

# **EF Securitizadora S.A. Decimoquinto Patrimonio Separado**

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

**ANALISTAS:**

Savka Vielma Huaiquiñir  
Hernán Jiménez Aguayo  
savka.vielma@humphreys.cl  
hernan.jimenez@humphreys.cl

**FECHA**  
Octubre 2025

Categoría de riesgo <sup>1</sup>	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos securitizados:

Serie A	<b>A+</b>
Serie B	<b>C</b>
Tendencia	<b>Estable</b>

Estados financieros -

#### Número y fecha de Inscripción de emisiones de deuda

Línea de bonos	En proceso de inscripción
Bono Serie A (BBEFS-P15A)	Primera emisión
Bono Serie b (BBEFS-P15B)	Primera emisión

Datos básicos de la operación	
Identificador Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N° 15
Activos de Respaldo	Pagarés
Originador / Administrador	Moneda S.A. Administradora General de Fondos Clínica Las Condes S.A. Nueva SSI S.A.
Administrador Maestro	EF Securitizadora S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características de los activos	Cuatro pagarés emitidos por el Fondo de Inversión Privado Estoril en favor de Moneda AGF.

Resumen características cartera securitizada				
Tipo activo	Saldo insoluto	# Activos	Tasa promedio	Plazo activo
Pagaré	UF 1.114.401	4	6,30%	84 meses

Características de las series de bonos				
Serie	Descripción	Valor nominal Original	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	UF 1.044.000	6,30%	23-10-2032
B	Subordinada	UF 105.000	0,00%	30-11-2032
Total		UF 1.149.000		

<sup>1</sup> Metodología aplicada: Metodología Clasificación de Riesgo Bonos Securitizados (29-02-2024).

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

El **Decimoquinto Patrimonio Separado** de EF Securitizadora S.A. está conformado en el marco del artículo 132 de la Ley 18.045 (Ley de Valores). Los activos que respaldan esta operación corresponden a cuatro pagarés emitidos por el Fondo de Inversión Privado Estoril (FIP Estoril) a favor de Moneda S.A. Administradora General de Fondos (Moneda AGF), por cuenta de cualquiera de sus fondos administrados, los cuales son posteriormente endosados al patrimonio separado. No obstante, el riesgo de la estructura financiera está determinado por los flujos provenientes de cuentas por cobrar generadas por Clínica Las Condes S.A. y Nueva SSI S.A. (conjuntamente, CLC).

Clínica Las Condes S.A. y su filial NSSI, son instituciones de salud privada chilena dedicada, según su información pública, a la atención médica integral y de alta complejidad, con foco en innovación, calidad y seguridad del paciente.

La clasificación de riesgo asignada en "*Categoría A+*" para los bonos serie A del **Decimoquinto Patrimonio Separado**, se fundamenta principalmente en el nivel de sobrecolateral definido en 1,20 veces, el cual actúa como un colchón de protección frente a potenciales pérdidas. Este nivel de cobertura permite mitigar la exposición a aquellos grupos de deudores que presentan un mayor riesgo de incumplimiento, fortaleciendo la capacidad de pago de la serie preferente.

En este contexto, la categoría asignada incorpora los resultados del modelo dinámico de **Humphreys**, que bajo los supuestos utilizados estima que un sobrecolateral de 1,2 veces entrega una probabilidad de *default* de 0,70% para la serie preferente, acorde a una "*Categoría A+*". (ver acápite Modelo Dinámico).

Para la determinación de la probabilidad de *default* de la serie preferente, se ha considerado la probabilidad de *default* de los responsables del pago de las cuentas por pagar, según asignación de riesgo de los distintos pagadores, las pérdidas asociadas para cada tipo de pagador y la posibilidad de desfase en el tiempo en el pago de algunas cuentas por cobrar.

En paralelo, la clasificación de riesgo considera la sólida estructura de la operación en lo relativo al control, mitigación y neutralización de los riesgos operativos propios de este tipo de transacciones, incluyendo —entre otros— mecanismos para resguardar los flujos del patrimonio separado en caso de que CLC enfrente una situación de insolvencia, incumpla sus obligaciones contractuales o experimente una interrupción de sus operaciones.

En específico, la clasificación del bono preferente se justifica en:

1. La estructura considera un sobrecolateral de 1,2 veces, medido en su nominador como los créditos cedidos desde CLC al FIP Estoril, los montos recaudados por esos créditos y los fondos de reserva, y en el denominador el saldo insoluto de los pagarés del FIP, más los retornos, saldo de precio y gastos devengados y no pagado (que, en este caso, correspondería al activo del patrimonio separado).
2. Fondo de gastos por UF 4.200 que cubriría los tres primeros meses del patrimonio separado.
3. Estructura legal y operativa de la transacción que protege adecuadamente los intereses de los bonistas, que incluye, entre otros, prendas sobre los créditos y control de los tenedores de bonos sobre cambios en el FIP Estoril.
4. Resguardo de la recaudación que se minimiza el riesgo de entrapamiento de recursos, a través de cuentas restringidas.

