Humphreys
CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Primera Clasificación del Emisor y sus valores

A n a l i s t a
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

Volcom Securitizadora S.A.

Primer Patrimonio Separado

Diciembre 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	**Categoría**	**Tendencia**
Línea de bonos securitizados		
Serie A1	AAA	Estable
Serie B1	AA	Estable
Estados financieros	-	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 950 de 24.06.2019
Serie A (BVOLS-A1)	Primera emisión
Serie B (BVOLS-B1)	Primera emision

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BVOLS-P1
Activos de Respaldo	Mutuos hipotecarios endosables
Originadores y	Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A.
Administradores Primarios	AVLA S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco Santander Chile
Características de los activos	Mutuos hipotecarios endosables, emitidos en unidades de fomento con tasas de interés fija y respaldo de bienes raíces.

Resumen características cartera securitizada

Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual* promedio	Valor promedio garantía
Mutuos hipotecarios endosables	751.586	347	4,93%	88,60%	UF 2.613

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado.

Características de las series de bonos

Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor par actual (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A1	Preferente	750.000	750.000	3,30%	dic-49
B1	Subordinada	10.000	10.000	5,00%	dic-49
Total		**760.000**	**760.000**		

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo asignada por ***Humphreys*** a los bonos emitidos por **Volcom Securitizadora S.A.** (primer patrimonio separado), se basa en los niveles de protección que otorgan los flujos esperados de los activos securitizados a las series clasificadas, ello en consideración al nivel de riesgo de estos, los cuales están conformados por 347 mutuos hipotecarios endosables originados por Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A., los cuales, además, disponen de una póliza de seguro de crédito emitida por una compañía de seguros.

La clasificación de los bonos serie A1 y B1 en "*Categoría AAA*" y "*Categoría AA*" respectivamente, se basa principalmente en los siguientes factores:

1. La existencia de un marco legal y contractual que delimita en forma clara los derechos y obligaciones del patrimonio separado, de su administrador, de la sociedad securitizadora y de los tenedores de los bonos.
2. En el caso de la serie A1, el hecho que la pérdida esperada para los bonistas, según el modelo dinámico de ***Humphreys*** tiende al 0,00% (Ver Acápite Principales Conclusiones del Modelo).
3. La serie B1 se encuentran subordinadas al pago de la serie preferente (serie A1). Esta serie—en mayor o menor medida—requiere que la transacción logre capturar el sobrecolateral representando por el diferencial de tasa entre activos y pasivos. Dado ello y producto de la prelación de pago existente, el modelo de evaluación arrojó una pérdida esperada para la serie B1 levemente superior a 0,56%.
4. Además, se consideran los mecanismos establecidos por la estructura con tal de mantener el diferencial de tasas entre activos y pasivos—ya sea por sustitución de activos o prepagos de bonos—o de liquidar los activos en caso de que el nivel de deuda sea relativamente pequeño para mantener la estructura. Asimismo, se consideró los efectos de la existencia de una póliza de seguros que garantiza el pago de las deudas.
5. La capacidad del patrimonio separado de generar los excedentes necesarios para dar cumplimiento a todos los gastos y servicios a precio de mercado asociados con la emisión, incluida la eventualidad de sustitución del administrador de la cartera.
6. La eliminación y/o reducción a niveles no significativos de los riesgos, distintos a los derivados por *default* o prepago de activos.

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

Definición categorías de riesgo

Categoría AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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 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.

Descripción resumida de la operación

El primer patrimonio separado de **Volcom Securitizadora S.A.** ha sido constituido en conformidad con las disposiciones legales vigentes, en especial en lo pertinente del Título XVIII de la Ley Nº 18.045, Ley de Valores (Ver Anexo IV).

Descripción de la emisión de bonos

El patrimonio separado emitirá bonos por UF 760.000, expresados en unidades de fomento, con tasa de interés fija y con fecha de vencimiento en diciembre del año 2049. La serie A1 (preferente) y la subordinada B1 son susceptibles de ser rescatada anticipadamente.

Estos títulos serán pagados exclusivamente con el flujo de caja generado por los activos del patrimonio separado, no existiendo por esta obligación responsabilidad para el originador, administrador de los activos o para la sociedad securitizadora.

Descripción de los activos de respaldo

Los activos de respaldos estarán constituidos por mutuos hipotecarios endosables cursados en conformidad con la ley N° 19.281.

Los mutuos hipotecarios endosables han sido emitidos con el objeto de financiar viviendas, las cuales han sido originadas por Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A. Todos estos instrumentos traspasados han sido sometidos a procesos de selección equivalentes en términos de exigencias. La revisión operativa de los mutuos hipotecarios—verificación que las características de los activos se ajusten a los criterios de elegibilidad de la compra—estará a cargo de la sociedad securitizadora; los análisis legales,

incluyendo títulos de dominio de los inmuebles, será de responsabilidad de la originadora (Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A.) a través de su área legal.

