



HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO
Desde 1988

EF Securitizadora S.A. Decimosexto Patrimonio Separado

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

ANALISTAS:

Hernán Jiménez Aguayo

hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Diciembre 2025

Categoría de riesgo ¹	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos securitizados	
Bono Serie A	A
Bono Serie B	A
Bono Serie C	C
Tendencia	Estable
EEFF base	--

Número y fecha de Inscripción de emisores de deuda	
Línea de bonos	--
Bono Serie A (BBEFS-PS16A)	--
Bono Serie B (BBEFS-PS16B)	--
Bono Serie C (BBEFS-PS16C)	--

Datos básicos de la operación	
Identificador Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N° 16
Activos de Respaldo	Derecho sobre flujos de pago y créditos
Originador / Administrador	WOM SpA
Administrador Maestro	EF Securitizadora
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características de los activos	Créditos y derechos sobre flujos de pago originados por WOM SpA producto de ventas de planes de telefonía móvil, planes de datos móviles y servicios complementarios a unos y otros, o ventas de teléfonos celulares y otros dispositivos móviles, que cumplan con los requisitos adicionales de elegibilidad definidos por la securitizadora (los créditos).

Características de las series de bonos				
Serie	Descripción	Valor nominal Original	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
PS16A	Preferente	US\$ 21.640.000	8,46%	30-06-2029
PS16B	Preferente	\$ 39.545.620.800	10,08%	30-06-2029
PS16C	Subordinada	\$ 2.964.097.500	0,00%	31-07-2029

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

Opinión

Fundamentos de la clasificación

El **Decimosexto Patrimonio Separado** de **EF Securitizadora S.A.** es un patrimonio separado conformado en el marco del artículo 132 de la Ley 18.045 (Ley de Valores). En lo que respecta a los activos que respaldan la operación, estará conformado por créditos que consisten en las obligaciones existentes o que generen en el futuro los clientes bajo los respectivos documentos de crédito y los montos recaudados bajo los créditos cedidos originados por WOM SpA (WOM).

WOM es una empresa de telecomunicaciones en Chile, enfocada en proveer servicios de telefonía móvil, servicios de datos, con el segundo lugar en la participación de mercado.

La clasificación de riesgo asignada en “*Categoría A*” a las series preferentes A y B emitidas por el **Decimosexto Patrimonio Separado** responde a los niveles de protección que los flujos futuros traspasados al patrimonio separado otorgan a las series preferentes, dentro de una estructura financieras que ha conformado la securitizadora, la que ha sido concebida para responder al pago de los títulos de deuda aun ante la eventualidad que se interrumpieran las operaciones del originador.

En particular, la clasificación de riesgo de las series preferentes en “*Categoría A*” se sostienen en:

1. Un nivel de cuentas por cobrar por servicios ya prestado equivalente, durante los primeros siete meses, al 105,0% del saldo insoluto de los bonos preferentes, ello para cubrir eventuales incumplimientos de los responsables de los pagos de los créditos correspondientes a aquellos clientes que compraron equipos móviles al patrimonio separado. Posteriormente, y considerando que la proporción de este tipo de créditos se debiera reducir considerablemente al octavo mes de operación del patrimonio separado, el nivel de estas cuentas por cobrar se reduce a 100,0% del saldo insoluto de los títulos de deuda senior.
2. Establecimiento de eventos de aceleración en el pago de los bonos preferentes que, a juicio de **Humphreys**, son oportunos en cuanto a anticipar situaciones que pudieran debilitar la capacidad de pago del patrimonio separado. De esta forma, sería posible capturar un porcentaje de los flujos futuros antes que tiendan a ceros (recursos que se suman a la recaudación de las cuentas por cobrar por servicios ya prestado). Cabe señalar que, bajo normalidad, los flujos futuros esperados para el mes siguientes equivalen a aproximadamente el 54,6%² del saldo insoluto de los bonos preferentes.
3. Establecimiento de *triggers* que favorecen a la acumulación de liquidez del patrimonio separado ante situaciones que pudieran debilitar la capacidad de pago del patrimonio separado, fondeando de manera temprana las cuentas que permitirían prepagar la totalidad de los bonos preferentes.
4. Establecimiento de mecanismos que permiten traspasar de forma diaria los pagos provenientes de las plataformas de pagos utilizadas por el originador hacia las cuentas del patrimonio separado, ello ante eventos de incumplimientos definidos por los contratos que define la relación entre el

² Según los resultados obtenidos por el modelo dinámico de **Humphreys**.

originador y patrimonio separado y que pueden ser comunicadas de forma unilateral por la securitizadora hacia las plataformas de recaudación o medios de pago.

