



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Nueva emisión

Analista
Xavier Bernal N.
Tel. (56-2) 433 5216
xavier.bernal@humphreys.cl

Banchile Securitizadora S.A.

Decimosexto Patrimonio Separado

E n e r o 2 0 1 1

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos securitizados:	
Serie 16A	AA
Serie 16C	C
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Septiembre de 2010
Clasificaciones asociadas:	
Administrador primario	CA3 ¹
Solvencia Ariztía	Privada

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N°16 BCHIS-P16
Activos de Respaldo	Derechos sobre flujos de pago
Originador/Administrador	Ariztía Comercial Ltda.
Administrador maestro	Acfín
Representante Títulos de Deuda	Banco Santander Chile
Características de los activos	Derechos sobre flujos de pago que tienen su origen en las ventas realizadas por Ariztía Comercial Ltda.

Características de las Series de Bonos				
Serie	Descripción	Valor nominal original (\$)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	10.000.000.000	7,0%	Abr-16
C	Subordinada	50.000	8,5%	Jul-16
Total		10.000.050.000		

¹ Clasificación que mide la habilidad de la empresa para llevar a cabo la gestión de cobranza. CA3 refleja una posición similar al promedio del mercado. Más antecedentes se pueden consultar en www.humphreys.cl o en ratings@humphreys.cl.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Humphreys, clasificó en “*Categoría AA*” los títulos de deuda de la serie A, preferente, y en “*Categoría C*” los títulos de la serie C, subordinada, emitidos por Banchile Securitizadora S.A., **Décimo Sexto Patrimonio Separado**.

El presente patrimonio, en lo que respecta a los activos que respaldan la transacción, estará conformado por una cartera compuesta por facturas en cobranza emitidas por Ariztía Comercial Ltda ⁽¹⁾. Tanto el interés como el capital de los bonos serán pagados con los flujos de caja generados por los activos que conforman el patrimonio separado. La operación sólo considera facturas asociadas a la venta de productos propios del giro del originador y a clientes ubicados dentro del territorio nacional.

La clasificación de la serie preferente responde a la fortaleza de la estructura financiera de la transacción, la que ha sido concebida para responder al pago de los títulos de deuda aun en la eventualidad que se interrumpieran las operaciones de Ariztía Comercial Ltda. y, además, dentro de ciertos límites, disminuyera significativamente el valor de las cuentas por cobrar (facturas) traspasadas al patrimonio separado, ya sea por una disminución en los recuperos, un aumento en los plazos de cobranza o un aumento en los niveles de dilución (negocios reversados). También se debe considerar el adecuado aislamiento del riesgo que efectivamente se está transfiriendo a los bonistas, eliminando o atenuando substancialmente los riesgos circundantes.

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

- Una reserva de activos equivalente al 9,83% para cubrir eventuales incumplimientos de los responsables del pago de las facturas (reserva por *default*). La cifra fue estimada en función de la calidad crediticia de los deudores y el comportamiento de pago histórico de los mismos. Según la información disponible a julio de 2010, los deudores con calificación superior o igual a Categoría A representan, aproximadamente, el 48,16% de las cuentas por cobrar y el nivel de reserva por *default* sobrepasa en más de 1,74 veces la mora superior a 90 días (promedio histórico).
- Un reserva por dilución, para cubrir posibles anulaciones de transacciones de compra, ascendiente a 7,99%. Este porcentaje supera en 1,16 veces el promedio histórico (datos entre septiembre de 2005 y julio de 2010).

⁽¹⁾ Se utiliza el concepto facturas, sin embargo el patrimonio separado define como activos de respaldo a los derechos sobre flujos de pago que tienen su origen en ventas realizadas por Ariztía Comercial Ltda.

- Existencia de mecanismos que incrementan las reservas por dilución y por *default* en la medida que el comportamiento futuro de la cartera de respaldo se deteriora en relación con los promedios históricos (reservas dinámicas).
- La constitución de fondos líquidos para solventar los gastos del patrimonio separado y para el pago de los intereses de los bonos, ambos formados inicialmente con el producto de la colocación del bono y complementados con reservas específicas. La reserva por intereses asciende a 1,65% de la cartera de respaldo y por gastos a 0,6%.
- Limitación a la concentración por clientes (3% de la cartera de respaldo), excepto para aquéllos con clasificación de riesgo superior a BBB a los cuales se le ha exigido la constitución de reservas específicas adicionales.
- Un sistema de recaudación de las cuentas por cobrar que, complementado con fondos específicos en esta materia, permiten aislar razonablemente los riesgos propios del administrador de los activos. Se ha establecido un fondo de liquidez ascendiente a 9% de la cartera de respaldo.
- El establecimiento de eventos de aceleración en el pago del bono que a juicio de **Humphreys** son oportunos en cuanto a anticipar situaciones que pudieren debilitar la capacidad de pago del patrimonio separado.
- Una estructura legal y operativa de la transacción que protege adecuadamente los intereses de los bonistas, en particular en lo relativo a la fijación de precio de los activos, modalidad de pago de éstos y requisitos exigidos para la devolución de los excedentes que corresponden al originador.
- Ausencia de riesgo inflacionario o de alteraciones en paridades cambiarias. Tanto los activos como los pasivos se expresan en pesos.
- Existencia de un administrador de control –Acfin- con el objeto de verificar y validar la información entregada por el originador.
- Sistema de revisiones aleatorias, mediante muestras, para medir la confiabilidad y legalidad de los activos traspasado al patrimonio separado.
- Nominación de un administrador sustituto –Banco de Chile- para tomar la cobranza de las cuentas por cobrar en ausencia de Ariztía Comercial Ltda.