Los activos iniciales del patrimonio separado serán traspasados por el originador. Estos activos—mutuos hipotecarios—dispondrán de un seguro de crédito otorgado por AVLA Seguros de Créditos de Garantía Los términos de este seguro implican la cobertura de pérdida o deterioro del patrimonio del asegurado por incumplimiento del deudor de sus obligaciones provenientes del mutuo hipotecario.

Los riesgos de variaciones de tasa de interés inherentes a la transacción son asumidos por los vendedores de los activos, quienes reciben como pago por la transferencia de los contratos la recaudación obtenida en la colocación de los bonos, deducidos los gastos de la emisión. Para estos efectos existe un contrato de compraventa que regula los términos de la transacción entre la sociedad securitizadora y el originador.

De acuerdo con el artículo 137 de la Ley de Valores, se entenderá cumplida la obligación de entero del activo al patrimonio separado sólo cuando se disponga del certificado del Representante de los Tenedores de Bonos (RTB) en que conste que los mutuos hipotecarios endosables se encuentran debidamente aportados. En este caso particular el certificado debe ser extendido por el Banco Santander. A la fecha de este informe aún no se ha emitido el certificado por parte del RTB.

En caso de que parte o el total de los mutuos hipotecarios endosables, tomados como referencia en la evaluación de esta transacción, fuesen rechazados por el representante de los tenedores de bonos, éstos serían reemplazados por otros activos de similares características. Para ello existe el compromiso formal del vendedor de los activos de transferir nuevos contratos. De acuerdo con la información de ***Humphreys***, el originador cuenta con un stock de activos suficientes para sustituir eventuales contratos fallidos.

Una vez en funcionamiento el patrimonio separado, la función de cobranza y recaudación estará a cargo de Andes, por lo cual la percibirán un pago, a precio de mercado, por parte del patrimonio separado.

En términos generales, los fondos acumulados en el patrimonio separado sólo podrán ser invertidos en instrumentos emitidos por el Estado, Banco Central o garantizados por éstos, o por instrumentos clasificados en al menos categoría *N1* o *AA*, para instrumentos de corto y largo plazo, respectivamente, en el caso que la mejor clasificación de bonos vigentes sea en categoría *A* y si la más alta clasificación bonos vigente es en categoría *BBB*, la clasificación de los títulos de deuda no podrá ser inferior de Categoría *A* o *N2*.

En la eventualidad que los mutuos hipotecarios se paguen con antelación a la fecha de vencimiento inicialmente pactada—ya sea de manera voluntaria o forzosa—los recursos captados se destinarán a adquirir nuevos activos de similares características o a anticipar el pago de los bonos.

En cuanto a los excedentes que genere el patrimonio separado, éstos sólo podrán ser retirados una vez que se hubiesen pagados todos los bonos emitidos.

Análisis preliminar de variables relevantes

Dada la corta historia que tiene Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A., para efectos del análisis de estrés aplicado a la cartera de mutuos hipotecarios endosables del patrimonio separado, la clasificadora ha tenido en consideración el comportamiento de activos de similares características originados por distintas instituciones dedicadas al negocio de créditos hipotecarios.

En particular se ha analizado el comportamiento de los niveles de *default* y prepago de los créditos, y los niveles de recuperación de deudas en caso de prepago forzoso.

Default de la cartera

Para la estimación de la evolución de esta variable en el tiempo, se ha analizado el comportamiento pasado, en diferentes estados de la economía, de más de 14.900 activos, todos de originadores distintos a Creditú.

Con la información disponible se ha procedido a confeccionar curvas teóricas que representan el nivel de *default* esperado de la cartera a través del tiempo. La proyección se efectúa sobre la base del *default* acumulado a cada año medido sobre el saldo insoluto inicial de la cartera de activos.

Las curvas teóricas se proyectan sobre la base de los activos efectivamente liquidados y en función de los niveles de morosidad (asumiendo que la mora de cuatro cuotas es efectivamente ejecutada).

En la *Ilustración 1* se muestra la proyección de la tasa acumulada de *default* sobre la base de carteras hipotecarias de similares características. Dado que se trabaja con el supuesto que toda la cartera morosa a más de 90 días cae en *default*, esto hace que el porcentaje estimado sea superior al porcetaje de activos que efectivamente son liquidados.

