



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

EF Securitizadora S.A.

Decimotercer

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

Diciembre 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos securitizados:	
Bono Serie A	AA+
Bono Serie B	C
Tendencia	Estable
EEFF base	--

Número y fecha de inscripción de emisores de deuda	
--	--

Línea de bonos	En proceso de inscripción
Bono Serie A (BBEFS-P13A)	Primera emisión
Bono Serie B (BBEFS-P13B)	Primera emisión

Datos básicos de la operación	
-------------------------------	--

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N° 13
Activos Respaldados	Derechos sobre flujos de pago
Originadores y Administradores Primarios	Incofin Leasing S.A. Nuevo Capital Leasing SpA
Administrador Maestro	Administradora de Activos Financieros S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco de Santander - Chile
Características de los Activos	Derechos sobre flujos de pago que tienen su origen en contratos de arrendamiento sobre activos muebles o inmuebles otorgados por los originadores.

Datos básicos bono securitizado				
Serie	Descripción	Valor nominal original	Tasa de interés	Fecha vencimiento

P13A	Preferente	\$ 15.081.330.000	11,13%	4 de febrero de 2028
P13B	Subordinada	\$ 5.336.000.000	0,00%	31 de marzo de 2028

Opinión

Fundamentos de la clasificación

El **Decimotercer Patrimonio Separado** de EF Securitizadora S.A. es conformado en el marco del artículo 132 de la Ley 18.045 (Ley de Valores). Los activos que respaldan esta operación consisten en derechos a cobro de cuotas por concepto de arrendamiento de bienes muebles o inmuebles emanados de contratos de *leasing*, originados por Incofin Leasing S.A. y Nuevo Capital Leasing SpA., así como de los derechos corporales o incorporeales asociados a los mismos, cuentas por cobrar asociadas al deudor, opción de compra y cualquier suma de dinero que tengan derecho a recibir los originadores por dichos contratos.

Incofin Leasing S.A. tiene como objetivo la ejecución de operaciones de arrendamiento con o sin opción de compra, de bienes e inmuebles. Su principal accionista es Incofin S.A., el que es controlado por Latam Trade Capital Limited. Por su parte, Nuevo Capital Leasing S.A. es una empresa orientada a la prestación de servicios financieros bajo la modalidad de operaciones de *leasing*. En 2022 fue adquirida por Latam Trade Capital, convirtiéndose en una empresa relacionada a Incofin S.A.

La clasificación de riesgo asignada en "*Categoría AA+*" para los bonos serie A preferentes del **Decimotercer Patrimonio Separado** responde a la pérdida esperada y probabilidad de *default* estimada para los tenedores de bonos, arrojada por el modelo dinámico de **Humphreys**, siendo cercanas a 0,0064% y 0,26%, respectivamente. Lo anterior responde al nivel de sobrecolateral fijado en 1,25 veces, considerando las características de los activos y teniéndose, además, activos subyacentes provenientes de los contratos de *leasing* que, si bien no son de propiedad del patrimonio separado, son prendados al mismo.

En ese sentido, se estima que en un escenario económico negativo y severo, que implique la interrupción de las operaciones de los originadores, la recaudación de las cuentas sería suficiente para el pago íntegro y oportuno de los bonos preferentes, inclusive ante un fuerte deterioro que puedan experimentar los activos.

En paralelo, la clasificación se justifica por la sólida estructura de la operación en lo tendiente a controlar, mitigar o anular riesgos operativos, propio de este tipo de transacción que, entre otros, incluye mecanismos para asegurar que la recaudación de los créditos llegue efectivamente al patrimonio separado y para no interrumpir el proceso de cobranza, incluso, sin la participación de los originadores o Incofin S.A.

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

1. Un sobrecolateral de 25% sobre el saldo insoluto de los bonos preferentes, que permitiría cubrir eventuales incumplimientos de los responsables de los pagos de los créditos otorgados por los originadores, cedidos al patrimonio separado; y adicionalmente el beneficio de exceso de *spread* entre la tasa de emisión de la deuda 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 seis meses de gastos de operación, además de

provisionar \$ 800 millones en el fondo de interés y amortización. Posteriormente, se van provisionando por toda la vida del bono preferente.¹

3. Existencia de prendas sobre los activos subyacentes de los contratos de *leasing* del patrimonio separado y sobre las cuentas operativas de los originadores.
4. El establecimiento de una estructura que exige al originador instruir a los arrendadores a transferir los pagos de las cuotas de los contratos de *leasing* a una cuenta corriente del patrimonio separado. Lo anterior a fin de controlar el movimiento de los flujos y resguardar la recaudación.
5. 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.
6. 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.
7. 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 y Anexo I). Cabe destacar, que la transacción implica que al patrimonio separado se le cederán créditos de *leasing* de deudores con al menos tres cuotas pagadas; en este sentido, la cartera crediticia que respalda el pago del bono presenta una pérdida esperada inferior a la cartera total del originador.