El bono serie C, en tanto, ha sido clasificado en “*Categoría C*” dada su calidad de subordinado y a la mayor probabilidad de pérdida que pueden sufrir los tenedores de estos títulos.

Perspectivas de la clasificación

No existen antecedentes que permitan presumir cambios relevantes en las variables consideradas para la evaluación de patrimonio separado. Bajo este contexto, se califican las perspectivas de la clasificación como “*Estables*”.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA:

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

Categoría C

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

Característica de la Operación

Los activos que conformarán el presente patrimonio separado estarán compuestos por todos los derechos sobre flujos de pago que tienen su origen en las ventas realizadas por Ariztía Comercial Ltda., las que estarán acreditadas principalmente por facturas y, cuando las haya, por guías de despacho, notas de compra y de venta y, eventualmente, los pagarés y letras de cambio suscritos por los clientes. Estos activos son los responsables del pago del servicio de la deuda securitizada.

Activos del patrimonio

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

- Cuentas por cobrar por un mínimo de \$ 12.915 millones.
- Fondo de gastos por UF 550 aproximadamente (ver Anexo 2).
- Fondo de interés por \$ 171 millones (ver Anexo 2)

Al patrimonio separado sólo serán traspasadas las deudas asumidas por los clientes del originador que cumplan con ciertos criterios de selección definidos, como morosidad, concentración y antigüedad como clientes de Ariztía Comercial Ltda. (ver Anexo 5).

El precio de transferencia inicial por la compra-venta de las cuentas por cobrar de Ariztía quedó establecido en el anexo del Contrato Marco para la compra de Derechos sobre Flujos de Pago y el cálculo para determinarlo se define en el Anexo 3 de este informe.

Considerando que el plazo promedio de las cuentas por cobrar –alrededor de 45 días- es muy inferior a la duración de los bonos, los recursos captados por la gestión de cobranza se deben destinar recurrentemente a la compra de nuevas facturas, proceso conocido con el nombre de *revolving*. El precio de estas compras queda establecido, al igual que el precio de transferencia, en el Anexo 1 del Contrato Marco para la Compra de Derechos sobre Flujos de Pago y su cálculo se presenta en el Anexo 3 del presente informe.

Por último, cabe señalar que la operación contempla la existencia de siete fondos, los que se detallan en el Anexo 2; sin embargo, sólo los de gasto y de interés constituyen un soporte adicional a las facturas, dado que el resto se forma a partir de la recaudación de las mismas cuentas por cobrar.

Pasivos del patrimonio

Se emitirán dos títulos de deuda –serie 16A y 16C- denominados en pesos y por un monto nominal total de \$ 10.000.050.000. La serie A estará dividida en 500 títulos por un monto de \$ 20 millones cada uno y devengará un interés de un 7% anual. La serie C estará compuesta de un título por \$ 50 mil y devengará un interés de 8,5% anual.

En cuanto a los pagos de capital e intereses, la serie A comprenderá 20 vencimientos, los que serán trimestrales y de los cuales los 16 primeros serán sólo de intereses y los cuatro restantes corresponderán a intereses y capital. Por otro lado, por su carácter de subordinado, el pago del título de la serie C se hará con los saldos remanentes líquidos luego de haberse pagado completamente la serie A y las otras obligaciones del patrimonio separado.

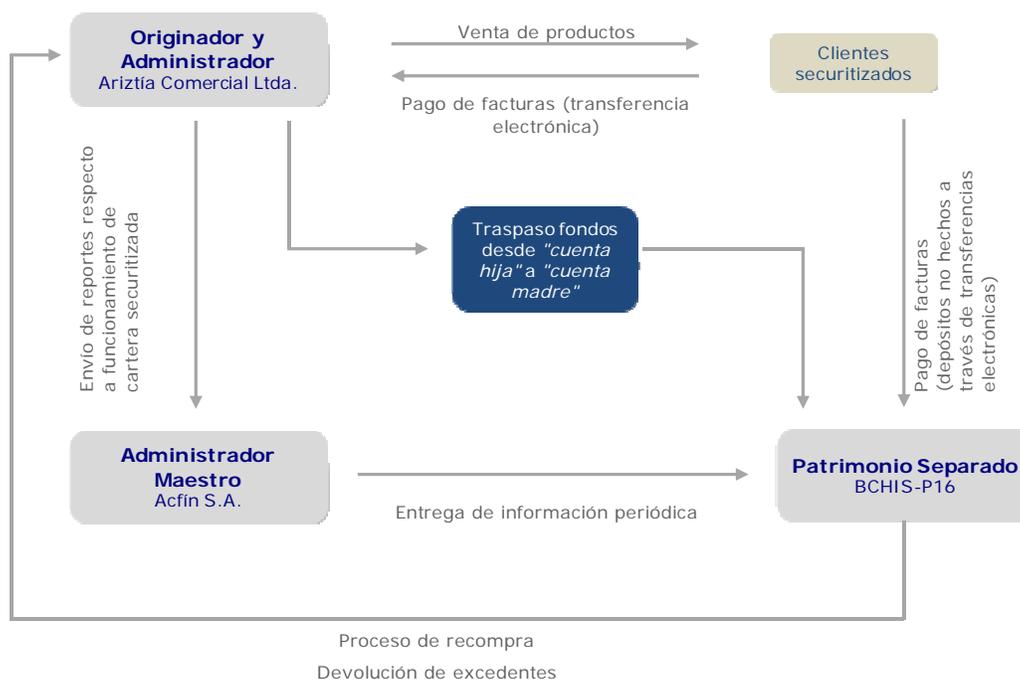
Pago adelantado de los títulos de deuda

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

Los prepagos anticipados podrán tener lugar desde los tres meses anteriores a la fecha de la primera amortización de capital, cuando se podrá realizar un prepago total de la serie A y luego de la serie C. Asimismo, el emisor podrá realizar prepagos anticipados parciales, por un monto mínimo de \$ 100 millones, si los recursos abonados al Fondo de Reposición han superado por más de tres meses seguidos un 15% del valor de la cartera (en Anexo 2 se explica el fondo de reposición).