5. Existencia de un administrador maestro con el objeto de verificar y validar la información entregada por el originador, además de ayudar a mitigar riesgos de traspasos 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 la probabilidad de *default* y pérdida esperada compatibles con las notas asignadas a cada serie, permitiendo sensibilizar distintos escenarios, incluyendo especialmente en los que podría acelerar el pago de la deuda. En los hechos, de acuerdo con el modelo de la clasificadora, la probabilidad de *default* para las series preferentes es cercana a 0,080% y la pérdida esperada cercana a los 0,047%.

Los bonos serie C o subordinada se clasifica en “*Categoría C*” por cuanto su pago queda subordinado al pago de la totalidad de las series preferentes A y B, generando comparativamente una elevada probabilidad de *default* (según el modelo dinámico de **Humphreys**).

No existen antecedentes que permitan presumir cambios relevantes en las variables consideraras en la evaluación del patrimonio separado, por lo que —bajo este contexto— se califican las perspectivas como “*Estables*”.

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.

Categoría C

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el 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 en el futuro.

Características de la operación

El **Decimosexto Patrimonio Separado** se conforma en el marco del artículo 132 de la Ley de Valores referente a sociedades securitizadoras, las cuales son formadas con la sola intención de adquirir cuentas de activos y emitir instrumentos de deuda de corto o largo plazo respaldados por dichos activos. Estas

cuentas de activos son definidas con flujos existentes o flujos futuros referentes a obligaciones de pagar dineros relacionados con la compra de bienes o servicios. Cada emisión hecha por la sociedad securitizadora conformará un patrimonio separado, el cual es mantenido en forma independiente de los activos generales de la sociedad securitizadora.

De acuerdo con la normativa vigente, en cada contrato de emisión, las cuentas de activos que respaldan dicha emisión serán descritas y, en caso de ser aplicable, definidas individualmente puesto que ellas conformarán un patrimonio separado de la sociedad securitizadora. La sociedad securitizadora estará obligada a crear un registro electrónico especial, el que será conservado por un notario público por cada patrimonio separado creado. La sociedad securitizadora no tiene autorización de preñar, comprometer o vender ninguno de los activos que respaldan la emisión sin el consentimiento del representante de los tenedores de bonos.

Activos del patrimonio separado

Los activos que conforman el patrimonio separado están compuestos inicialmente por los créditos cedidos provenientes de las obligaciones existentes o futuras originados por WOM así como también los montos recaudados que se cobran y perciben efectivamente por el ejercicio de los derechos de dichos créditos, los que pueden considerar multas, intereses y otros cobros menos los cargos excluidos.

WOM es una empresa de telecomunicaciones en Chile que opera desde 2015 enfocada en proveer servicios de telefonía, servicios de datos y banda ancha móvil a individuos y empresas, principalmente pequeñas y medianas, siendo el segundo operador en tráfico de datos móviles en Chile a junio de 2025. Estos servicios se complementan con la venta de dispositivos móviles a sus clientes bajo modalidad de pago en cuotas. Estos contratos de servicios y venta de equipos son los generados de flujos existentes y futuros —denominados créditos presentes y futuros— que son traspasados al patrimonio separado. Dichos créditos para ser traspasados al patrimonio separado deben cumplir los criterios de elegibilidad hasta cumplir con el sobrecolateral mínimo de la operación.

Dentro de los criterios de elegibilidad de los créditos que son traspasados al patrimonio separado se cuentan con que más allá de que hubieran sido originados por WOM, deben estar libre de todo gravamen, u otras restricciones legales, no contar con una morosidad superior a 30 días corridos a la fecha de la respectiva cesión y constar por escrito todos los documentos de créditos y no haber sido rescindidos.