5. La concentración de los deudores implica una mayor exposición al riesgo de incumplimiento, al depender de un número limitado de pagadores. No obstante, este riesgo se ve parcialmente mitigado, ya que actores relevantes como Fonasa, Isapres y compañías de seguros operan en un mercado regulado; además, en el caso de Isapres y aseguradoras, existe la obligación de garantizar sus compromisos, lo que refuerza la capacidad de recupero frente a un eventual incumplimiento.
6. Existencia de un administrador maestro (EF Securitizadora) 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.

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*".

## Definición categorías de riesgo

### Categoría A

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

"+" 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 **Decimoquinto 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 corresponden a flujos de pagos, entendiéndose por estos últimos toda obligación, existente o que se genere en el futuro, de pagar una o más sumas de dinero por la adquisición o el uso de bienes o por la prestación de servicios. Cada emisión hecha por la sociedad securitizadora conforma 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 de bonos, las cuentas de activos que respaldan el pago de los títulos de deuda serán descritas y, en caso de ser aplicables, definidas individualmente,

constituyendo los activos del patrimonio separado. Para estos efectos, y por cada patrimonio separado creado, la sociedad securitizadora está obligada a crear un registro electrónico especial, el que es conservado por un notario público. 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 es pagado 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.

## Activos al patrimonio separado

El activo que conforma el patrimonio separado está constituido por los flujos de pago provenientes de cuatro pagarés emitidos por el FIP Estoril, en el marco de un contrato de financiamiento suscrito con Moneda AGF, a través de fondos de inversión que esta administra. Estos pagarés han sido endosados al patrimonio separado y, al momento de este informe, presentan un saldo insoluto por UF 1.114.401 con un plazo de 84 meses y una tasa de 6,30% anual.

El respaldo de estos pagarés proviene de la actividad principal del FIP, el que tiene como objetivo, según detalla su reglamento interno, invertir en créditos y derechos sobre flujos futuros originados por Clínica Las Condes S.A. y Nueva SSI S.A. Estos flujos corresponden al valor de las prestaciones médicas, quirúrgicas y hospitalarias que no fueron pagadas al contado, y que se transforman en cuentas por cobrar. Los responsables de pago pueden ser los propios pacientes o terceros como Isapres, Fonasa, compañías de seguros, hospitales o quienes hayan firmado documentos de admisión (más adelante se presenta la importancia relativa de cada uno de ellos dentro del patrimonio separado).

En resumen, el activo que respalda los pagarés —y por tanto las obligaciones del patrimonio separado— son estas cuentas por cobrar, que se espera sean recaudadas en el tiempo y generen los flujos necesarios para cumplir con los compromisos financieros asumidos por el patrimonio separado. El *duration* promedio de estas cuentas es de 3,49 meses.

El flujo de pago de las cuentas por cobrar funciona como una cascada: primero, la clínica emite una prefactura al asegurador principal del paciente (por ejemplo, su Isapre, Fonasa o una compañía de seguros nacional o internacional), quien revisa, determina el monto que le corresponde cubrir y realiza el pago. Si queda un saldo pendiente, se emite una nueva prefactura al siguiente responsable de pago, que puede ser otra aseguradora, la empresa del paciente (si tiene beneficios de salud) o el propio paciente.

Por su parte, existen prestaciones financiadas por Hospitales y Servicios de Salud, quienes a través de una licitación derivan pacientes a CLC. Se incluyen prestaciones otorgadas a pacientes con convenios con sus empleadores y personas del extranjero que se atienden en Chile y son financiadas por seguros internacionales.

Desde el punto de vista documental, estas cuentas por cobrar pasan por distintas etapas de maduración:

- Cuenta sin prefactura: corresponde al registro inicial de la atención, respaldado por el documento de admisión en la clínica.
- Cuenta en estado de prefactura: cuando se emite la prefactura al primer responsable de pago.
- Cuenta en estado de factura: cuando ya se ha definido el monto a pagar y se emite la factura definitiva al obligado correspondiente.