En cuanto a los riesgos de mercado, el patrimonio separado cuenta con cartera en dólares, exponiéndose a variaciones de esta divisa. **Humphreys** realizó un análisis para cuantificar la exposición bajo técnicas de VaR paramétrico y estimó que con la cartera en dólares actual (6,9%) el bono preferente podría presentar pérdidas por hasta 0,25% con un 95% de confianza. La clasificación de riesgo podría modificarse en caso de aumentar el porcentaje invertido en esta moneda.

Por su parte, el bono B 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.

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 los títulos de deuda con menor 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 aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Características de la operación

El **Decimotercer 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 que se estipule en el contrato de emisión.

Esquema operativo de la transacción

La operación se basa en que los originadores, Incofin Leasing y Nuevo Capital, cederán parte de sus cuentas por cobrar al **Decimotercer Patrimonio Separado** quien, para financiar la adquisición de los activos emitirá los bonos serie A preferentes y serie B subordinada. El bono preferente será transferido a Incofin S.A., empresa matriz de Incofin Leasing y relacionada con Nuevo Capital. El propósito de esta transferencia es permitir que Incofin S.A. realice una oferta de canje voluntario a los bonistas de sus bonos corporativos, ofreciéndoles la posibilidad de intercambiarlos por la serie A.

La estructura contempla una cesión inicial y cesiones posteriores (*revolving*) de las cuentas por cobrar. Serán transferidas al patrimonio separado bajo los términos y condiciones establecidas en el contrato marco, entre los que se encuentran los requisitos de elegibilidad, criterios de priorización y composición de la cartera requerida. Adicionalmente, si uno o más crédito no cumple con los requisitos de elegibilidad, existe una obligación de recompra por parte de los originadores.

El precio de transferencia de activos (inicial y de *revolving*) queda definido en el valor nominal de cada uno de los créditos cedidos dividido por 1,25.

Los activos subyacentes a las cuentas por cobrar sean muebles o inmuebles, permanecerán bajo la propiedad de los originadores; no obstante, se establecen fianza y prenda sobre los activos subyacentes muebles e hipotecas para los inmuebles.

La cobranza de las cuentas por cobrar estará a cargo de los originadores en su calidad de administradores primarios, pero la recaudación se hará mediante depósitos o transferencias directas a una cuenta corriente a nombre del patrimonio separado; para estos efectos los originadores deberán comunicar este hecho a los responsables del pago de las cuentas por cobrar securitizadas. Además, se ha constituido garantías en favor del patrimonio separado de las cuentas corrientes a nombre de Incofin Leasing, Nuevo Capital y sus personas relacionadas.

Las obligaciones y deberes de los administradores primarios quedan reguladas por contrato bajo escritura pública. Además, la labor de estos administradores es controlada por la Administradora de Activos Financieros (ACFIN) quien ejercerá la función de administrador maestro (*master service*).

Trimestralmente, los fondos serán utilizados para responder al servicio de la deuda. El pago de los cupones se realizará a través del Banco Santander, que actúa como banco pagador y representante de los tenedores de bonos.