En cuanto a los prepagos acelerados, el emisor procederá a llevarlos a efecto ante la ocurrencia de cualquier evento de aceleración (*triggers*), relacionado tanto con el patrimonio como con el originador. Estos *triggers* (definidos en el Anexo 1) tienen como propósito dar por término a la operación y así proteger a los bonistas, en caso de ocurrencia de sucesos que pudieran disminuir la capacidad de pago del patrimonio separado.

Esquema operativo de la transacción



En términos sucinto, las cuentas por cobrar originadas por venta de Ariztia a clientes previamente definidos son traspasadas al patrimonio separado. Los recursos captados por la cobranza son propiedad del patrimonio separado:

- El patrimonio separado utiliza los recursos para comprar nuevas facturas que se originen por la venta a los clientes previamente definidos
- En caso que las cuentas por cobrar de los clientes previamente definidos fuesen insuficientes para completar la cartera mínima exigida, Ariztia debe incorporar facturas de nuevos clientes. A partir de dicho momento, todas las futuras facturas de los nuevos clientes son traspasada al patrimonio separado.

- En caso que los recursos del patrimonio separado fuesen insuficiente para cubrir el precio de compra de las facturas, se origina una cuenta por pagar de éste a favor de Ariztía, que se salda en la medida que la operación genere excedente. En el evento de prepago acelerado, este pasivo está subordinado al pago de los bonos.
- Si el originador no tuviese para traspasar las facturas necesarias para completar la cartera de respaldo mínima exigida, se forma un fondo líquido en reemplazo de las cuentas por cobrar (si este fondo se prolonga en el tiempo, se “gatilla” un evento de prepago acelerado).

Reservas exigidas

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

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

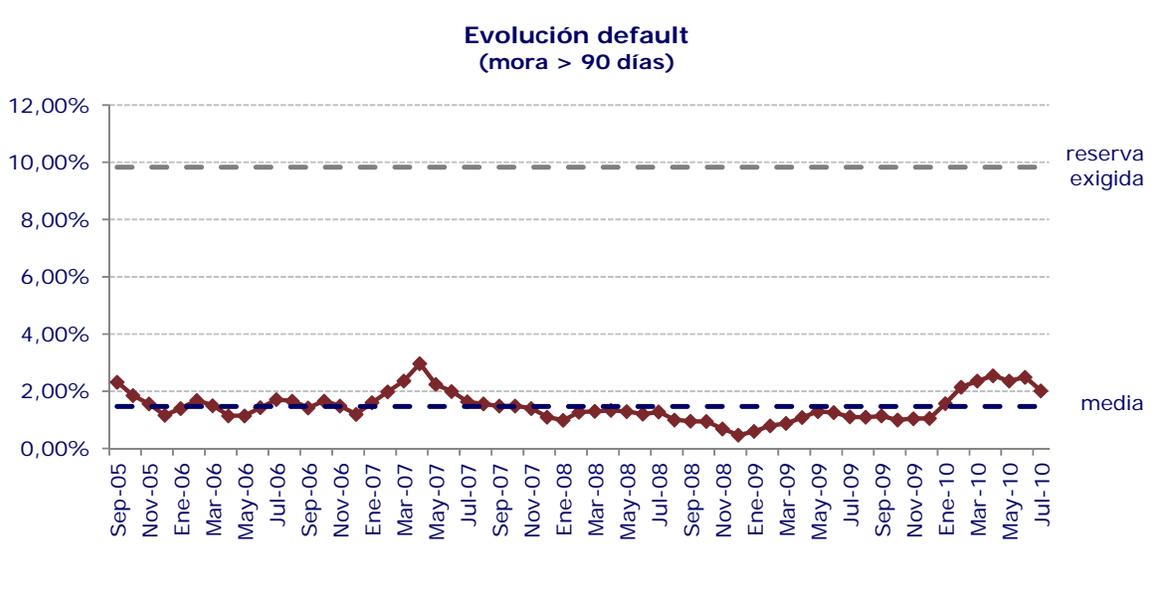
- i) Aumento en el nivel de incumplimiento por parte de los deudores (riesgo de *default*).
- ii) Incremento de operaciones o facturas anuladas o reversadas (riesgo de dilución).
- iii) Incapacidad del originador de aportar nuevas facturas o aumento de gastos (riesgo de déficit en fondo de gastos y en fondo de interés).
- iv) Atraso en el pago de factura de clientes importantes en términos de monto (riesgo de concentración y probable problema de iliquidez).
- v) Incapacidad para hacer llegar al patrimonio separado la totalidad de la recaudación de las cuentas por cobrar al patrimonio separado (riesgo de entrapamiento de recursos). Este riesgo puede ser cubierto con un fondo de liquidez.

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

Sobrecolateral por *default*

Tiene como propósito proteger la capacidad de pago del patrimonio separado ante la eventualidad de incumplimiento por parte de los deudores. Para efecto de la determinación del sobrecolateral se asumen como *default* las cuentas por cobrar con morosidad superior a 90 días. Para la cartera de Ariztia Comercial Ltda., el sobrecolateral exigido por este concepto corresponde al máximo valor entre 9,83% de la cartera de respaldo y el promedio móvil mensual del último trimestre multiplicado por 2,2.