El FIP Estoril sólo podrá adquirir cuentas por cobrar que cumplan con los criterios de cartera exigida por el patrimonio separado, formalizado en su contrato marco, donde se limitan los pagadores de los créditos y se exige un mínimo de cartera definida en “estado de factura”. Estos criterios se presentan a continuación:

*Tabla 1: Criterios de composición de cartera*

Criterios de composición de cartera del FIP	
<b>Tipo de factura</b>	Créditos que estén en estado factura, al menos un 12,5%
	Hospitales y servicios de salud: máximo 5 %
<b>Pagadores</b>	Fonasa Libre Elección: máximo 2%
	Pacientes (copago): máximo 10%

Además, el fondo de inversión privado contará con criterios de priorización que se presentan en el Anexo 1.a., los que tienen como objetivo seleccionar en primer lugar cuentas por cobrar con menor probabilidad de *default*, en base a las características históricas de la cartera de CLC.

En referencia a la razón de cobertura mínima exigida para esta cartera se determinó en 1,2 veces. La fórmula para calcular su valor consiste en que su nominador contiene los créditos cedidos desde CLC al FIP Estoril, los montos recaudados por esos créditos y los fondos de reserva, y en el denominador el saldo insoluto de los pagarés del FIP, más los retornos, saldo de precio y gastos devengados y no pagado.

Con respecto a la valorización de los créditos cedidos, cuya fórmula se presenta a continuación, se determina como el saldo insoluto ajustado por un factor fijo determinado por la securitizadora, todo ello descontado a una tasa de 9%, elevado al número de días que se estima demorará el pago de la cuenta por tipo de pagador. En el Anexo 1.b. se puede encontrar la tabla que define estos valores. Además, en el mismo anexo se encontrarán dos tablas extras, que detallan plazos límites por tipo de cuenta, en donde si el plazo pasa de los definidos en la “Tabla X” la valorización se multiplica por 50%, mientras que si sobrepasa el plazo de la “Tabla Y” se multiplica por 0%.

$$\text{Valorización cuenta} = \frac{\text{Saldo Insoluto} \times (1 - 0,015)}{(1 + 0,09)^i}$$

A la fecha de este informe, se ha traspasado una cartera valorizada en \$ 38.635 millones al FIP Estoril, según los criterios expuestos anteriormente.

Adicionalmente el **Decimoquinto Patrimonio Separado** considera los siguientes fondos:

1. **Fondo de gastos:** Se constituye inicialmente con recursos de la colocación de los bonos subordinados, destinados a cubrir los gastos de estructuración y los gastos operacionales de los primeros tres meses. A partir del tercer mes, se seguirá integrando periódicamente con flujos provenientes de los pagarés.
2. **Fondo de intereses y amortización:** Se forma tras la colocación y se utiliza para depositar los flujos entregados por los pagarés, que servirán para el pago del cupón del bono 15 días después.
3. **Fondo de rescate obligatorio:** Se activa y provisiona en caso de producirse un evento de aceleración o prepago obligatorio de los bonos preferentes, utilizando los recursos correspondientes.
4. **Fondo de excedentes:** Se compone del remanente disponible una vez provisionados los fondos anteriores, y se distribuye a los tenedores de bonos subordinados en cada fecha de provisión.

## Pasivos del patrimonio separado

El **Decimoquinto Patrimonio Separado** realiza la inscripción de una línea que tendrá como monto máximo de emisión de UF 2.500.000. Por su parte, el monto nominal de la primera emisión es por UF 1.149.000, y se divide en dos series: la serie A preferente por un valor nominal total de UF 1.044.000, con una tasa de 6,30% y

vencimiento el 23 de octubre de 2032; y la serie B subordinada por UF 105.000, con tasa de 0% y vencimiento el 30 de noviembre de 2032.

La serie A contempla un total de 28 pagos trimestrales: los primeros doce cupones corresponden exclusivamente al pago de intereses, mientras que los 16 cupones restantes incluyen tanto intereses como amortización de capital, la cual se efectuará en cuotas iguales equivalentes a un dieciseisavo del total en cada trimestre. Por su parte, los bonos serie B tendrán sólo el pago del capital en su vencimiento.

## Rescates anticipados de las series preferentes

Según detalla el contrato de emisión, se deberá hacer un rescate total de la serie preferente en las siguientes situaciones:

1. Aceleración de pagarés: Es decir que si el FIP Estoril debe prepagar los préstamos del contrato de financiamiento, acelerando los pagarés, o que estos se consideren vencidos. En estos casos, el monto total del prepago se integra al Fondo de Rescate Obligatorio, desde donde se ejecuta el rescate.
2. Evento de Rescate Obligatorio:
  - a. En caso de que el emisor incurra en mora o retrasare el pago de una cuota de capital o intereses.
  - b. Evento de incumplimiento bajo el contrato marco entre CLC, EF Securitizadora y Moneda.
    - i. Insolvencia de los originadores
    - ii. Incumplimiento de la Razón de Cobertura Mínima.
    - iii. Incumplimiento en las obligaciones de administrador primario.
      1. No depositar los pagos en las cuentas restringidas.
      2. No fondear los fondos de reserva
      3. No informar sobre eventos relevantes o de incumplimiento
    - iv. Incumplimiento de otras obligaciones contractuales
      1. No emitir o ceder facturas en los plazos establecidos.
      2. No notificar adecuadamente las cesiones.
      3. Incumplir obligaciones de no hacer (como enajenar créditos o bonos sin autorización).
    - v. Falsedad o inexactitud en las declaraciones o garantías.
    - vi. Incumplimiento de contratos o leyes relevantes:
      1. Incumplimientos bajo convenios Isapre.
      2. Suspensión de pagos de deuda financiera significativa.
      3. Normativa Fonasa.
      4. No pago del IVA aplicable a los créditos cedidos.
      5. Embargos o medidas judiciales que afecten los créditos cedidos.
      6. Impugnación de la validez de los documentos de la transacción.
  - c. Causales de incumplimiento en base al contrato de financiamiento del FIP Estoril.
    - i. Mora en el pago de capital o intereses.
    - ii. Mora en otras obligaciones de pago.
    - iii. Incumplimiento de obligaciones contractuales entre Moneda y el FIP.
    - iv. Impugnación de validez de documentos.
    - v. Procedimientos de insolvencia o cesación de pagos.
    - vi. Uso indebido de los fondos.
    - vii. Falsedad o inexactitud en declaraciones o garantías.



## Esquema operativo de la transacción

En términos sucintos, la operación comienza cuando el FIP Estoril adquiere un portafolio de créditos originados por CLC, gracias al financiamiento otorgado por Moneda AGF a través de uno o más fondos de inversión. Para documentar y canalizar los pagos, el FIP Estoril emite pagarés a favor de Moneda AGF; quien a su vez endosa dichos pagarés al **Decimoquinto Patrimonio Separado** a cambio de la serie A preferente. El patrimonio separado cobra directamente los flujos de los pagarés, mientras que el FIP Estoril cumple esas obligaciones con los ingresos que recibe de los créditos adquiridos a CLC.

CLC se compromete, a través de un contrato marco, a entregar al FIP Estoril cuentas por cobrar que cumplan con los requisitos de composición de cartera y que, a la vez, permitan cubrir con la razón de cobertura mínima, determinada en 1,2 veces.

Con respecto a los flujos de los activos subyacentes, los administradores primarios constituyen cuentas restringidas destinadas a recibir los pagos efectuados por los deudores de las cuentas por cobrar. Todos los montos recaudados se depositan en dichas cuentas y quedan sujetos a las reglas de control establecidas en la estructura. En ausencia de una notificación del FIP al banco que informe un evento de incumplimiento, los recursos acumulados, que no correspondan a los créditos cedidos, se remesarán periódicamente al originador. En caso de que exista un evento de incumplimiento notificado, las remesas podrán ser retenidas o suspendidas con el fin de resguardar los flujos y atender las prioridades de pago previstas en la estructura.

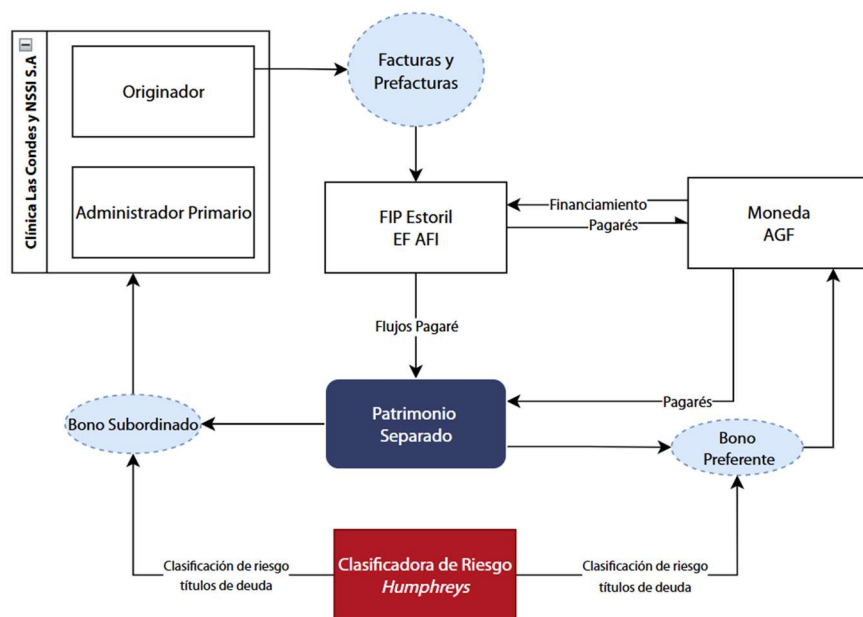


Ilustración 1: Esquema de operación

## Determinación y control de riesgos

Los procesos de securitización presentan diferentes tipos de riesgos, entre ellos, los propios de los activos traspasados al patrimonio separado, los riesgos operativos y, eventualmente, los del mercado. El primer riesgo es contrarrestado mediante la relación entre las cuentas por cobrar y el valor del bono (sobrecolateral); entre mayor sea el sobrecolateral, mejor será la categoría de riesgo de los bonos, pero considerando las características de los