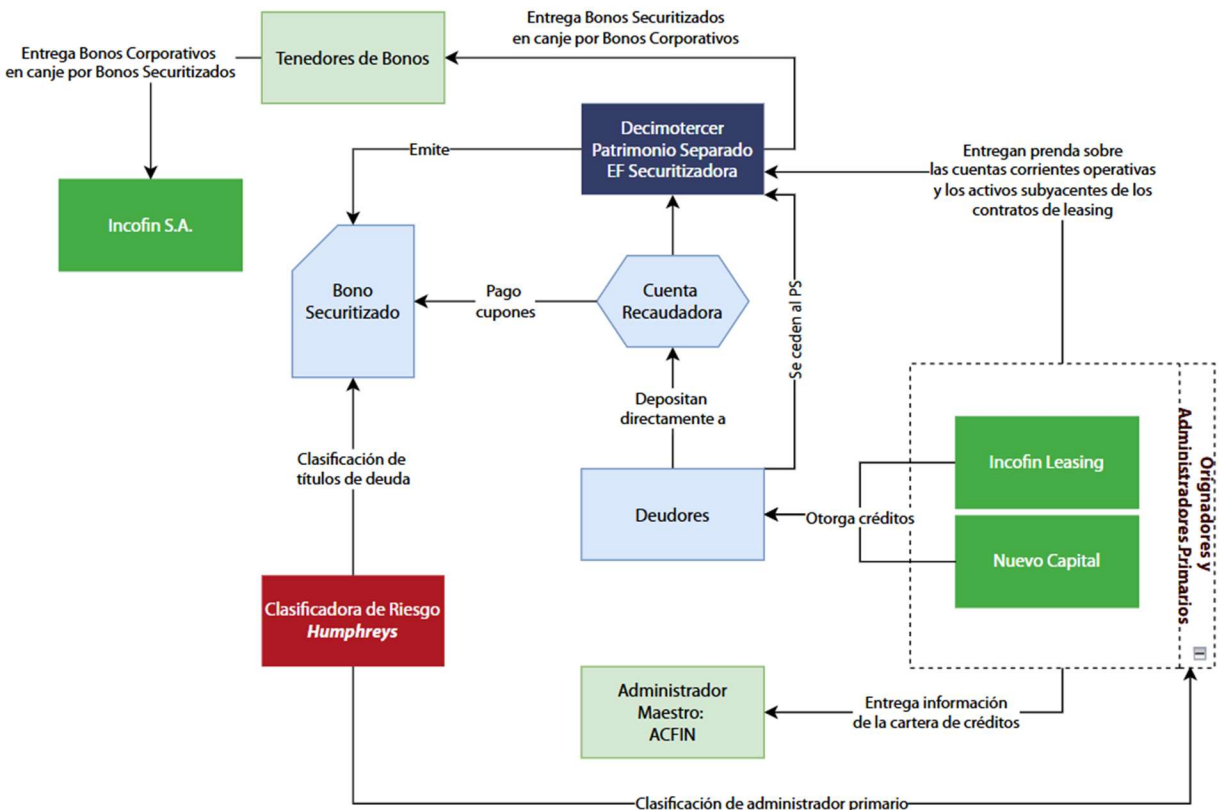


Ilustración 1: Esquema de la operación de securitización

Activos del patrimonio

El activo del **Decimotercer Patrimonio Separado** se conformará por las cuentas por cobrar cedidas, incluyendo el derecho a cobrar las rentas periódicas, así como todos los derechos corporales e incorporales asociados. También abarca las cuentas por cobrar en contra del arrendador, el derecho a cobrar la opción de compra y cualquier otra suma de dinero que los originadores tuvieran derecho a recibir del deudor antes de la cesión. La cesión inicial estará constituida por 569 contratos de *leasing* que en saldo de precio suman un valor de \$ 19.657.466.923.

Los activos subyacentes de los créditos otorgados por Incofin Leasing corresponden principalmente a camiones, buses y maquinaria en general, mientras que, en el caso de Nuevo Capital, se tratan de software. Un 86,34% de la cartera securitizada será cedida por Incofin Leasing, lo que representa un 68,05% del total de su cartera. Por su parte, Nuevo Capital aporta el 13,66% de los activos securitizados, lo que corresponde a un 43,78% de su cartera total.

Tabla 1: Características de los activos

	% Cartera Securitizada	Tipo de Leasing	Tasa Anual	Plazo Original	Plazo Residual
Incofin Leasing	86,34%	Financiero	14,98%	41	25
Nuevo Capital	13,66%	Operativo	14,02%	30	11

Tabla 2: Distribución por tipo de moneda

Moneda	% Cartera Securitizada
Unidades de fomento	90,28%
Dólares	6,90%
Pesos chilenos	2,83%

En la cesión inicial y las cesiones de *revolving* se traspasarán al patrimonio separado los créditos que cumplan con las características de composición de cartera y requisitos de elegibilidad, detallados en la Tabla 3, hasta completar la relación de cobertura mínima (RCM) de la operación establecida en 1,25 veces.

$$RCM = \frac{\text{Activo} - \text{Fondo de Gastos}}{\text{Pasivo} - \text{SI Bono Sub} - \text{Fondo de Gastos} - \text{Saldo Precio Acumulados}}$$

El precio de compra de los créditos será equivalente a su valor nominal e intereses devengados y no pagados dividido por 1,25. El valor nominal corresponde al valor presente de las cuotas residuales, incluida la opción de compra, a la tasa estipulada en cada contrato. Las cuotas en mora serán valorizadas en 0.

Tabla 3: Requerimientos de los activos

Composición de Cartera Requerida

- Al menos 1 cuota residual vigente.
- La cartera no repactada al día y con mora menor a 30 días debe representar al menos un 90% de la cartera total.
- Plazo residual ponderado debe ser inferior a 32 meses.

Criterios de Elegibilidad

Antigüedad del deudor	Al menos 3 cuotas pagadas desde la originación
Duración	Máximo 50 meses.
Originador	Incofin Leasing S.A. y Nuevo Capital Leasing SpA.
Moneda	Pesos, UF y dólar
Cuotas	Fijas
Mora vigente	Mora menor o igual a 90 días. Se considera la cuota más morosa de cada cliente, independiente del crédito.

Adicionalmente, el **Decimotercer Patrimonio Separado** considera criterios de priorización presentados en la siguiente tabla:

Tabla 4: Priorización de los contratos de leasing

Criterio	Variable	Valor
Mora absoluta del cliente	A	A ₁ (al día) a A ₉₁ (90 días)
Repactado o no repactado	B	B ₁ (no repactado), B ₂ (repactado)
Moneda del contrato	C	C ₁ (pesos), C ₂ (UF) y C ₃ (USD)
Tasa	D	D ₁ (mayor tasa) a D _n (menor tasa)
Cuotas residuales	E	E ₁ (1 cuota residual) a E ₅₀ (50 cuotas residuales)

En consecuencia, la manera de priorizar la elegibilidad de la cartera sería a través del primer orden de prelación que queda definido como A₁ > B₁ > C₁ > D₁ > E₁, correspondiente a aquel crédito al día no

repactado, en pesos, con la mayor tasa y menor número de cuotas residuales. Posteriormente, se elegirá el crédito que cumpla con $A_1 > B_1 > C_1 > D_1 > E_2$, y así sucesivamente.