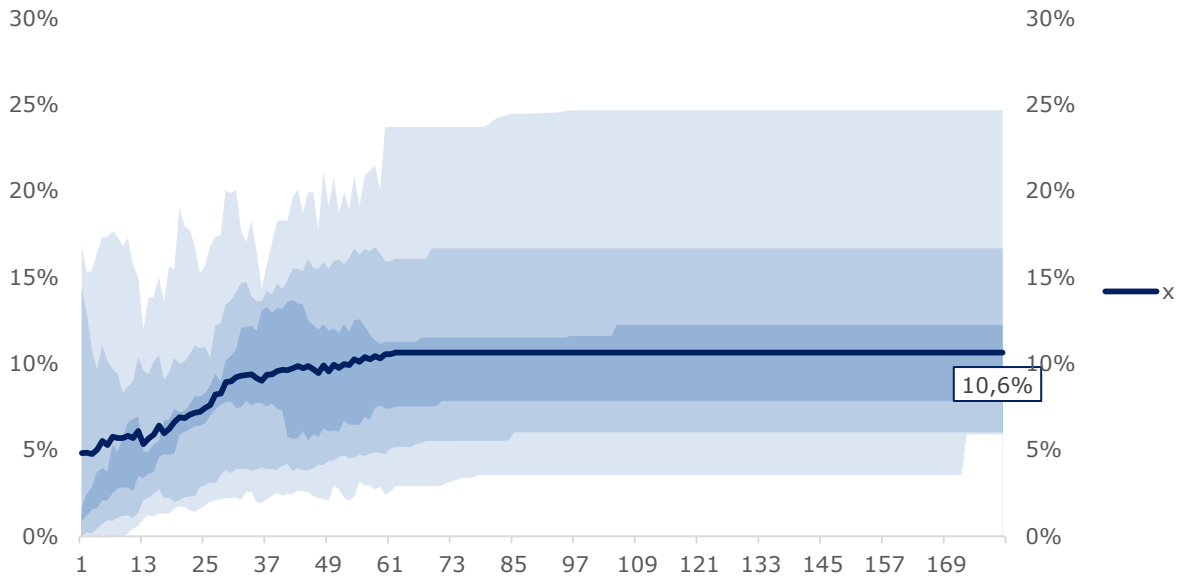


Ilustración 1: Proyección *default* base mora

Prepagos de la cartera

Este análisis se hace tomando como referencia la misma base de datos utilizada para la proyección del *default*.

La proyección de la curva teórica de prepago representa el prepago acumulado a cada momento sobre el saldo insoluto inicial de la cartera de mutuos hipotecarios.

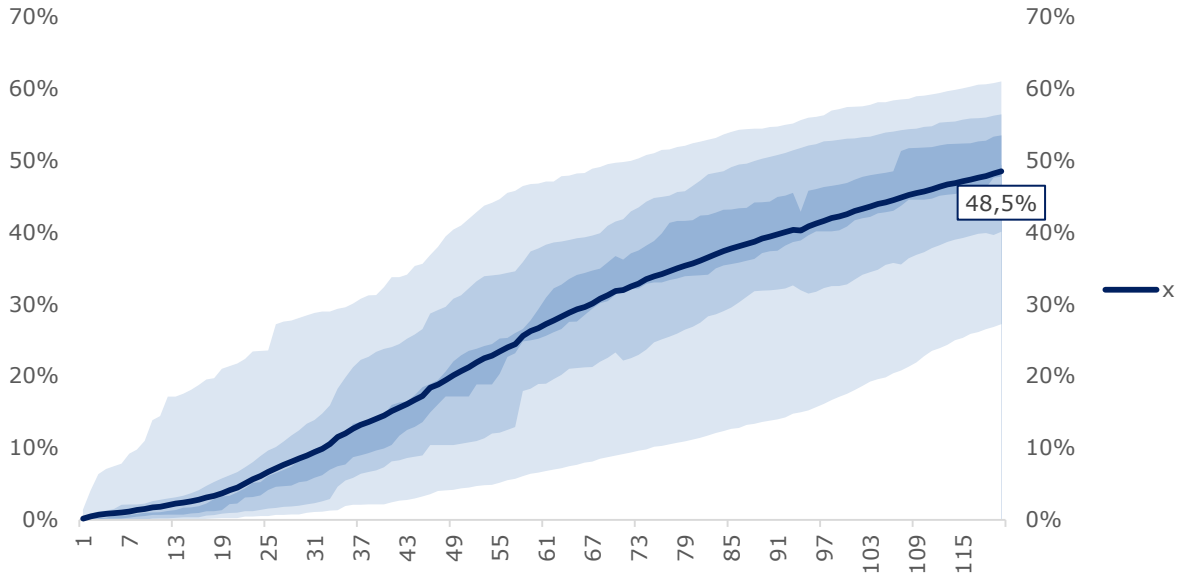


Ilustración 2: Proyección de prepagos

Recuperación de la deuda fallida

Dado que cada uno de los de mutuos hipotecarios que conformarán el patrimonio separado dispondrá de un seguro de crédito y que la respectiva póliza será emitida por una compañía de seguros con inferior clasificación de riesgo que la categoría asignadas a los bonos securitizados, la clasificadora ha supuesto que sólo el 97,8% de la veces es susceptible de hacer efectivo el cobro del seguro.