En el caso específico de los contratos de venta de equipos, el cliente debe haber pagado a lo menos una cuota bajo el respectivo contrato mientras que los contratos de servicios de telefonía, el cliente debe haber pagado al menos las tres últimas boletas consecutivas emitidas en los últimos cuatro meses.

Esta selección de créditos cedidos al patrimonio separado cuenta, además, con criterios de priorización que forman una matriz con tres variables importantes en el caso de la venta de dispositivos de telefonía móvil y de cuatro para el servicio de telecomunicaciones.

Los criterios de priorización se resumen en la Tabla 1.

Tabla 1: Criterios de priorización de créditos

Crédito	Variable	Prelación
Equipos de telefonía	A: Tipo de cliente	A > B > C

	B: Cantidad de cuotas pagadas C: Monto de la cuota inicial pagada (<i>downpayment</i>)	
Servicios de telefonía	A: Antigüedad B: Tipo de cliente C: Existencia de equipo asociado al plan D: Ciclo de facturación	A > B > C > D

Adicionalmente, el **Decimosexto Patrimonio Separado** considera los siguientes fondos:

1. **Fondo de Gastos:** Para cubrir los gastos de la emisión, estructuración, colocación de bonos, el impuesto de timbres y estampillas, así como también los gastos mensuales de los proveedores de servicios del patrimonio separado. Sus recursos provienen inicialmente de la colocación de los bonos y posteriormente se van haciendo íntegros cada mes con los montos brutos en la razón de un doceavo de los gastos anuales, teniendo la primera prelación para los usos de los ingresos netos. La estructura considera gastos máximos mensuales por hasta UF 921 aproximadamente.
2. **Fondo de Intereses y Amortización Dólar:** Su función es provisionar anticipadamente el valor del cupón de los bonos preferentes denominados en dólares más próximo. Se provisiona inicialmente con los recursos provenientes de la colocación de los bonos y posteriormente con los montos brutos en tres fechas anticipadas al pago del cupón en la razón de un tercio del cupón más próximo, calculado el monto a provisionar en base al Dólar Observado vigente en cada fecha. Recibe la segunda prelación a prorrata con el mismo fondo denominado en pesos. El primer cupón corresponde a US\$ 534 mil.
3. **Fondo de Intereses y Amortización Pesos:** Su función es provisionar anticipadamente el valor del cupón de los bonos preferentes más próximo denominados en pesos. Se provisiona inicialmente con los recursos provenientes de la colocación de los bonos y posteriormente con los montos brutos en tres fechas anticipadas al pago del cupón en la razón de un tercio del cupón más próximo. Recibe la segunda prelación a prorrata con el mismo fondo denominado en dólares. El primer cupón corresponde a \$ 1.162.641.300.
4. **Fondo de Rescate:** Financia el Rescate Obligatorio de los bonos preferentes, el que puede ocurrir por recompra voluntaria, acumulación del fondo de reposición o un evento de rescate obligatorio. Este fondo se conforma con los montos brutos, montos acumulados en el fondo de intereses y amortización, tanto en dólares como en pesos y descontando gastos, así como también los montos acumulados en el fondo de reposición. Este fondo tiene la tercera prioridad en el orden de prelación de los flujos.
5. **Fondo de Reposición:** Cuenta con tres funciones: mantener la relación de cobertura mínima reteniendo fondos en reserva si no hay créditos elegibles suficientes para ser enterados al patrimonio separados; pagar saldos de precio pendientes en caso de que existan; y pagar el precio de cesión de los créditos presentes y futuros. Se provisiona con el remanente de los montos brutos una vez que los fondos prioritarios están cubiertos. También cuenta con los recursos provenientes del fondo de rescate si el evento de rescate es subsanado. Recibe la cuarta prioridad en el orden de prelación de los flujos.
6. **Fondo de Excedentes:** Se constituye con el remanente de los flujos para ser distribuido a los tenedores de la serie subordinada, ya sea por anticipos de excedentes como excedentes finales.

Este fondo se provisiona con el remanente de los montos brutos una vez que todos los demás fondos de reservas están debidamente provisionados y cuenta con la quinta y última prelación.