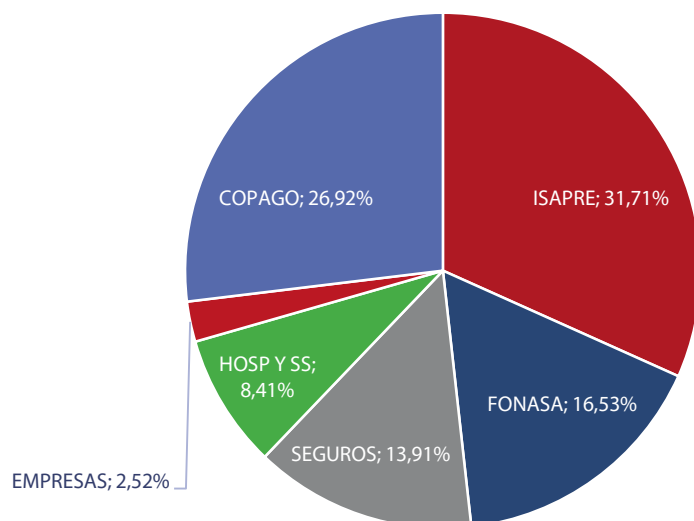


activos. Los otros riesgos deben ser eliminados o atenuados significativamente, de manera que los bonistas asuman exclusivamente el riesgo de los activos que respaldan la operación. Sin embargo, en esta estructura específica, el riesgo no se limita únicamente a la calidad individual de las cuentas por cobrar, sino que se ve influenciado por la alta concentración de las cuentas por cobrar en grupos de pagadores. En este caso, la clasificación considera la probabilidad de *default* asociado a cada grupo responsable de los pagos.

## Riesgo de cartera: probabilidad de *default*

Tal como se menciona anteriormente, además del riesgo individual de cada responsable del pago de las cuentas por cobrar, en esta ocasión la evaluación de riesgo incluye la concentración de los pagadores, grupos compuestos por empresas no atomizadas, a excepción del segmento pacientes (o copago). En este contexto, se estima una clasificación de riesgo por deudor, a fin de asociar una probabilidad de *default* que permita cuantificar adecuadamente la exposición del patrimonio separado y, a la vez, se ajusta por el grado de correlación que pudiere existir en grupo determinado de responsable de los pagos de las cuentas por cobrar.

En ese sentido, se hace relevante realizar una caracterización de la cartera de CLC. En primer lugar se evalúa el porcentaje de participación de ingresos por grupo pagador en base a la cartera histórica de la clínica. En la Ilustración 2 se presenta esta distribución de pagadores, donde el principal grupo son las Isapres con un 31,71%, mientras que un 26,92% de las cuentas por cobrar de la clínica son pagadas por los pacientes. El tercer grupo más importante dentro de los ingresos corresponde a Fonasa, con un 16,53%.