Dado lo anterior, el modelo de evaluación de ***Humphreys*** lleva a que aleatoriamente la recuperación de las deudas fallidas dependa de los términos de la póliza de seguros o del plazo y valor de liquidación de los bienes inmuebles (según la metodología de la clasificadora, el plazo de liquidación varía entre 18 y 24 meses, las viviendas se castigan por depreciación y por el estado esperado de la economía al momento de la liquidación).

Principales conclusiones del modelo

El modelo dinámico aplicado por la clasificadora, además de permitir obtener la pérdida esperada para los inversionistas, arroja antecedentes respecto al valor esperado del *duration* de los títulos de deuda para los bonistas y los valores de prepago y *default* que conllevan a incumplimientos de las obligaciones derivadas de la emisión de los bonos, entre otras variables.

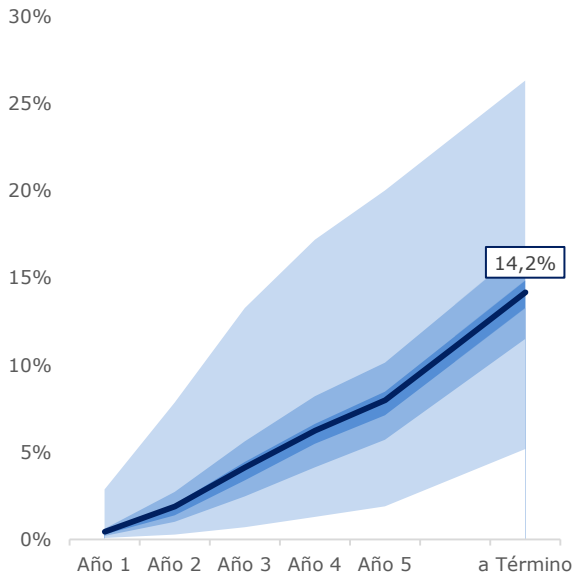
Prepago y *default* acumulado

En la *Tabla 1* se resumen los datos obtenidos del modelo para dos de las principales variables que afectan el riesgo del patrimonio separado (*default* y prepagos), mientras que en la *Ilustración 3* se puede observar su distribución.

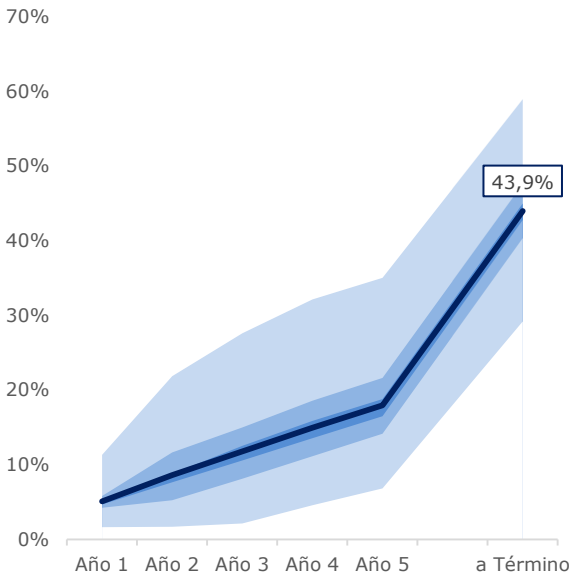
Tabla 1: Resumen principales variables que afectan el riesgo del patrimonio

	Prepago acumulado			*Default* acumulado			Prepago y *Default* acumulado		
Periodo	Mínimo	Media	Máximo	Mínimo	Media	Máximo	Mínimo	Media	Máximo
Año 1	1,61%	5,08%	11,29%	0,07%	0,43%	2,86%	1,71%	5,51%	11,42%
Año 2	1,67%	8,60%	21,82%	0,27%	1,89%	7,84%	2,20%	10,49%	22,15%
Año 3	2,11%	11,78%	27,56%	0,69%	4,13%	13,26%	3,86%	15,90%	29,91%
Año 4	4,55%	14,92%	32,09%	1,28%	6,23%	17,18%	7,98%	21,14%	35,62%
Año 5	6,80%	17,93%	28,19%	1,89%	7,97%	20,00%	11,93%	25,90%	40,36%
Total	**23,69**	**43,94%**	**66,66%**	**3,46%**	**14,16%**	**44,06%**	**34,97%**	**58,10%**	**83,20%**