Los recursos de los fondos de gastos y los fondos de interés y amortización en dólares y en pesos podrán ser invertidos exclusivamente en títulos de deuda estatales (Tesorería y/o Banco Central de Chile) o que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor hasta su extinción, depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones, letras de cambio emitidas por bancos e instituciones financieras, cuentas corrientes de bancos que cuenten con clasificación de riesgo de a lo menos N-1. En el caso de los títulos de deuda, deben contar con una clasificación de riesgo de a lo menos "Categoría A-" de largo plazo o "Categoría N-1" para los de corto plazo, con excepción de los títulos de deuda del Estado que no requieren clasificación de riesgo. Las inversiones del fondo de intereses y amortizaciones dólar debe ser denominado en la misma moneda mientras que el resto en pesos. Adicionalmente, el plazo de las inversiones debe permitir contar con dichos recursos de manera oportuna en la próxima fecha de pago.

Pasivos del patrimonio separado

El **Decimosexto Patrimonio Separado** podrá emitir un monto nominal de títulos de deuda hasta US\$ 95 millones con cargo a la línea inscrita, ya sea que se expresen en dólares o pesos nominales. Para la primera emisión el monto nominal de los bonos será US\$ 68.250.000, distribuidos en tres series. La serie A y B (ambas preferentes) tendrá un monto nominal de US\$ 21.640.000 y \$ 39.545.620.800, respectivamente, y la serie C subordinada por \$ 2.964.097.500.

Los intereses devengados de la serie A y serie B corresponden a 8,91% y 10,05%, respectivamente, mientras que la serie C no devengará intereses.

Las series preferentes A y B cuentan con 14 cupones de los cuales los diez primeros son de intereses y los cuatro restantes intereses y amortización de capital equivalente a un cuarto del monto emitido. La serie subordinada tendrá un solo cupón correspondiente al saldo insoluto.

Si bien la serie A y la serie B tienen la primera preferencia en el pago y son *pari passu* entre sí, en instancias de rescate se genera una subordinación de una parte del rescate de la serie A al pago total de la serie B debido a la aplicación del factor de ajuste por tipo de cambio, el cual tiene un elemento temporal en cuando se aplican los factores para los cálculos del prepago.

Rescate anticipado voluntario

La estructura cuenta con una instancia de rescate anticipado voluntario para las series preferentes siempre y cuando se cumpla con los términos establecidos. Estos rescates son aquellos que provienen por una decisión del originador de recomprar los créditos cedidos al patrimonio separado. Esta recompra se puede dar solo si se cumplen con los siguientes requisitos copulativos:

1. Han transcurrido 24 meses desde la primera colocación de los bonos preferentes.
2. El originador solicita la recompra con una antelación no menor a 45 días ni mayor a 60 días.
3. De ser parcial debe mantener la relación de cobertura mínima y cumplir con la composición de la cartera requerida.

El cálculo del prepago se establece en base a un rescate no sujeto a *make-whole*, calculándose el monto de amortización extraordinaria como el saldo insoluto multiplicado por el factor de rescate que establece dentro de los documentos de la operación (las que se presentan en la Tabla 2), más los intereses devengados y no pagados hasta la fecha del rescate.

Tabla 2: Fator de rescate series preferentes

Meses	24 a 26	27 a 29	30 a 32	33 a 35	36 a 38	39 a 41	42 o más
Serie A (USD)	0,9604	0,9687	0,9773	0,9863	0,9907	0,9955	1,0000
Serie B (CLP)	0,9620	0,9700	0,9785	0,9869	0,9914	0,9957	1,0000

Rescate anticipado obligatorio

Las series preferentes contemplan mecanismos de rescate anticipados obligatorios, los que pueden ser parciales o totales. Adicionalmente, los rescates anticipados obligatorios se pueden producir por acumulación de recursos (principalmente el fondo de reposición) o por aquellos gatillados por eventos determinados en los contratos de la operación.