Adicionalmente, el **Decimotercer Patrimonio Separado** contempla 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 seis meses y el monto equivalente al impuesto de timbres y estampillas. Con posterioridad, este fondo estará compuesto por recursos que correspondan a los gastos trimestrales devengados por el patrimonio separado, los que serán depositados en razón de un noveno en cada fecha de medición.
2. **Fondo de Intereses y Amortizaciones:** 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 decenalmente de recursos provenientes del flujo de la operación equivalente al monto mínimo entre
(i) \$ 200 millones, (ii) la diferencia entre los montos recaudados y la provisión del fondo de gastos, junto con los fondos retenidos en el fondo de reposición, o (iii) la sumatoria de los cupones pendientes de pago, menos el saldo provisionado en la fecha de medición anterior.
3. **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 decenalmente con los montos recaudados necesario para cubrir la RCM.
4. **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 mantuviere una suma superior al 5% del valor de la cartera durante cuatro meses consecutivos y no hay suficientes créditos para ceder.
5. **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.
6. **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 destinado a pagar los saldos de precios acumulados² y luego restituidos a los titulares de los bonos subordinados.

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

² En caso de que el emisor no cuente con el monto suficiente para pagar el precio de cesión de revolving se acumularán en saldos de precio, los que serán subordinados a cualquier otra obligación del patrimonio separado, por lo que se reembolsarán luego de pagar de las series preferentes.

en bancos con clasificación de riesgo de al menos N-1. Las inversiones en títulos de deuda de corto o largo plazo deben tener a lo menos, una clasificación de riesgo Categoría AA y N-1, 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

El monto nominal total de la primera emisión de los bonos del **Decimotercer Patrimonio Separado** es de \$ 20.417.330.000. Los títulos de deuda se emitirán en dos series: serie A o preferente, por un monto nominal de \$ 15.081.330.000 y la serie B o subordinada, por un monto nominal de \$ 5.336.000.000. El interés de la serie A corresponde a 11,13%, mientras que la serie subordinada no devengará interés.

La serie A se compone de 13 cupones, donde el primero corresponde únicamente al pago de interés, mientras que los doce restantes contemplan una amortización fija de \$1.256.780.000, junto con los intereses correspondientes. Por su parte, la serie B subordinada realizará un único pago de amortización, el cual se efectuará una vez se hayan cumplido en su totalidad las obligaciones asociadas a la serie preferente.

Pago adelantado de los títulos de deuda

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. Incurrir en mora o retrasar el pago de cualquier cuota de capital y/o intereses de las series preferentes.
2. Si el originador o administrador primario enfrentase procedimientos de insolvencia, cesación de pagos, disolución, liquidación, intervención judicial o reorganización concursal o alguna medida similar, según la Ley 20.720 y otras leyes de insolvencia aplicables.
3. *Triggers* de cartera:
 - a. Si la razón entre el valor nominal de los créditos cedidos con mora entre 61 y 90 días y el total de la cartera es superior al 7% en cualquier fecha de medición mensual o más de 4% en tres fechas de medición mensual consecutivas.
 - b. Si el valor nominal de los créditos cedidos no repactados al día es inferior al 50% del total de la cartera en cualquier fecha de medición.
 - c. Si el ratio de recaudación fuera inferior a 5% en cualquier fecha de medición o si el promedio móvil del ratio de recaudación de las últimas doce fechas de medición fuera menor al 7%.
 - d. Si los ingresos operacionales en cualquier fecha de medición mensual son inferiores al 1,2% del valor nominal de los créditos cedidos en la fecha de medición mensual anterior o son menores a un 1,5% en más de tres fechas de medición mensual consecutivas.

- e. Si el ratio de originación fuera inferior a 2,5% en cualquier fecha de medición mensual o inferior a 3% en tres fechas de medición mensual consecutivas.
4. Incumplimiento de las obligaciones de recaudación descritas en el contrato marco en los tiempos establecidos según corresponda.
5. Incumplimiento de la prohibición de enajenación o constitución de gravámenes sobre los bonos subordinados.
6. Incumplimiento de otras obligaciones de hacer y no hacer de los originadores descritas en el contrato marco en los tiempos establecidos según corresponda.
7. Que cualquiera de las declaraciones y garantías efectuadas por los originadores en el contrato marco resultaran no ser verdaderas o fueran inexactas en cualquier aspecto relevante y no sean subsanadas en un plazo de diez días hábiles.
8. Que la validez de los documentos de la transacción fuera impugnada por cualquiera de los originadores o Incofin, se desconozcan las obligaciones emanadas de cada uno, o por cualquier causa se anulen o dejen ser válidos, obligatorios y ejecutables.
9. Si los activos se viesen afectados física o jurídicamente a embargos, gravámenes, limitaciones al dominio o al ejercicio de derechos que produzcan un incumplimiento de la RCM.
10. En caso de renuncia del administrador primario o se solicite un término anticipado por parte del emisor del contrato de administración primaria.
11. Si dentro de los cinco primeros días hábiles bancarios de cada mes, los originadores no presentaren una declaración mensual que la que afirmen ser los únicos tenedores de la serie subordinada, y esta situación no sea subsanada en dos días hábiles bancarios siguientes al requerimiento del emisor.
12. Incumplimiento de cualquier obligación contraída por el originador del contrato marco y sus anexos, o del contrato de administración primaria y sus anexos; y no fuese subsanado en un periodo de 15 días hábiles.