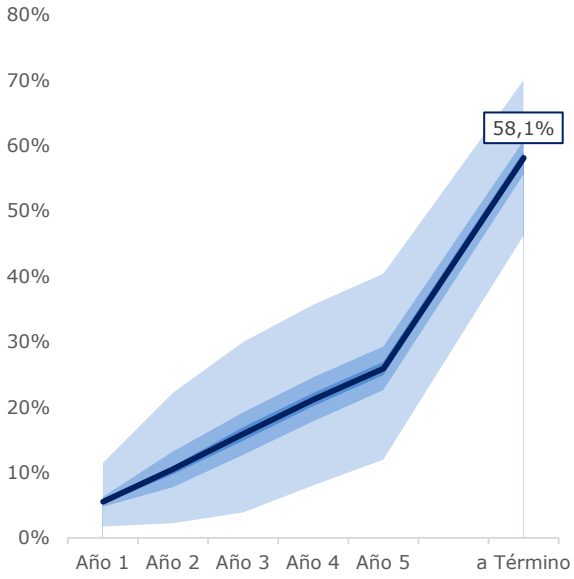
En el caso de los datos de prepago y *default* conjunto hay que considerar que no es la suma aritmética de prepago más *default*, si no que considera el efecto conjunto que ambas variables ejercen sobre el patrimonio separado.



Distribución del *default* modelado



Distribución del prepago modelado



Distribución del pepago y *default* acumulado

Ilustración 3: Distribución de las principales variables modeladas

Tasa de recuperación de los créditos

Dado los supuestos utilizados por ***Humphreys***, los *defaults* de la cartera conllevan a que los créditos que caen en cesación de pago experimentan una pérdida esperada que puede llegar hasta el 11% (también puede ser visto como recuperación de activos, lo cual implicará una media del 89% con un nivel mínimo de 45%).

Tabla 2: Recupero estimado

	Mínimo	Media	Máximo
Recupero	34,23%	63,98%	100,00%

Pérdida esperada para los bonistas

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

La pérdida para los tenedores de títulos de deuda se define como la diferencia entre el valor par de los instrumentos y el valor actual de los flujos efectivamente pagados a los bonistas. ***Humphreys*** representa la pérdida como porcentaje del valor par. En este caso en particular, la aplicación del modelo arrojó los siguientes resultados:

Serie	Pérdida esperada
A1	0,00000%
B1	0,28394%

Resumen patrimonio separado

Tabla 3: Resumen patrimonio separado

Estructura Bonos		
Tipo de Estructura	:	Preferente / Subordinada
Monto Total	:	UF 760.000
Emisor	:	Volcom Securitizadora S.A.
Administrador Activos Securitizados	:	Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A.
Banco Pagador	:	Banco Santander
Representante de los Títulos de Deuda	:	Banco Santander
Pago Interés y Capital Serie A1	:	Trimestralmente a partir del 1 de diciembre de 2019
Pago Interés y Capital Series B1 (Subordinadas)	:	Un cupón el 1 de junio de 2049
Activos Securitizados		
Originador Activos	:	Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A.
Entidades Recaudadoras	:	Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A.
Saldo Insoluto de Activos	:	UF 751.586
Número de Activos	:	347
Saldo Insoluto Promedio Activos	:	UF 2.165,95
Valor Promedio Garantía Activos	:	UF 2.613,28
Tasa Promedio Ponderada Activos	:	4,93%
Relación Deuda Original / Garantía Activos	:	88,60%
Plazo Remanente Activos	:	350 meses
Mayores Concentraciones Geográfica (medidas por comunas)	:	San Miguel 11,8%, Buin 9,0% y La Florida 5,8%,

"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 I

Característica básica de los contratos

Los mutuos hipotecarios son contratos en virtud del cual el originador entregue el dinero para la adquisición de un bien inmueble y el deudor devuelva en un momento posterior una suma equivalente ajustada por el riesgo de la operación.

En esta operación, los activos que conforman el patrimonio separado corresponden a 347 contratos que han sido originados, entre los años 2018 y 2019 (aunque mayoritariamente se concentra en 2018). En total suman un saldo insoluto por UF 751.586 y devengan un interés promedio ponderado de 4,93% anual compuesto. Todos los contratos son a tasa fija y se expresan en unidades de fomento.

El valor total de los inmuebles asociados a esta transacción supera en alrededor de un 21% la suma del saldo de precio de todos los contratos. Es saldo promedio de la deuda asciende a UF 2.613,28.

Seguros asociados

Todos los contratos cuentan con seguros de incendio con adicional de terremoto. El seguro se materializa a través de una póliza colectiva que ha sido suscrita inicialmente por el originador, pero cuyo beneficiario es el patrimonio separado.

La póliza colectiva se renueva anualmente y su costo es transferido al deudor habitacional. Con todo, es obligación del patrimonio separado de renovar anualmente la póliza para toda la cartera de mutuos hipotecarios endosables, independiente que algunos de ellos se encuentren en mora.

Además, se consideran seguros de desgravamen para deudor y codeudor solidario como también un seguro de cesantía. El seguro de desgravamen es colectivo y fue contratado con una sola compañía de seguros.