En el caso de la acumulación de recursos, este prepago se ejecuta si se cumplen dos condiciones copulativamente:

1. Que el fondo de reposición haya mantenido un saldo superior a US\$ 500 mil durante tres fechas de corte consecutivas.
2. Que el originador notifique al emisor su intención de que se produzca el rescate.

El cálculo del rescate se realiza en base a los recursos con que cuente el fondo de rescate al momento de su ejecución.

Por otro lado, previa aprobación de la Junta de Tenedores de Bonos, el patrimonio separado podrá realizar un rescate total de los bonos preferentes ante los siguientes eventos, donde se someterá a aprobación el rescate anticipado obligatorio:

1. Mora o retraso por parte del emisor en el pago de cualquier cuota de capital e/o intereses de los bonos.
2. Que se genere cualquier evento de incumplimiento bajo el Contrato Marco, los que incluyen, entre otros:
 - a. Incumplimiento de la Relación de Cobertura Mínima o incumplimiento de la composición de la cartera requerida.
 - b. Insolvencia del originador, lo que incluye el inicio de procedimientos de liquidación o reorganización, salvo que dicha solicitud sea denegada en 30 días.
 - c. Incumplimiento de su obligación de remesar los montos netos por parte del administrador primario.
 - d. La ocurrencia de un efecto importante adverso que afecte la materialmente la situación financiera u operaciones del originador o la validez de los documentos de la transacción.
 - e. Un evento de *default* del *Senior Secured Notes Indenture* o cualquier otro endeudamiento que lo reemplace, o el incumplimiento de cualquier obligación de pago del originador que sea superior a US\$ 75 millones.

- f. La solicitud o decreto de cualquier embargo o medida precautoria que afecte los créditos cedidos al patrimonio separado, los montos recaudados o las cuentas recaudadoras.

De ocurrir cualquiera de estos eventos, la Junta de Tenedores de Bonos de las series preferentes deberá decir, por mayoría absoluta, sobre las siguientes opciones:

1. El prepago total o parcial de los bonos preferentes.
2. La suspensión o término definitivo de las adquisiciones periódicas de nuevos créditos bajo el Contrato Marco.
3. El término del contrato de administración primaria, reemplazando al originador como administrador.

La Junta de Tenedores de Bonos podrá aprobar un *waiver* al evento de rescate obligatorio o iniciar un proceso de rescate total, donde todos los montos que ingresen al fondo de rescate serán utilizados para el pago de los intereses devengados de los bonos preferentes, así como la amortización de éstos.

Además, el patrimonio separado dejará de adquirir nuevos créditos de forma temporal mientras un evento de incumplimiento persista y hasta que la Junta de Tenedores de Bonos se pronuncie.

Esquema operativo de la transacción

En términos sucintos, WOM entrega servicios de telefonía y datos móviles a sus clientes y facilidades en la compra de equipos de telefonía móvil. Estos servicios entregados por WOM permiten generar cuentas por cobrar y flujos futuros que son transferidos al patrimonio separado siempre y cuando cumplan con los criterios establecidos por la sociedad securitizadora.

Estos recursos son utilizados por el patrimonio separado para fondear las cuentas previamente establecidas y, posteriormente, realizar reposiciones de nuevos créditos (*cesiones revolving*) que permitan mantener el cumplimiento del valor mínimo de la cartera transferida al patrimonio separado.

La cobranza de los créditos traspasados al patrimonio separado lo realiza inicialmente WOM en su función de administrador primario, quien deberá hacer la cobranza ordinaria, prejudicial, judicial y extrajudicial a través de los agentes de cobranza que designe el originador. Los clientes de WOM podrán realizar sus pagos a través de distintos medios de recaudación (plataformas y/o agentes recaudadores), quienes tienen la obligación de depositar los fondos en cuentas corrientes abiertas a nombre del originador específicamente para este fin.

Durante la operación normal del patrimonio separado, se remesan los montos brutos (la compensación de los montos brutos recaudados con ciertos descuentos autorizados) a más tardar el día hábil siguiente a la emisión del reporte del administrador maestro que está definido en los contratos como las fechas de corte (cuatro veces al mes). En caso de ocurrir algún evento de incumplimiento, el originador deberá remesar la totalidad de los montos brutos recaudados (sin aplicar compensaciones o descuentos autorizados) de forma diaria. Adicionalmente, la securitizadora podrá instruir directamente a los medios de pagos para que depositen los fondos directamente en la cuenta del patrimonio separado sin pasar por las cuentas de recaudación del originador. La Ilustración 1 presenta un esquema de la estructura.