Determinación y control de riesgos

La securitización presenta diferentes tipos de riesgos, entre ellos, los propios de los activos traspasados al patrimonio separado, 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

El sobrecolateral de la operación depende del riesgo de *default* de la cartera de activos, por lo tanto, se hace necesario estimar las pérdidas esperadas bajo un régimen normal y, a partir de ahí, efectuar sensibilizaciones posteriores. Para efectos de estimar el nivel de incumplimiento, se realizó un análisis de camadas por data histórica, sin embargo, por parte de la clasificadora existieron dudas de la representatividad de los datos, por lo que el análisis se complementó con el comportamiento histórico de

los créditos de *leasing* por originador, asumiéndose como *default* la mora sobre 90 días, entendiendo que las distorsiones llevan a criterio más conservador.

Históricamente, el *default* de Incofin Leasing, se había mantenido por debajo del 8%. No obstante, desde inicios de 2022, se observa una tendencia al alza, alcanzando un máximo histórico de 13,00% en septiembre de 2024. Al evaluar el promedio móvil de doce meses, la pérdida se sitúa en torno a 10,64%.

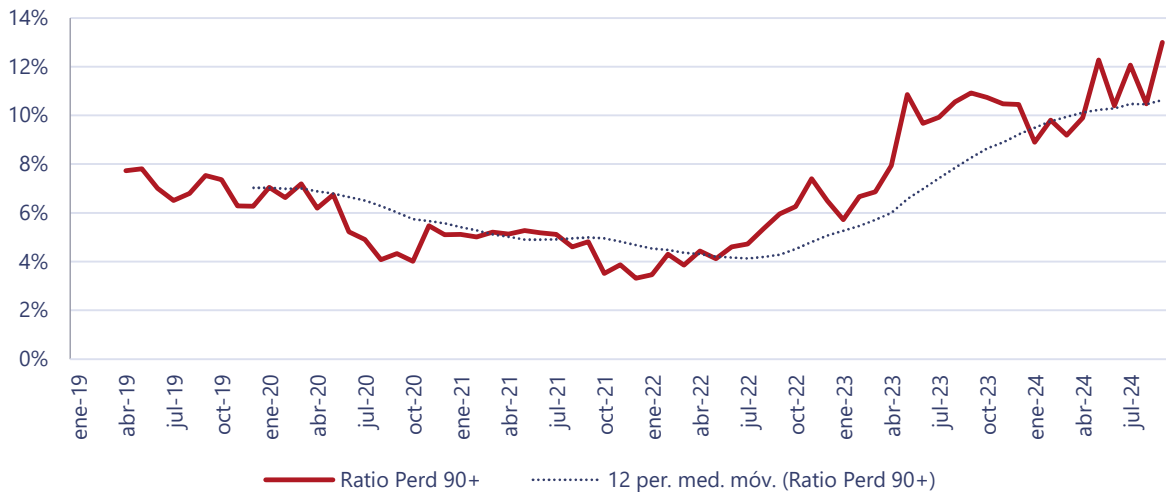


Ilustración 2: Indicador de pérdida de Incofin Leasing en base a comportamiento de la cartera

Un comportamiento similar se presenta en el caso de Nuevo Capital, donde la mora superior a 90 días ha mostrado un aumento sostenido desde 2022, alcanzando un máximo de 13,04% en mayo de 2024. El promedio móvil de doce meses de este indicador se ubicó en 7,90% a septiembre de 2024.

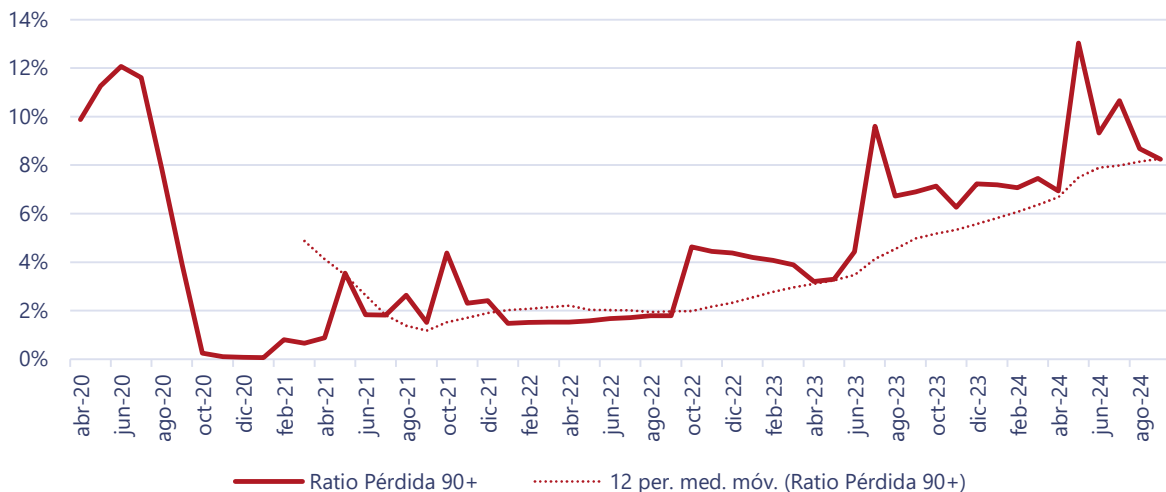


Ilustración 3: Indicador de pérdida de Nuevo Capital en base a comportamiento de la cartera

Este incremento progresivo en los niveles de *default* podría explicarse, en parte, por la disminución de las colocaciones para ambas empresas, aunque en menor magnitud para Incofin Leasing. No obstante, se

evidencia un claro deterioro en la calidad de la cartera, reflejado en los máximos históricos alcanzados recientemente.