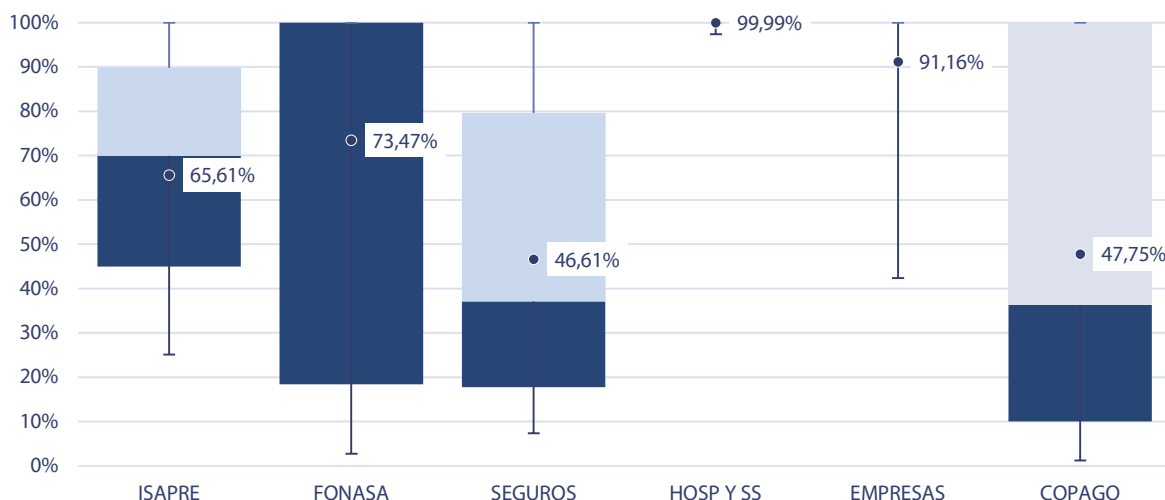


*Ilustración 2: Distribución de ingresos por grupo de pagadores*

Adicionalmente, la Ilustración 3 presenta la distribución de cobertura por deudor. Se observa, por ejemplo, que cuando las Isapres participan en la cascada de pago de una cuenta, en promedio cubren un 65,61%. La dispersión de los datos muestra que el primer cuartil se sitúa en torno al 45% y el tercer cuartil cerca del 90%, lo que refleja que la cobertura se concentra principalmente entre esos valores. Otro dato que se puede desprender del gráfico, es que cuando Hospitales y Servicios de Salud, y Empresas, participan de la cascada de pago de una cuenta en particular, en promedio tienen una cobertura de 100% y 91%, respectivamente.

Fonasa, por su parte, presenta una mediana de 100%, destacando por su elevada participación en las cuentas que cubre. En tanto los seguros exhiben un promedio de 46,6%, que oscilan principalmente entre un 17,8% (primer cuartil) y 79,7% (cuarto cuartil).

En un análisis individual por grupo, destaca la participación de las Isapres dentro de la cartera, las que en opinión de **Humphreys**, cuentan con una adecuada capacidad de pago. El principal prestador de salud privada es Colmena Golden Cross, con cerca del 10% de la cartera total de CLC. Seguido por Cruzblanca, Consalud, Banmédica, que en conjunto, suman el 14,6%. Estas Isapres son las líderes en el mercado de prestadores privadas de salud. Si bien están insertas en una industria que fue golpeada en el último tiempo, durante 2025 ha presentado mejores resultados y el nivel de desafiliación aminoró su tendencia a la baja.



*Ilustración 3: Porcentaje de cobertura por deudor*

Además, el análisis de evaluación considera el hecho que estas empresas deben respaldar sus obligaciones, conforme al Artículo 181 del DFL N°1 de 2005 del Ministerio de Salud. Dicho artículo establece que las Isapres deben mantener una garantía equivalente al monto de sus compromisos con cotizantes, beneficiarios y prestadores, cubriendo prestaciones por pagar, en proceso de liquidación o en litigio, así como excedentes y cotizaciones anticipadas.

Por su parte, Fonasa se asocia al riesgo soberano del estado de Chile y destaca como un elemento favorable el hecho de representar a más del 80% de la población. A ello se suma la estabilidad y previsibilidad de sus ingresos, sustentados tanto en las cotizaciones obligatorias del 7% como en los recursos provenientes del presupuesto público asignado a este fondo. Con todo, no se desconoce que existe el riesgo de atraso en los pagos.

Con respecto al grupo de seguros (que incluye nacionales como internacionales), en general, los que forman parte de la cartera histórica de CLC cuentan con una clasificación de riesgo en la familia de las AA, con pocas excepciones. Además, se trata de un segmento de deudor sujeto a una estricta supervisión por parte de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), que les exige mantener inversiones que respalden sus reservas técnicas y su patrimonio de riesgo. Esta regulación, junto con la fiscalización de otros organismos en materias específicas, asegura altos estándares de solvencia y estabilidad en la industria.

Los hospitales y servicios de salud, según la información disponible para la clasificadora, presentan una limitada capacidad de pago y mantienen una participación relevante en las cuentas morosas de la clínica. En general, su presupuesto depende del servicio de salud al que pertenecen, por lo que cualquier contingencia puede derivar en retrasos en los pagos. El riesgo asociado a este grupo se mitiga parcialmente mediante la limitación de su

participación en la cartera —que no puede superar el 5% de las cuentas— y por la política de CLC de no participar en licitaciones con servicios de salud que registren morosidad.

El segmento de empresas representa una participación marginal dentro de las cuentas por cobrar de CLC. Las compañías que han formado parte de los deudores de la clínica se caracterizan por contar con una buena solvencia financiera o por pertenecer a *holdings* con buena capacidad de pago. Asimismo, en su mayoría corresponden a organizaciones que disponen de los recursos necesarios para ofrecer este tipo de beneficios a sus colaboradores.