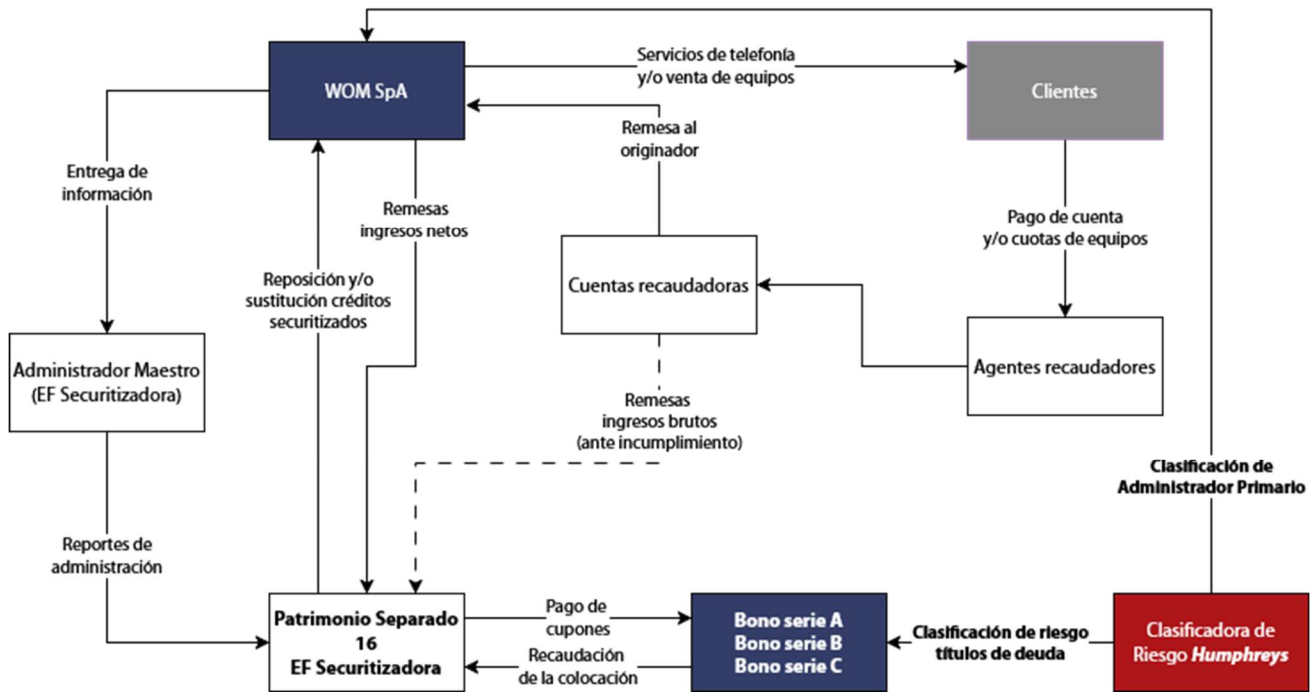


Ilustración 1: Esquema resumido de la operación del patrimonio separado

En los hechos, en caso de un deterioro de la situación financieras de WOM, que ponga en duda su continuidad comercial, la estructura legal y operativa de la operación de securitización entrega una alta probabilidad para que el flujo de caja recurrente de WOM sea traspasado al patrimonio separado, reteniendo dichos recursos en forma suficiente para poder pagar anticipadamente los bonos securitizados. En los hechos, bajo un escenario normal, los flujos mensuales de WOM transferido al patrimonio separado ascenderían entre US\$ 46,7 millones y US\$ 76,3 millones, para un nivel de deuda preferente de US63 millones

La fortaleza aludida en el párrafo anterior descansa en el nivel de flujo bruto que genera mensualmente el originador y en los mecanismos que permiten que la sociedad securitizadora reciba directamente los recursos desde los recaudadores como se explicó anteriormente.