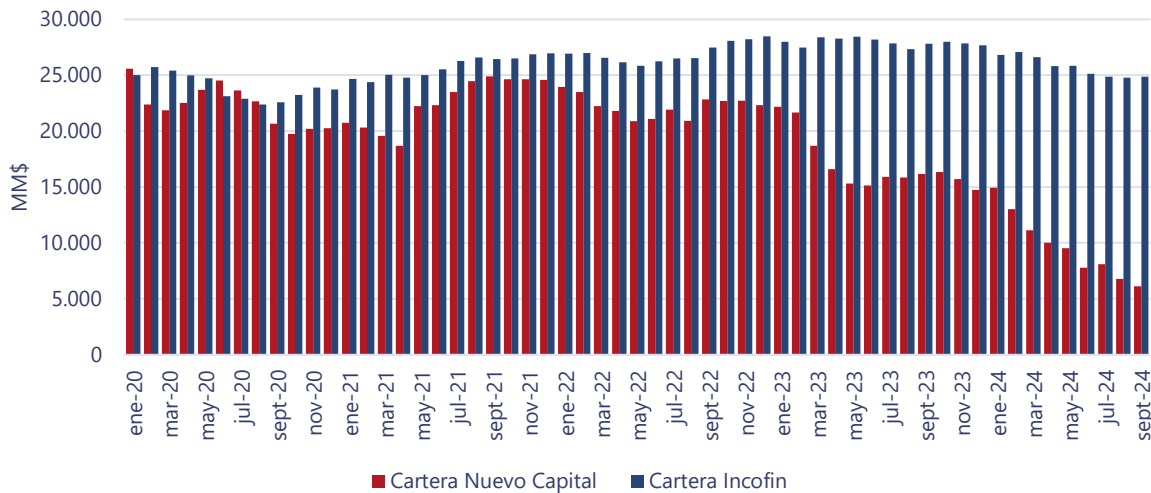


Ilustración 4: Saldo insoluto de los créditos vigentes

Si bien, desde la perspectiva conservadora de **Humphreys**, se establece como criterio general que cualquier crédito con una mora superior a 90 días sea considerado como *default*, en la práctica, existe la posibilidad de recuperar parte de la deuda en mora sobre tres cuotas o de liquidar los activos subyacentes asociado al crédito de *leasing* recuperando parte del capital.

El análisis con los indicadores de pérdidas de las carteras de los originadores permite estimar el *default* esperado que tendría la cartera del patrimonio separado dependiendo de la composición por tipo de deudor, así como también los criterios de elegibilidad en cuanto al comportamiento que tiene cada deudor dentro de su segmento. Además, se considera la probabilidad de recupero de los activos subyacentes. Dado ello, para efectos del modelo dinámico aplicado por **Humphreys** (método de MonteCarlo) se trabajaría con los siguientes supuestos:

Tabla 5: Criterios de pérdida modeladas

Criterio	Valor
Pérdida media	9,92%
Pérdida máxima	41,03%
Distribución pérdidas	Extremo máximo

Cabe señalar que, para efecto de la aplicación del modelo dinámico, **Humphreys** incrementa las pérdidas estimadas, 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 (y se acerquen a la media); entre ellas, se tienen:

- i) Comprar siempre carteras con el mismo perfil de riesgo, según los criterios definidos en Tabla 3. Con ello se evita cambios abruptos en la composición del activo.
- ii) Posibilidad de acelerar el pago de los títulos de deuda si el originador mostrase deterioro en su situación de solvencia o capacidad para administrar los créditos, formalizado en el contrato marco. De esta forma se maximiza la posibilidad que el pago del bono se lleve a cabo estando en operación el originador. Sin embargo, la aceleración del pago de la deuda queda supeditada a la generación de flujos provenientes de los activos, la cual es más lenta en una estructura principalmente de *revolving* que una más calzada con la duración de los bonos.
- iii) Posibilidad de anticipar el pago del bono si los activos securitizados evidencian síntomas de deterioro importante, a través de lo *triggers* incluidos en la escritura de emisión de los bonos: por aumento en la mora, caída en la recaudación, caída en la originación de activos, caída de los ingresos operacionales 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**, pero exhibe la misma dependencia a la generación de los flujos por parte de los activos mencionados en el punto anterior.
- iv) Existencia de prendas sobre activos y sobre cuentas operativas de los originadores, lo que reduciría la pérdida esperada del bonista.