Adicionalmente, la cartera cuenta con un seguro de crédito provisto por AVLA Seguros de Crédito y Garantía S.A., quien protege las pérdidas o deterioro del patrimonio asegurado por incumplimiento del deudor sobre sus obligaciones provenientes del pago del mutuo hipotecario. Este seguro es contratado al momento de la originación del mutuo hipotecario, pagando la prima de forma anticipada y por todo el periodo de cobertura, asumiendo el costo quien compra la vivienda.

Garantía estatal de los activos

Aquellos contratos emitidos con subsidios del Estado cuentan con garantía estatal, la cual cubre hasta el 75% de las pérdidas producto de *default* con un máximo de UF 250 por cada contrato.

La garantía opera para aquellos contratos cuyos arrendadores contaron con subsidio estatal, financiaron vivienda de valor inferior a UF 1.000 y cuya amortización del saldo de precio sea igual o superior al 25% (incluyendo los ahorros en la AFV y el valor actual de los subsidios en caso de que estos se paguen trimestralmente).

Anexo II

Administración de los flujos del patrimonio separado

Los flujos del patrimonio separado provienen de la recaudación que lleva a cabo el originador con motivo de la cobranza parcializada estipulada en los contratos.

Dentro de los flujos recaudados se pueden distinguir los de carácter ordinario y los de carácter extraordinario. Por estos últimos se entiende aquellos que se generan debido a que se pone término anticipado al contrato, ya sea de manera voluntaria o forzosa (*default*), así como también las remesas de los seguros de crédito.

Uso de flujos ordinarios

Los flujos ordinarios se destinarán preferentemente al pago de los gastos del patrimonio separado y al servicio ordinario de la deuda de la serie A1 (se entiende por servicio ordinario a aquel que excluye las amortizaciones extraordinarias).

Una vez extinguida completamente la obligación derivada del bono serie A1 los flujos ordinarios se destinarán al pago de la serie subordinada B1.

Uso de flujos extraordinarios

De acuerdo con lo estipulado en el contrato de emisión, los flujos extraordinarios podrán destinarse a la compra de activos y/o anticipar el pago de los títulos de deuda de la serie A1 preferente y la serie B1 subordinada.

Compra de activos

Los procesos de sustitución de activos no podrán conllevar a una reducción en la clasificación de riesgo de los bonos y requerirán la conformidad del representante de los tenedores de los bonos. Asimismo, los nuevos activos deberán presentar a lo menos una rentabilidad equivalente a la tasa de interés de los bonos. Se entiende, si bien no se establece explícitamente, que se trata de una tasa de interés promedio, que se encuentra ponderada por el saldo insoluto de cada una de las series.

Es facultad de la sociedad securitizadora decidir la sustitución de los activos.

Pago anticipado de los bonos

En caso de utilizarse la alternativa de pago anticipado de los bonos, se pagará anticipadamente la serie A1 y las siguientes series subordinadas con mayor prelación. El prepago se llevará a cabo por sorteo de los títulos

de las series preferentes existentes a la fecha, con una anticipación de diez días corridos a la fecha en que corresponda el pago ordinario.

Es facultad del securitizador decidir, en cada fecha de pago, la sustitución de activos o el prepago de bonos, en este último caso, deberá llevarse a cabo en la próxima fecha de pago.

Inversión de excedentes de caja

Los excedentes de caja podrán ser invertidos en instrumentos de corto y largo plazo.

- Emitidos por el Estado, el Banco Central o garantizado en un 100% por estas entidades; el cual no se requiere clasificación de riesgo.
- Fondos Mutuos asociados a Renta Fija.
- Operaciones de compra con pacto de retroventa sobre instrumentos-valores donde la contraparte sean Bancos y/o Instituciones Financieras; las clasificaciones de las contrapartes deberán ser a lo menos *Categoría N1* si se encuentran vigentes bonos securitizados con clasificación *Categoría A* o superior y *Categoría N2* si la clasificación vigente para los títulos de deuda securitizados es *Categoría BBB* o inferior. Para el caso que la clasificación de los instrumentos de deuda de corto plazo sea *N1*, los emisores o la contraparte, según corresponda, deberán contar con una clasificación de solvencia de a lo menos *AA*.

En el caso de las inversiones efectuadas en los instrumentos que se detallan a continuación, deberán contar con clasificación de riesgo de al menos *Categoría N1* y *Categoría AA* si se encuentran vigentes títulos securitizados con clasificación *Categoría A* o superior. Si la clasificación vigente para los bonos securitizados es *Categoría BBB* o inferior se podrán invertir en instrumentos de corto y largo plazo clasificados en *N2* o *A*.

- Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizadas por éstas.
- Letras de crédito emitidas por Bancos e Instituciones Financieras.
- Bonos y efectos de comercio de empresas públicas y privadas cuya emisión haya sido registrada en la Superintendencia.