Reservas exigidas y modelo dinámico

Características del activo

La cartera de créditos traspasadas al patrimonio separado se ven afectados por dos elementos que podrían alterar el nivel de los flujos futuros: i) la pérdida de clientes que contrataron servicios de telefonía y/o datos móviles y que fueron traspasados al patrimonio separado, y ii) incumplimiento por parte de los referidos clientes. En este contexto, el modelo dinámico aplicado por **Humphreys** asume distintos escenarios respecto al debilitamiento de los flujos entregados por WOM en el período que media entre el evento que

permite la aceleración de los títulos de deuda y la fecha en que el originador pierde la capacidad para seguir operando.

La tasa de abandono neto de los clientes o CHURN en su sigla en inglés, se ha estado reduciendo en los últimos años, ubicándose por debajo de un 1,0% mensual³, con excepción en el periodo entre el segundo trimestre de 2023 y el segundo trimestre de 2024, permitiendo reflejar una buena capacidad de retención de contratos a clientes durante la vida del patrimonio separado. La evolución de este indicador se presenta en la Ilustración 2.

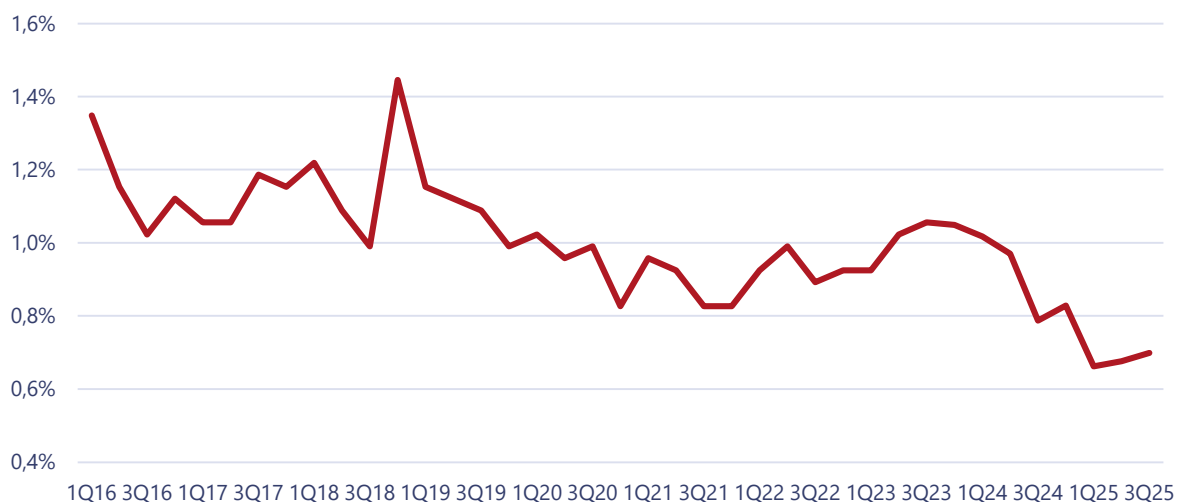


Ilustración 2: CHURN trimestral de la compañía mensualizado

Por otra parte, la información de camadas de ventas de equipos por parte del originador, muestran que en promedio se podría perder cerca del 19,8% del valor de los créditos traspasados al patrimonio separado relacionado con dichos flujos futuros. Sin embargo, los valores extremos del comportamiento de esta variable tienden a ser acotado en los primeros nueve meses, moviéndose entre 0,06% y 0,73% por la parte baja y entre 1,55% a 15,51% por la parte alta. Posterior a los nueve meses, la pérdida esperada mínima alcanza 1,93% a los 18 meses desde la venta del equipo, mientras que la parte alta de la distribución llega cerca de 50,00%. Sin embargo, este aumento corresponde a una camada en particular, la cual —si se elimina del análisis— los niveles máximos de la pérdida se situarían levemente sobre 25,00%. La Ilustración 3 presenta la distribución de la pérdida esperada de los créditos relacionados a la venta de equipos móviles.