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 en 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 desde los originadores a los arrendatarios para transferir directamente a las cuentas corrientes del patrimonio separado. En caso de que el cliente no haya comenzado a depositar en la cuenta del patrimonio separado, los originadores tienen la obligación de remesar diariamente esos montos.
- iv) Existen fondos para el pago de gastos, intereses, amortizaciones del patrimonio separado que dan un plazo adecuado al patrimonio separado para continuar sus operaciones mientras subsana cualquier problema que pudiese surgir.

Riesgos de mercado

El patrimonio separado puede adquirir activos en UF, dólares y pesos chilenos, lo que conlleva una exposición al riesgo de tipo de cambio. En particular, la cartera total de Incofin Leasing está compuesta por contratos en UF y pesos chilenos, mientras que la de Nuevo Capital incluye contratos en estas mismas monedas, además de dólares. En términos generales, se adquirirá una cartera que se compone en un 90,28% en UF, 6,90% en dólares y 2,83% en pesos chilenos.

Dado lo anterior, en base a diversas sensibilizaciones dada la variabilidad presentada por el instrumento y bajo técnicas de VaR paramétrico, considerando el 6,90% de exposición a dólar, se presume que el bono preferente podría presentar pérdidas por hasta 0,25% decenalmente con un 95% de confianza.

Adicionalmente se considera que el bono securitizado está expresado en pesos, por lo que el aumento de la UF por inflación podría atenuar cambios abruptos que puedan existir en el cambio de dólar a pesos, por el tamaño que representa dentro de la cartera.

Sumado a lo anterior, el patrimonio separado cuenta con criterios de priorización, que establecen una preferencia por los contratos en pesos chilenos, seguidos por los denominados en UF y, finalmente, por aquellos en dólares.

El patrimonio no presenta riesgo por tasa de colocación, ya que el bono securitizado se canjea por cupones del bono corporativo de Incofin S.A., por acuerdo con los acreedores. Con respecto al *revolving*, este se lleva a cabo bajo los términos ya definidos en el contrato marco que conlleva a mantener siempre un mínimo de cartera crediticia para respaldar el pago de los títulos de deuda securitizada.

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. Durante la vigencia del bono la economía estará afectada por cuatro escenarios distintos: normal, positivo, crisis leve y crisis severa. Estos escenarios son aleatorios en el tiempo y tienen diferentes probabilidades de ocurrencia.
2. Variación en la materialización del *default* según el escenario económico.
3. Aumentos en los niveles de morosidad friccional (desfase en el flujo de caja).
4. Recuperación del *default* en base a la ejecución de los activos subyacentes.
5. No se asige rentabilidad a los excedentes de caja.

Recupero neto de *default*

El recupero del *default* de la cartera se basa en la recuperación de los activos subyacentes, considerando tanto la información histórica de la compañía como la experiencia de la clasificadora en este tipo de activos. En este contexto, se asume que los activos originados por Nuevo Capital no son recuperables debido a su naturaleza. Por otro lado, los activos originados por Incofin Leasing presentan la posibilidad de recuperar

parte de su valor, aunque, al tratarse de maquinarias, buses y camiones, están sujetos a una rápida depreciación. Con respecto al plazo de recuperación de los bienes, se trabajó con un mínimo de doce meses y máximo de 24 meses. El recuperado promedio modelado registra un promedio de 33% y una mediana de 37%. La distribución de esta variable se puede revisar en el Anexo I.

Pérdida esperada y *default* para los bonistas

En función de los supuestos enunciados y lo establecido en el contrato de emisión, **Humphreys** determina las pérdidas esperadas para los distintos bonos y su probabilidad de *default*, y sobre esa base asigna la clasificación de riesgo a los títulos de deuda.

La pérdida para los bonistas se define como la diferencia entre el valor par de los instrumentos y el valor actual de los flujos efectivamente pagados. En este caso particular, la aplicación del modelo arrojó los siguientes resultados³:

Serie	Probabilidad de <i>Default</i>	Pérdida Esperada
Serie A (Preferente)	0,26%	0,0064%
Serie B (Subordinada)	99,57%	23,05%

Con los resultados expuestos para el bono preferente —teniendo en cuenta 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 nueva cartera, que permitan mantener el *revolving* o sustituciones 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.”

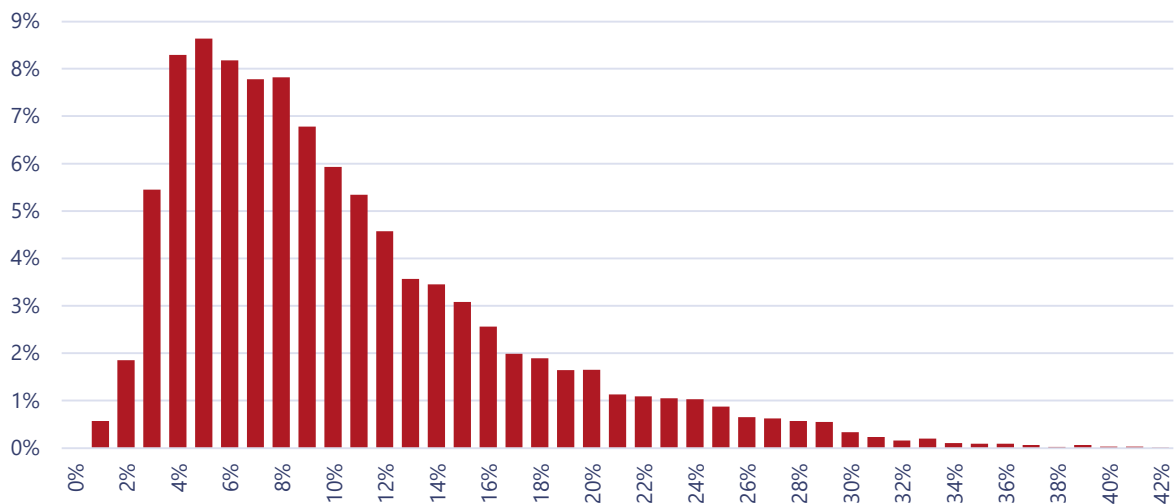
³ En Anexo I se presenta la distribución de estos resultados.