Constitución de fondos

El Patrimonio Separado tendrá un registro de sus ingresos, separándolos en las siguientes cuentas:

Fondo de Reserva: Ascenderá a UF 1.000, en el evento que deba ser utilizado deberá ser restituido con los primeros ingresos de que disponga el patrimonio separado.

El ítem Fondo de Reserva es el único que constituye un respaldo para el bono adicional al aportado por los flujos provenientes de los contratos.

Representación esquemática de la operación

Como se aprecia en la *Ilustración 4*, la sociedad originadora traspasa los contratos al patrimonio separado. Éste emite los bonos series A1 y B1 y con los recursos captados por las series colocadas paga al originador el precio por los activos comprados.

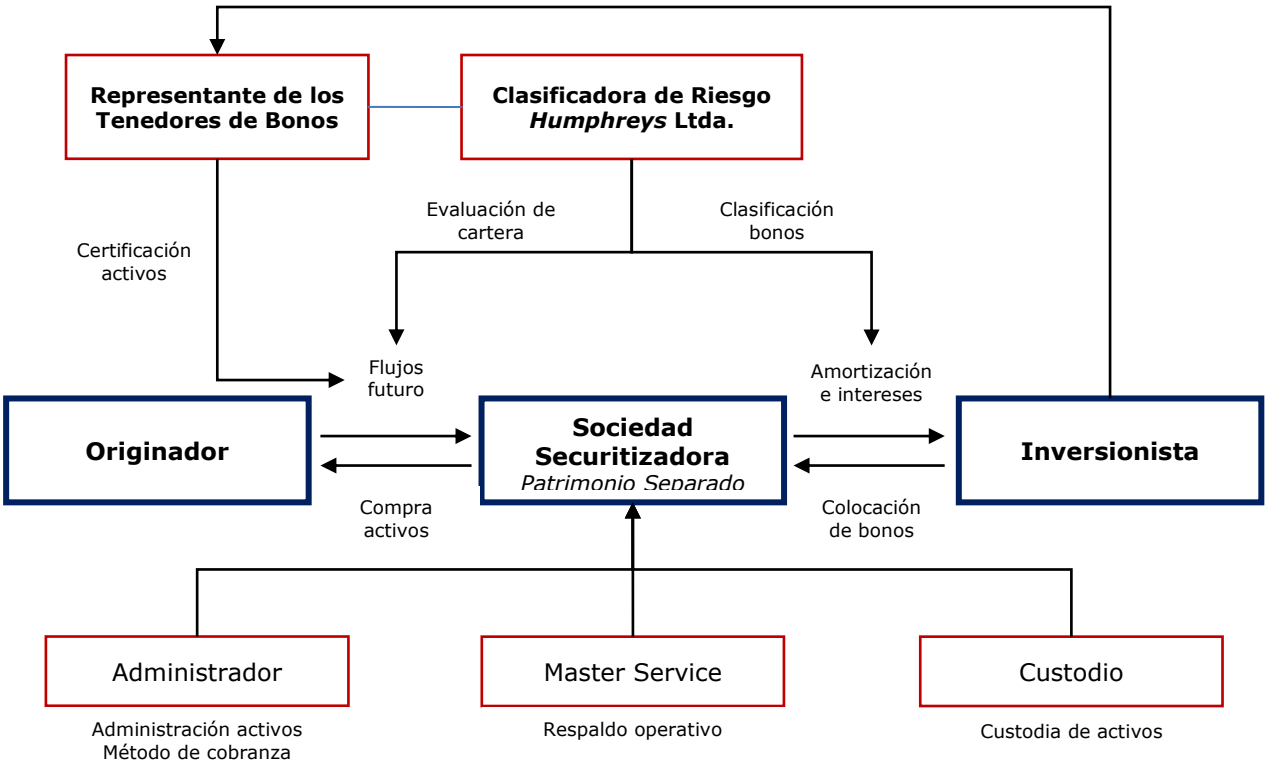


Ilustración 4: Esquema de emisión de bonos securitizados

Los contratos, de acuerdo con lo establecido en la ley, serán custodiados por el emisor y administrados por los originadores—Administrador Primario—quien periódicamente entregará al patrimonio separado los ingresos recaudados por la cartera securitizada.

Los recursos recibidos por el patrimonio separado serán invertidos en instrumentos de corto plazo. Trimestralmente estos fondos serán utilizados para responder al servicio de la deuda. El pago de los cupones se hará a través del Banco Santander, quien actúa como banco pagador, además de ser el representante de los tenedores de bonos.

Antecedentes de agentes involucrados en la operación

En la operación, actúan como agentes relevantes, entre otros, Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A., en carácter de originador, administrador de la cartera y recaudador; Volcom Securitizadora, como emisora de los bonos; y Banco Santander, como banco pagador y representante de los tenedores de bonos.