Por último, el segmento copago resulta ser de los más riesgosos, puesto que de todas las facturas emitidas al cliente, un 20% de ellas pasan a cobranza judicial. De esta manera, resulta que este tramo representa un 5,4% de la mora dura de la compañía. Por esta misma, se reconoce como buen mitigante que dentro de los criterios de composición de cartera se limitara este segmento en un 10%.

## Riesgos operativos

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

- i. Quitar al originador la administración de las cuentas por cobrar (administración primaria) si este no cumple con las obligaciones de hacer y no hacer estipuladas en el contrato marco y/o en el contrato de administración (ambos contratos bajo escritura pública).
- ii. Existencia de un administrador maestro (EF Securitizadora) 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 a los pagadores institucionales para que depositen en cuentas restringidas del FIP Estoril. Si no existen eventos de incumplimiento, el banco autorizará remesas de los fondos al originador en su calidad de tenedor del bono subordinado.
- iv. Existencia de fondos para el pago de intereses, amortizaciones y gastos del patrimonio separado que dan un plazo adecuado al patrimonio separado para continuar sus operaciones mientras subsana cualquier problema que pudiese surgir.

## Modelo dinámico

Para la aplicación del modelo, **Humphreys** ejecuta 10.000 escenarios de simulación Monte Carlo, considerando el comportamiento esperado de los flujos teóricos. Este análisis se basa en la distribución histórica de la cartera de CLC durante los últimos dos años, ajustada a los nuevos límites definidos por los criterios de elegibilidad de los créditos. A partir de estos ajustes, se redistribuyen las participaciones según el actor responsable del pago.

Algunos de los principales supuestos utilizados se detallan a continuación:

- Asignación de una probabilidad de *default* para cada deudor.
- Variación en la materialización del *default* asociada a cada pagador, diferenciada por año dentro del horizonte de vida del bono.
- Penalización de la cartera en cada escenario, estimando las pérdidas potenciales ante eventos de *default*. Esta estimación considera la capacidad de recupero de cada deudor, ya sea por garantías, reservas

técnicas o respaldo estatal. Adicionalmente, se aplican castigos por desfases temporales en la recuperación de dichos montos.

- Variación en la *duration* promedio de los activos.

Tabla 2: Redistribución promedio de la cartera

Fonasa	Isapres	Seguros	Hospitales	Empresas	Copago
21,73%	41,66%	18,30%	5,00%	3,31%	10,00%

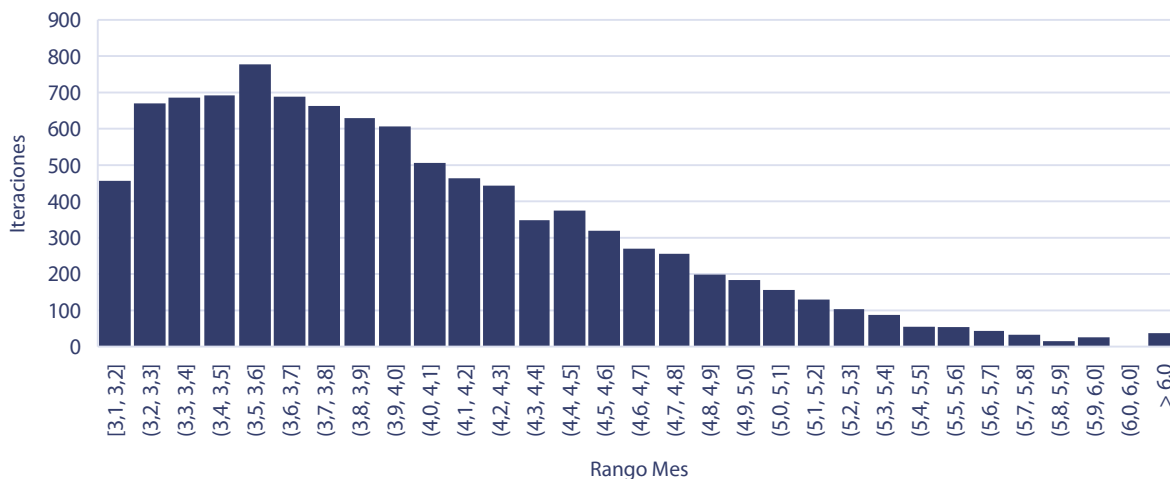


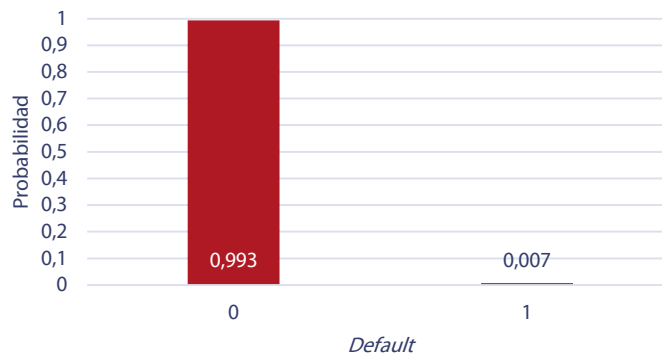
Ilustración 4: Sensibilización duration cartera