La estructura establece que la composición de la cartera inicialmente podría estar concentrada en créditos de dispositivos móviles ya que los relacionados a servicios de telecomunicaciones parten con un mínimo del 10% de la cartera, los que se incrementan a un 65% al octavo mes de operación.

Considerando que el patrimonio separado inicialmente se expone más al riesgo de créditos de dispositivos móviles, se establece un sobrecolateral de 1,05 veces hasta el séptimo mes, y posteriormente se reduce a 1,00 veces el valor de los bonos preferentes.

³ Calculado en base a la información trimestral entregada por el originador.

Esta menor cobertura responde a que el patrimonio separado contaría con activos que debieran de sostener una generación de flujos más prolongados sin destinar muchos recursos a la recompra de nuevos créditos, aumentando la probabilidad de llenar los fondos que permiten el pago de los bonos preferentes.

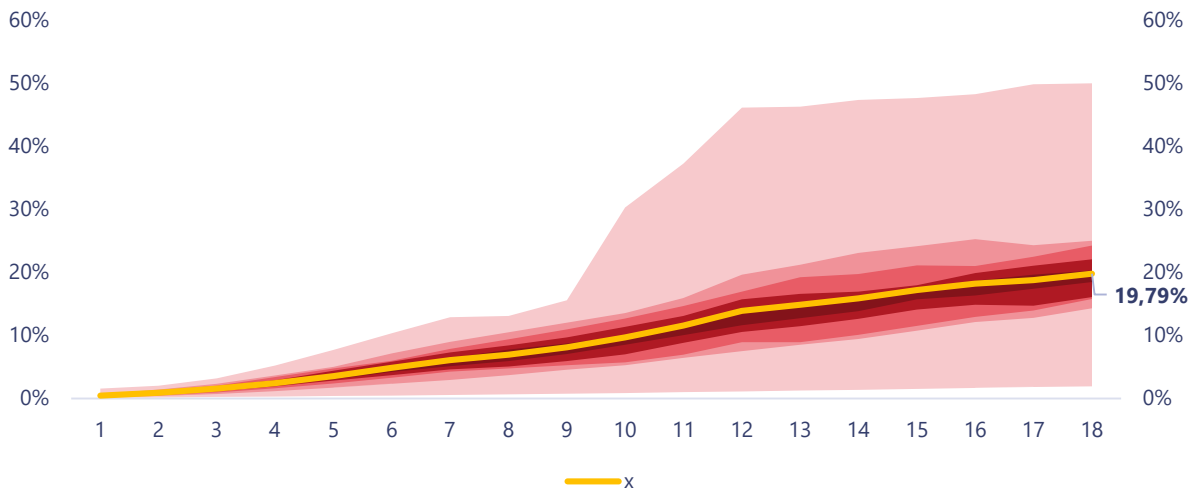


Ilustración 3: Comportamiento pérdida esperada de venta de equipos

Modelo dinámico

La aplicación del modelo dinámico de **Humphreys** toma en consideración el comportamiento de los indicadores históricos del originador, el conocimiento de la clasificadora respecto al comportamiento de activos de similar características y factores de estrés comúnmente utilizados por la firma en este tipo de operaciones. Algunos de los principales supuestos utilizados fueron:

1. Aumento en incumplimiento de cuentas por cobrar y reducción drástica en los flujos futuro que se producen una vez evidenciado un evento de aceleración del pago de los bonos.
2. Aumentos significativos en los niveles de morosidad friccional (desfase en el flujo de caja)
3. Variaciones en la materialización del default y en la tasa de CHURN de los activos.
4. No se asigna rentabilidad a los excedentes de caja.

El modelo de **Humphreys**, entre otros aspectos, permite determinar la probabilidad de *default* del bono y la pérdida esperada para los bonistas (la cual podría ser cero incluso en un escenario de *default*). La Tabla 3 muestra un resumen del resultado obtenido para las series de los bonos del patrimonio separado.

Tabla 3: Resumen de indicadores modelo dinámico

Serie	Probabilidad de Default	Pérdida Esperada	Duration del bono (meses)
Serie A y B (Preferente)	0,0800%	0,0471%	26,46
Serie C (Subordinada)	> 22,0000%	> 48,0000%	--

"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."