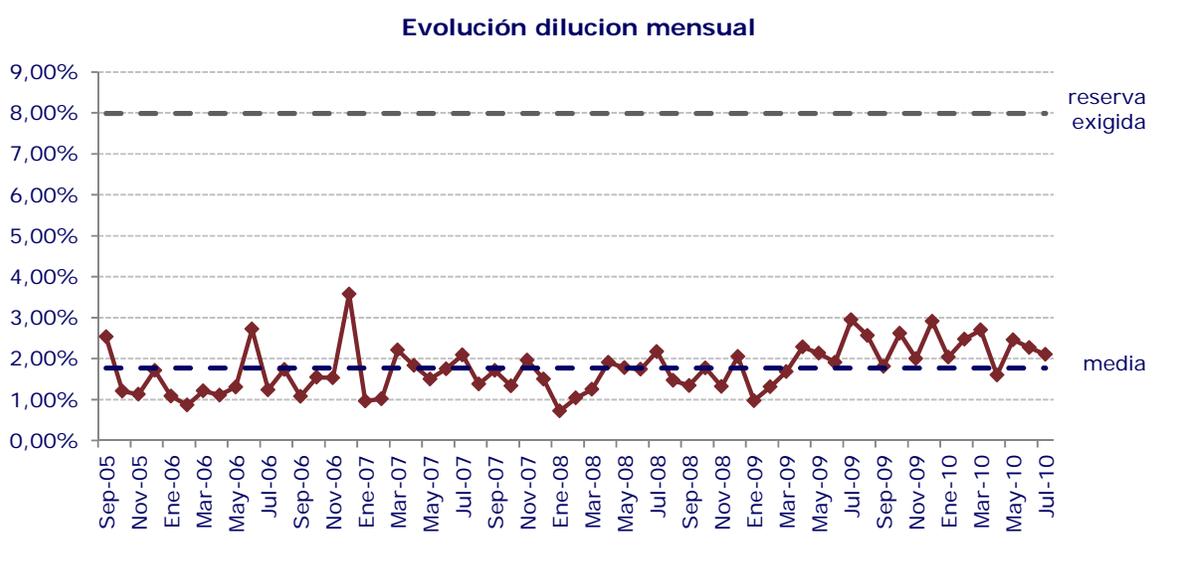
Para el período comprendido entre septiembre de 2005 y julio de 2010, la cartera de cuentas por cobrar presenta una morosidad promedio superior a 90 días de 1,47%, siendo su nivel más alto un 2,97% en abril de 2007. En el siguiente gráfico se presenta la evolución de la mora sobre 90 días durante el período analizado:



Sobrecolateral por dilución

Por dilución se entiende cualquier hecho que haga disminuir el monto de las cuentas a cobrar de un cliente por motivos distintos al pago de éstas, como por ejemplo, la devolución de mercadería o notas de créditos por error en precios. Para efectos de la presente clasificación, se exigió como reservas por dilución el mayor valor entre 7,99% de la cartera de respaldo y el promedio móvil mensual del último trimestre multiplicado por 2,2.

En el siguiente gráfico se muestra la dilución de la cartera de Ariztía Comercial Ltda. entre septiembre de 2005 y julio de 2010, medida como porcentaje del saldo de la cartera total a la misma fecha. En el gráfico se observa que la dilución máxima se presentó en diciembre de 2006 con un nivel de 3,58% mientras que la dilución promedio es de un 1,77%:



Sobrecolateral por gastos

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

Para la cartera de activos de Ariztía Comercial Ltda., se han exigido reservas por este concepto correspondientes al máximo valor entre 0,6% de la cartera de respaldo y un monto fijo equivalente al 0,6% de la cartera de respaldo inicial.

Sobrecolateral por interés

Se ha determinado una reserva por intereses adicional al fondo creado para este concepto, con el fin de soportar cualquier imprevisto que pudiese surgir durante la vida del bono (por ejemplo, posibilidad que el plazo de pago del bono exceda el período para el cual se realizaron las

provisiones). Las reservas exigidas por este ítem corresponden al 1,65% de la cartera de respaldo.

Sobrecolateral mínimo exigido

Dadas las reservas por *default*, dilución, gastos e intereses, las reservas correspondientes al sobrecolateral mínimo exigido ascienden a 20,07% de la cartera de respaldo al inicio del patrimonio separado. Dado ello, para determinar la cartera de respaldo se debe dividir el monto del bono preferente por uno menos el sobrecolateral exigido tal como se presenta a continuación:

$$\text{Cartera de Respaldo} = \frac{10.000 \text{ MM\$}}{(1 - 20,07\%)}$$

Sobrecolateral dinámico por concentración

Los riesgos asociados a la concentración de clientes se pueden reflejar en situaciones como:

- Cesación de pago de un cliente individual con un efecto significativo sobre el patrimonio separado;
- Aumento en el poder negociador de un cliente lo cual podría traducirse en mayores niveles de dilución o cambios en los plazos de pago;
- Problemas puntuales de liquidez por parte de clientes que pudieren traducirse en retraso en los pagos pudiendo provocar descalce en los flujos de caja del patrimonio separado.

En la estructuración de este patrimonio separado, el límite máximo de concentración establecido para la cartera es de 3% para cada uno de los clientes. Las excepciones corresponderían para aquellos deudores con una clasificación de riesgo superior a BBB, en donde las concentraciones máximas permitidas irán variando de acuerdo al *rating*. Para esta primera emisión las empresas a las que se les permitió una concentración mayor al 3% serían el grupo Cencosud, D&S, Falabella (Tottus) y Supermercados del Sur. Las tres primeras con un máximo de 20% y un 12% para Supermercados del Sur.