Tabla 3: Castigo por default y desfases

Distribución de castigo por default y desfases						
	Isapres	Fonasa	Seguros	Hospitales	Empresas	Copago
<b>p10</b>	54,91%	10,00%	34,29%	66,29%	84,23%	24,19%
<b>p25</b>	52,92%	10,00%	33,12%	64,60%	81,75%	23,05%
<b>p50</b>	51,04%	10,00%	31,83%	62,59%	77,92%	21,55%
<b>p75</b>	49,07%	10,00%	30,36%	60,97%	73,23%	20,16%
<b>p90</b>	47,26%	10,00%	29,45%	59,93%	68,61%	18,98%

### Resultados Método de MonteCarlo

El modelo dinámico de *Humphreys*, entre otros aspectos, permite determinar la probabilidad de *default* del bono. La siguiente tabla muestra el resultado obtenido para la serie preferente del patrimonio separado. Se observa que los eventos de *default* tienden a concentrarse hacia el final del período del bono, lo que se atribuye a desfases en los pagos respecto a los plazos históricos de la cartera.



Serie	Probabilidad de default
Serie A	< 0,900%

*“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

## a. Criterios de Priorización

<b>Condición 1:</b>	A1: Cuentas en estado de factura
	A2: Cuentas en estado de prefactura
	A3: Cuentas que aún no ingresan a prefacturas
<b>Condición 2:</b>	B1: Fonasa Ley de Urgencia
	B2: Fonasa GRD
	B3: Isapres
	B4: Seguros CLC
	B5: Seguros
	B6: Empresas
	B7: Fonasa Libre Elección
	B8: Hospitales y Servicios de Salud
	B9: Pacientes

Se establece que  $A1 > A2 > A3$ , por lo que siempre se escogerá una cuenta en estado más avanzado del proceso sobre otra en estado anterior. Adicionalmente, se define que  $B1 > B2 > \dots > B9$ , de modo que se preferirá el grupo con mayor prelación sobre los posteriores.

En ese sentido, la selección final se realiza en base a un cruce entre ambas condiciones. Así, siempre se preferirá una A1/B1 (factura de Fonasa Libre Urgencia), seguido de A1/B2 (factura de Fonasa GRD) y así sucesivamente hasta agotar los grupos dentro de la categoría A1, y se avanza en el mismo orden con la categoría A2 y A3.

## b. Criterios de Valorización

### 1. Tabla "i":

Corresponde a la fracción del año que se estima que demorará el pago de la cuenta. Calculado como  $i = n/360$

	Alta	Prefactura	Factura
<b>Empresa</b>	96	89	52
<b>Fonasa GRD</b>	78	74	11
<b>Fonasa LE</b>	24	20	5
<b>Fonasa LU</b>	81	77	6
<b>Hospitales y SS</b>	197	193	57
<b>Isapres</b>	101	97	31
<b>Paciente</b>	96	92	35
<b>Seguros</b>	82	78	46
<b>Seguros CLC</b>	46	41	28

En complemento a la valorización base definida en la sección anterior, cada cuenta por cobrar quedará sujeta a factores de castigo en función de los plazos máximos establecidos para cada etapa del proceso y grupo de financiador.

- Si el tiempo transcurrido en una etapa excede el plazo X: la valorización calculada según la fórmula base se ajustará multiplicándola por un factor del 0%, es decir, se llevará a valor nulo.
- Si el tiempo transcurrido en una etapa excede el plazo Y: la valorización calculada según la fórmula base se ajustará multiplicándola por un factor del 50%.

	X			Y		
	Alta	Prefactura	Factura	Alta	Prefactura	Factura
<b>Empresa</b>	30	120	120	20	77,5	90
<b>Fonasa GRD</b>	30	150	30	20	90	20
<b>Fonasa LE</b>	30	60	20	20	35	10
<b>Fonasa LU</b>	30	200	20	20	140	12
<b>Hospitales y SS</b>	30	200	150	20	150	100
<b>Isapres</b>	30	150	90	20	100	60
<b>Paciente</b>	30	150	90	20	100	60
<b>Seguros</b>	30	100	100	20	65	75
<b>Seguros CLC</b>	30	40	60	20	25	45