_2, C_3]$ .

Siempre se elegirá primero el menor número posible asociado a cada una, y siempre procurando alterar primero los valores de la variable "C", luego la variable "B" y finalmente de la variable "A".

## Anexo 5

### Tablas de desarrollo

#### Serie A

<b>Tasa de interés anual</b>		8,50%		
Cupón	Cuota	Interés	Amortización	Saldo Insoluto
0	-	-	-	33.427.953
1	726.129	726.129	-	33.427.953
2	710.344	710.344	-	33.427.953
3	718.237	718.237	-	33.427.953
4	726.129	726.129	-	33.427.953
5	726.129	726.129	-	33.427.953
6	710.344	710.344	-	33.427.953
7	718.237	718.237	-	33.427.953
8	726.129	726.129	-	33.427.953
9	9.083.118	726.129	8.356.988	25.070.965
10	8.889.746	532.758	8.356.988	16.713.977
11	8.716.107	359.118	8.356.988	8.356.988
12	8.538.521	181.532	8.356.988	-

#### Serie B

<b>Tasa de interés anual</b>		0,00%		
Cupón	Cuota	Interés	Amortización	Saldo Insoluto
0	-	-	-	2.572.000
1	-	-	2.572.000	-