Clientes	Concentración actual (Jul-2010)	Concentración máxima permitida	Factor de reserva (*)
Cencosud	15,25%	20%	4,6%
D&S	13,92%	20%	7,9%
Tottus	6,50%	20%	7,5%
Supermercados del Sur	12,49%	12%	9,4%

(*) El factor de reserva se aplica sobre la diferencia entre la concentración vigente y 3%, respetando la concentración máxima permitida en cada caso

Así entonces, el sobrecolateral en cada caso se define como:

- Sobrecolateral por Concentración Cencosud = $(\text{Concentración Real} - 3\%) * 4,6\%$.
- Sobrecolateral por Concentración D&S = $(\text{Concentración Real} - 3\%) * 7,9\%$.
- Sobrecolateral por Concentración Tottus (Falabella) = $(\text{Concentración Real} - 3\%) * 7,5\%$.
- Sobrecolateral por Concentración Supers. del Sur = $(\text{Concentración Real} - 3\%) * 9,4\%$.

Es así como la reserva por concentración, medida según antecedentes a julio de 2010, ascendió a un 2,42%.

El sobrecolateral por concentración no es exigido en caso que el emisor decida no sobrepasar el 3% en algunos de los referidos deudores.

Sobrecolateral por recaudación

Esta reserva se calcula en función del riesgo de entrapamiento del dinero al no ir directamente los pagos de los deudores a nombre del patrimonio separado. Mientras las recaudaciones no sean entregadas por el originador al patrimonio separado, este último asume necesariamente los riesgos propios del primero. En el caso de securitizaciones respaldadas por facturas, este riesgo se eleva por el hecho de presentar una mayor rotación de las cuentas por cobrar, incrementando así la importancia de los montos recaudados diariamente y el impacto que se tendría sobre el pago del bono si dichos recursos y, en definitiva, no se enteran en forma oportuna al patrimonio separado.

Por efecto que los pagos de los deudores atomizados de la cartera de Ariztía Comercial Ltda. no van directamente al patrimonio separado, se exige una reserva equivalente al 9% de la cartera de respaldo. No obstante, por este concepto se permite que la reserva quede conformada por los excesos de concentración sobre la concentración máxima permitida a cada cliente y si falta, se complete con la cartera de respaldo.

En caso de no disponerse de activos para este concepto, se debe constituirse un fondo de liquidez, boleta bancaria o póliza de seguros con un valor equivalente.

Sobrecolateral de reservas

En la siguiente tabla se resumen las reservas exigidas por cada uno de los puntos anteriores expresadas tanto en porcentaje como en monto todo medido respecto a la cartera de respaldo:

Reserva exigida		
Bono serie 16A	MM\$ 10.000	
Cartera de respaldo	\$ 12.914.890.869	
Reserva	22,57%	
Default	9,83%	\$1.269.533.772
Dilución	7,99%	\$1.031.899.780
Gastos	0,60%	\$77.489.345
Intereses	1,65%	\$213.095.699
Concentración	2,50%	\$322.872.272
Recaudación	9%	-
Total reservas	\$ 2.914.890.869	

“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 Superintendencia de Valores y Seguros 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

Eventos de aceleración

1. Si el valor de la cartera es inferior al valor mínimo de la cartera.
2. Cuando la razón cartera morosa sobre la cartera en un mes, calculada en forma del promedio móvil trimestral, sea superior a 3%, en caso de mora entre 90 y 180 días.
3. Si el promedio mensual de los tres últimos meses de las remesas que ingresan efectivamente al patrimonio separado, en el trimestre inmediatamente anterior, es inferior a 50% del valor mínimo de cartera.
4. Si el plazo promedio ponderado de vencimiento de la cartera de derechos sobre flujos de pago excede los 60 días considerado como promedio móvil trimestral a la fecha en que se realice la revisión.
5. Si la dilución medida sobre la cartera es superior al 6% de la misma.
6. Si por cualquier causa se cambia al administrador de los derechos sobre flujos de pago, o antes de ello, si el administrador no deposita en las cuentas corrientes que haya designado la securitizadora, la remesa de la forma y dentro del plazo establecido en el contrato de administración.
7. Si los activos que integran el patrimonio separado se viesen afectados física, jurídica o tributariamente, o bien, por decisiones de autoridad, de tal forma que resultara comprometida su función y no se pudiese proceder al pago del próximo vencimiento de intereses, o intereses y capital, según corresponda.
8. Si el originador o Agrícola Ariztía Limitada solicitare la declaración de su propia quiebra o fuese declarada en quiebra por cualquier motivo.
9. Si el grupo Ariztía o cualquiera de las sociedades que lo conforman:
 - a) dejare de cumplir en la oportunidad debida, cualquier disposición, estipulación o convenio celebrado con los Acreedores singularizados en el Contrato de Crédito Sindicado o con terceros y este incumplimiento genere o pueda generar un Efecto Importante Adverso.

- b) dejare de cumplir en la oportunidad debida obligaciones de pago con cualquier acreedor, en la medida que se trate de una obligación por un monto superior al equivalente de 40.000 Unidades de Fomento o dos o más obligaciones que sean por un monto igual o superior al equivalente de 50.000 Unidades de Fomento, y dicha situación no fuere subsanada dentro del plazo de 30 Días Hábiles Bancarios contados desde el incumplimiento; o
- c) dejare de cumplir en la oportunidad debida, cualquier obligación asumida por el Grupo Ariztia o por cada una de las sociedades que lo conforman en el Contrato de Crédito Sindicado.