Anexo I

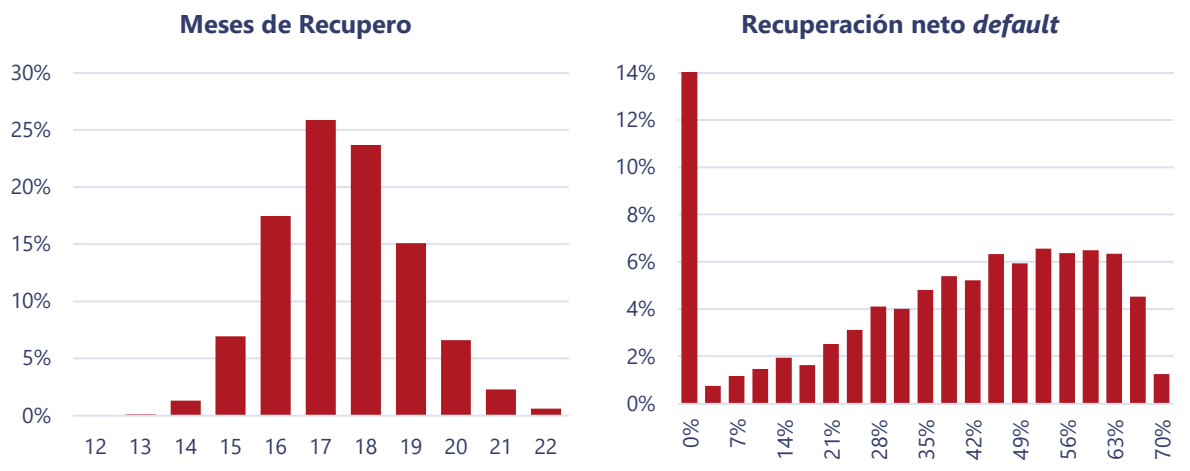
Resultados del Modelo Dinámico (Método de MonteCarlo)

A continuación, se presenta la tasa de pérdida obtenida y modelada para la cartera, y los principales resultados de las variables utilizadas dentro del modelo dinámico aplicado para el proceso de clasificación de riesgo del **Decimotercer Patrimonio Separado**.

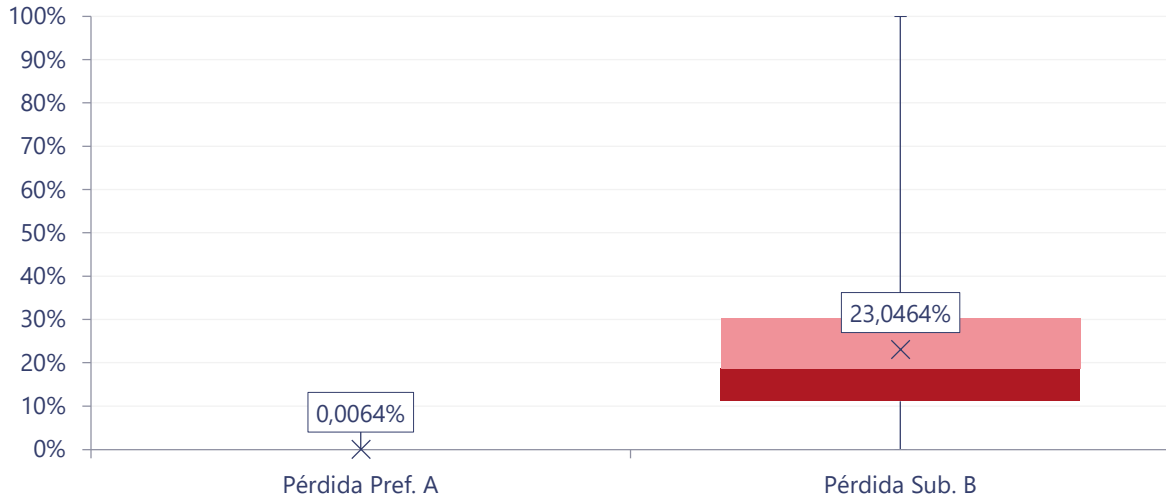
a) Default de activos



b) Recuperación Neto de Default



c) Distribución de la Pérdida Esperada



d) Default de los Bonos