Anexo 2

Fondos patrimonio separado

Fondo Gastos: Se abonará inicialmente con los recursos provenientes de la colocación de los bonos por el monto equivalente de un mes de gastos del patrimonio separado, igual a un doceavo de los gastos totales anuales del patrimonio separado. Estos recursos corresponden a la parte del precio que tiene derecho el originador por la venta de los activos y que son retenidos por el emisor para ser aportados al fondo. Posteriormente se abonará en una suma equivalente a un tercio del gasto efectivo mensual del patrimonio separado en cada fecha que se inicie una cuadratura. Este procedimiento se seguirá hasta el entero pago de los bonos.

Fondo Intereses: Se abonará inicialmente con recursos provenientes de la colocación de los bonos serie A hasta por el monto del pago del primer cupón de intereses. Este fondo se mantendrá hasta que se pague la última cuota de intereses. El fondo se abonará en cada fecha que se realice una cuadratura por un monto equivalente a un noveno del monto total que corresponda pagar en el próximo vencimiento de intereses, además se ajustará proporcionalmente durante el período de amortización, de este modo el fondo irá disminuyendo proporcionalmente.

Fondo Amortización: Se abonará a partir de la primera cuadratura posterior al último vencimiento sólo de intereses. El monto se determinará dividiendo el monto total de la próxima amortización que corresponda pagar en el respectivo trimestre, por el número de abonos que correspondan hacer ese trimestre.

Fondo Aceleración: Se forma sólo con la ocurrencia de cualquier evento de prepago acelerado. Estos recursos serán utilizados para el pago al fondo de gastos, intereses, amortización, prepago acelerado, reposición, prepago anticipado, cuentas por pagar acumulados y, por último, al fondo de excedentes.

Fondo de Prepago Anticipado, total o parcial: Se formará al día siguiente de ocurrido un evento de prepago anticipado. Este se compondrá con todos los ingresos netos de caja de acuerdo a la prelación antes señalada.

Fondo Reposición: Se completará con aquellos recursos que el emisor no destinará a la compra de nuevos derechos sobre flujos de pago por no contar el originador con cuentas por cobrar suficientes que cumplan con los requisitos establecidos en el contrato marco. Este fondo

tiene como fin completar el valor mínimo de la cartera y se mantendrá por todo el tiempo necesario hasta que la suma de nuevos negocios y la reposición completen nuevamente este valor.

Fondo Excedentes: Se abonará con todos los recursos que no hayan sido utilizados para el abono de los fondos anteriores.

Anexo 3

Metodología de determinación del precio

Precio al momento de entero del activo (t=0)

$$VAM_0 = VC + VCLP_0$$

$$\text{Si } CCTE_0 > VAM_0 \Rightarrow pC_0 = VAM_0$$

$$\text{Si } CCTE_0 < VAM_0 \Rightarrow pC_0 = VAM_0 - FR_0$$

$$FR_0 = VAM_0 - CCTE_0$$

Donde:

- **t=0**: Momento del entero de activo.
- **C₀**: Cartera enterada por el Originador al Patrimonio Separado en t=0.
- **VAM₀**: Valor Mínimo de la Cartera en t=0.
- **CCTE₀**: Cuentas por Cobrar Totales Elegibles en el período t=0.
- **FR₀**: Fondo Reposición en el período t=0.
- **pC₀**: Precio a pagar por C₀.
- **VCLP₀**: Valorización "Cuenta por Pagar Largo Plazo" en t=0.
- **VC**: Monto Recaudado Colocación Bono.

Precio durante el Período de Revolving y Amortización

a) **Precio Nuevos Negocios (PNN_i)**:

$$PNN_i = (1 - REC_i) * \sum_{k=1}^n [NN_{ik} * (FM_{ki})] - GP_i$$

Donde:

- **i**: Fecha de cierre de la cuadratura actual.
- **NN_{ik}**: Derechos sobre flujos de pago (con vigencia >= 8 días) generados entre la cuadratura i y la cuadratura del cierre anterior por el cliente k menos los excesos de concentración del cliente k.
- **FM_{ki}**: Factor de morosidad del cliente k a la cuadratura i.
- **REC_i**: Reserva exigida colateral en la cuadratura i.

- **GP_i**: Provisión de gastos del patrimonio separado e intereses del bono del período de cuadratura i.

b) **Precio Reposición(PR_i):**

$$PR_{ki} = (RM_{ki} + RV_{ki} - E_{ki}) * (FM_{ki}) * (1 - REC_i)$$

Donde:

- **i**: Fecha de cierre de la cuadratura actual.
- **RM_{ki}**: Derechos sobre flujos de pago vencidos morosos del nuevo cliente k a la fecha de cuadratura i.
- **RV_{ki}**: Derechos sobre flujos de pago por vencer del nuevo cliente k posterior a la fecha de la cuadratura i.
- **E_{ki}**: Exceso de concentración permitida para el cliente k en la cuadratura i.
- **FM_{ki}**: Factor morosidad del cliente k a la cuadratura i.
- **REC_i**: Reserva exigida colateral de la cuadratura i.

Anexo 4

Análisis de riesgos operativos de la transacción

La securitización tiene como base que los riesgos propios de los activos que conforman el patrimonio separado sean asumidos exclusivamente por los bonistas. La exigencia de sobrecolateral reduce el riesgo de los bonos por cuanto implica la tenencia de activos por un nivel superior a los que se requerirían bajo el supuesto que todos los créditos se pagan en los términos y condiciones inicialmente pactadas.

- **Riesgo tasa de colocación**

La primera compra de activos se financia con los recursos captados en la colocación de los bonos, monto que en definitiva depende de la tasa de interés efectiva del proceso de venta de los títulos de deuda. De esta manera, el riesgo de tasa de interés no lo asume el patrimonio separado y se transfiere al vendedor de los activos.

La forma de pago de los activos ha sido estipulada y formalizada a través de escritura pública en el Contrato Marco para la Cesión de Derechos Sobre Flujos de Pago y de Créditos.

- **Gestión de cobranza**

De acuerdo con los criterios de clasificación de *Humphreys*, la habilidad que presentan las empresas en relación con su función de cobranza inciden directamente en los resultados de su gestión, en especial en épocas de crisis (mayor o menor capacidad de recuperación de los créditos). En esta operación existen mecanismos para atenuar el riesgo de cobranza y no comprometer el pago de los bonos:

- Se ha calificado a Ariztía Comercial Ltda. en su calidad de administrador de los activos, asignándole la “*Categoría CA3*”. Esta calificación ha sido incorporada como elemento de juicio al momento de efectuar los análisis de estrés a la cartera.
- De deteriorarse a futuro la gestión de Ariztía Comercial Ltda., la sociedad securitizadora tiene la atribución de poner término al Contrato de Administración.
- Existen incentivos para que Ariztía Comercial Ltda. mantenga o mejore la calidad de su gestión: i) una mala cobranza perjudica en primera instancia al bono serie C en poder del grupo, y ii) perder la administración implicaría traspasar los antecedentes de la cartera a otro administrador.

- Se controla permanentemente (por Acfin) la información entregada por el originador. Ello permite dar oportunamente solución a posibles indicios de deterioro de la gestión de cobranza.

- **Continuidad de la administración**

No es posible garantizar la continuidad de Ariztía Comercial Ltda. como administrador primario durante toda la vigencia de los títulos de deuda, quedando expuesto el patrimonio a una interrupción del servicio de cobranza. Producto del riesgo de interrupción de la gestión de cobranza, la sociedad securitizadora ha suscrito un convenio, mediante escritura pública, con el Banco de Chile -“Contrato de Administración Contingente”-, donde la entidad bancaria se compromete a asumir la administración de la cartera de activos si, por cualquier motivo, Ariztía Comercial Ltda. no continuara con tal función. El eventual rol de cobranza del Banco de Chile sería remunerada en los mismos términos que se ha pactado para Ariztía. Asimismo, el contrato con el Banco Chile en nada inhibe a la sociedad securitizadora para seleccionar un tercer administrador si lo estimare más aconsejable.

- **Entrampamiento de recursos**

Por entrampamiento de recursos se entiende cualquier situación que impida que los fondos captados en el proceso de recaudación lleguen íntegra u oportunamente al patrimonio separado. Mientras las recaudaciones no sean entregadas por el originador al patrimonio separado, este último asume necesariamente los riesgos propios del primero. En el caso de securitizaciones respaldadas por facturas, este riesgo se eleva por el hecho de presentar una mayor rotación de las cuentas por cobrar, incrementando así la importancia de los montos recaudados diariamente y el impacto que se tendría sobre el pago del bono si dichos recursos, en definitiva, no se enteran en forma oportuna al patrimonio separado.

Por efecto que los pagos de los deudores atomizados de la cartera de Ariztía Comercial Ltda. no van directamente al patrimonio separado, se exige una reserva equivalente al 9% de la cartera de respaldo. No obstante, por este concepto se permite que la reserva quede conformada por los excesos de concentración sobre la concentración máxima permitida a cada cliente y si falta, se complete con la cartera de respaldo.

En caso de no disponerse de activos para este concepto, debe constituirse un fondo de liquidez, boleta bancaria o póliza de seguros con un valor equivalente.

- **De la validez de la calidad del deudor y de la deuda**

Toda operación de securitización implica que exista certeza en cuanto a que los activos han sido efectivamente transferidos al patrimonio separado, de manera que nadie dispute la propiedad de los mismos o que algún deudor no reconozca a éste como acreedor. Bajo este contexto, se contemplan los siguientes mecanismos de protección.

- La apertura de la “Cuenta Hija” y “Cuenta Madre”, la primera abierta a nombre de Ariztía Comercial Ltda. y la segunda, a nombre de la securitizadora. Con ellas todos pagos de los deudores que lo hacen a través de transferencias electrónicas a Ariztía, serán transferidos diaria y automáticamente al patrimonio separado.
- Ariztía y Banchile Securitizadora han suscrito un contrato, por escritura pública, en donde el primero se obliga a vender, ceder y transferir al segundo los derechos sobre los flujos de pago derivados de las ventas de Ariztía Comercial Ltda. Se deja constancia que la empresa ha contratado un seguro de crédito por una parte relevante de sus cuentas por cobrar, cuya póliza quedará endosada a las aquellas cuentas que serán traspasadas al patrimonio separado.

Por otra parte, se hace necesario que las facturas transferidas al patrimonio separado estén debidamente extendidas y cumplan con los requisitos formales para su cesión. Para estos efectos la operación ha definido la revisión aleatoria y periódica de los documentos adquiridos.

La revisión de deudores, que se deja estipulada en el anexo del contrato marco, se divide en una revisión inicial y luego en un seguimiento mensual. Para la primera se analizan los deudores, lo que implica una muestra de 100 clientes y un análisis de los derechos al cobro, tomando una muestra aleatoria de 750 facturas vigentes (50% manuales y 50% electrónicas) de la cartera a transferir al patrimonio separado. En esta revisión se comparará la información entregada por Acfín con la de la copia de la factura ya sea manual o electrónica (la primera se encuentra en poder del banco y la información de la segunda en el SII y en la copia impresa que estará en poder del administrador). También se constatará la entrega de la mercadería que en la factura está estipulada y que se hayan cumplido con las formalidades en la cesión de los flujos al patrimonio separado. En la revisión mensual se revisarán los mismos puntos pero con una muestra más reducida de facturas y clientes.

La revisión legal, también estipulada en el contrato marco, se hará para 500 facturas al inicio de la operación y para 100 facturas vigentes en los meses siguientes y que no hayan sido revisadas anteriormente. Se confirmará que estos cumplan con los requisitos formales para su cesión y así

llegar a tener mérito ejecutivo, establecido en la ley 19.983, en especial lo indicado en los artículos 4, 5 y 9 y en su reglamento.

- **De la rapidez de respuesta a distintos eventos**

Existen eventos que de no mediar una respuesta oportuna podrían llevar a un deterioro en la capacidad de pago del patrimonio separado. Dado ello, se hace necesario que la operación asegure razonablemente una gestión adecuada del patrimonio separado. En este aspecto, se tiene:

- Existe una brecha de tiempo natural entre el momento en que se adopta la decisión de cambiar el administrador y la fecha en que ello se oficializa, el cual será menor o mayor dependiendo de la diligencia con que actúe la sociedad securitizadora. Con todo, los fondos destinados para el entrapamiento de recursos pueden ser utilizados ante eventuales perjuicios.
- A juicio de la clasificadora, los *triggers* son adecuados en cuanto permiten anticipar cambios en el comportamiento de los activos. Además, el seguimiento mensual de **Humphreys** permitiría reflejar cambios en la calidad de pago del patrimonio separado.

Anexo 5

Originador: Ariztía Comercial Ltda.

A continuación se presentan algunos puntos relevantes relacionados al originador de los derechos sobre flujos de pago del patrimonio separado. Para obtener mayor información sobre la administradora, visitar nuestra página web (www.humphreys.cl), donde se encuentra un análisis detallado de Empresas Ariztía.

- **La empresa**

Grupo Ariztía (en adelante Ariztía) es un conglomerado de empresas orientadas a la explotación del rubro avícola, incluyendo la crianza de aves, su faenación y comercialización, fabricación de alimentos, y compra, construcción y mantención de los bienes necesarios para dicha explotación. Para estos efectos se han constituido diferentes empresas, las que si bien funcionan como una sola unidad económica y tienen un propietario común (familia Ariztía), legalmente son sociedades independientes y no conforman un *holding* propiamente tal. Bajo este contexto, destacan las sociedades Agrícola Ariztía Ltda. (dueña de la mayoría de los activos fijos del grupo) y Ariztía Comercial Ltda. (propietaria de la mayor parte de las cuentas por cobrar).

Actualmente, la empresa produce y comercializa pollos y pavos frescos, congelados y sus productos derivados como cecinas y otros, con énfasis en la calidad e innovación. Se caracteriza por ser una empresa líder en el rubro avícola abarcando cerca del 30% de participación mercado a nivel nacional. Ariztía es propietaria de toda la cadena productiva y distribución necesarias para la comercialización de sus productos.

Para dar cumplimiento a sus objetivos, ha conformado un conglomerado de empresas (estructurada bajo quince sociedades actualmente operativas) cuyas actividades se desarrollan a través de tres áreas funcionales: producción, comercial y apoyo. Todas las empresas del grupo son controladas por la familia Ariztía.

- **Cartera administrada**

La cartera administrada considera las ventas realizadas por todas las empresas del grupo. A junio de 2010 se distribuían en un 83,7% en el mercado nacional y en un 16,3% en el mercado externo. Estas ventas se distribuyen sobre una base de 25.000 clientes, separados en supermercados, comerciantes minoristas, mayoristas, horeca (hoteles, restaurantes y cafés) e industriales.

Actualmente, en torno al 90% de las ventas se concentran en Ariztía Comercial Ltda., activos que servirán de base para llevar a cabo el proceso de securitización. Estas ventas se distribuyen entre supermercados (50%), comerciantes minoristas (22%), mayoristas (9%), horeca (13%), industriales (3%) y otros canales (3%).

Según datos a julio de 2010, cinco clientes concentran el 59,84% de la cartera susceptible a ser securitizada.

Cliente	Participación
Cencosud Retail S.A.	15,25%
Comercial D&S S.A.	13,92%
Supermercados del Sur Ltda.	12,49%
Rendis Hnos. S.A.	11,68%
Tottus S.A.	6,50%

- **Criterio selección clientes**

Las facturas que acreditan la existencia de los derechos sobre flujos de pago corresponderán siempre a clientes del originador que cumplan con lo siguiente:

- Que registren una antigüedad de al menos seis meses operando con el originador, salvo en los casos que el cliente haya cambiado de RUT.
- Sólo un porcentaje de los clientes que integren el patrimonio separado podrán tener una morosidad superior a 60 días contados desde la fecha de vencimiento de cada factura. Este porcentaje estará determinado por la clasificación de riesgo de cada deudor, es así como:
 - Clasificación de riesgo AA, el porcentaje será de 50%.
 - Clasificación de riesgo A, el porcentaje será de 35%.
 - Clasificación de riesgo BBB o inferior, el porcentaje será de 25%.
- El último porcentaje se aplicará también a aquellos deudores que superen el límite de concentración del 3% y aquellos sin clasificación de riesgo.