Administradores y recaudadores

La administración de los activos que conforman el patrimonio separado ha sido asignada al mismo originador, ello sin perjuicio de las responsabilidades que le corresponden a Volcom Securitizadora S.A. como emisor de los bonos y administrador legal del patrimonio separado.

Las obligaciones del administrador, en términos sucintos, consideran el cobro y percepción de las respectivas rentas de arrendamiento y del precio de compraventa prometido, las acciones pre-judiciales y judiciales en caso de mora, la rendición mensual respecto a su gestión y, en general, todas las acciones necesarias que adoptaría un acreedor para la administración y cobranza de sus créditos. La labor del administrador es remunerada y, en este caso particular, se ha fijado la tarifa de UF 0,2 por cada contrato de arrendamiento.
Por su parte, Volcom Securitizadora realiza el seguimiento continuo del comportamiento de la cartera y de la gestión realizada por el administrador, teniendo capacidad para tomar transitoriamente la administración de los activos en caso de que por cualquier motivo alguno o todos los originadores no estuvieran habilitados para seguir cumpliendo dichas funciones con los parámetros de calidad requeridos.

Emisor

El emisor—Volcom Securitizadora S.A.—es una sociedad anónima constituida al amparo de lo previsto en el Título XVIII de la Ley de Mercado de Valores. Tiene como objetivo la adquisición de créditos y/o activos que generen flujos futuros y, como contraparte, la emisión de títulos de deuda de corto y largo plazo, originando patrimonios separados del patrimonio común de la securitizadora.

La presente emisión constituye el primer patrimonio separado formado por la securitizadora.

Originador

Los activos que conforman el patrimonio separado—Mutuos Hipotecarios Endosables—han sido originados por Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A.

Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A. Fue constituida en agosto de 2017. La naturaleza del giro es el otorgamiento y administración de mutuos hipotecarios endosables, así como también obligaciones de dinero en general tales como créditos de consumo, créditos con letras hipotecarias, entre otros, pudiendo además desarrollar todos los servicios que suponen dicha colocación y administración,

además de los servicios de recaudación de toda clase de créditos y obligaciones de dinero y la prestación de servicios de cobranza judicial y extrajudicial de toda clase de créditos y obligaciones de dinero. La sociedad está relacionada al grupo AVLA a través de la sociedad Doña Javiera SpA (16,38%), Inversiones Los Bumps Uno Limitada (41,81%) e Inversiones Los Bumps Dos Limitada (41,81%).

Representante de los tenedores de bonos y banco pagador

La representación de los tenedores de bonos y banco pagador se delegó en el Banco Santander, una de las principales instituciones financieras del país con una participación de mercado en torno al 17% de las colocaciones del sector.

El Banco Santander tiene clasificación de riesgo local de *categoría AAA* en los instrumentos de largo plazo emitido por el banco y en Nivel 1 los valores de corto plazo.

Custodio de los activos

La sociedad securitizadora delegó la custodia de los activos a Banco de Chile, una de las principales instituciones financieras del país con una participación de mercado en torno al 16% de las colocaciones del sector.

El Banco de Chile tiene clasificación de riesgo local de *categoría AAA* en los instrumentos de largo plazo emitido por el banco y en Nivel 1 los valores de corto plazo.

Anexo III

Análisis del patrimonio separado

Revisión operativa y Análisis de aspectos funcionales

Este proceso contempla entrevistas con los principales ejecutivos de la sociedad, análisis de los procedimientos y políticas de suscripción de contratos y de cobranza de la institución, evaluación del comportamiento de la cartera de activos del originador y revisión aleatoria de las carpetas que respaldan la aprobación y otorgamiento de los contratos.

El análisis permite, en primera instancia, validar la información que se ha tomado en consideración para la evaluación del patrimonio separado y, en segunda instancia, incorporar sus resultados como elemento de juicio al momento de establecer los supuestos de las principales variables que afectarán el comportamiento de la cartera de activos.

Paralelamente se analizó la política de cobranza del administrador y los aspectos operativos de la transacción, con énfasis en los mecanismos de control implementados.

Análisis dinámico

El modelo dinámico aplicado por ***Humphreys***, entre otros aspectos, tiene como propósito determinar la pérdida esperada para los tenedores de bonos bajo los supuestos dados en cuanto a niveles de prepago y *default* de la cartera de activos. La pérdida esperada para los bonistas es la variable principal para la asignación de la clasificación de riesgo de los bonos.

Para la aplicación del modelo, se asume que durante la vigencia del bono la economía estará afectada por cuatro escenarios distintos: normal, positivo, crisis leve y crisis severa. Estos escenarios tienen diferente probabilidad de ocurrencia y se suceden aleatoriamente[1] en el tiempo.

A cada uno de los escenarios se les han definido distintos niveles de morosidad (inferior a 90 días), tasa *default* (superior a 90 días) y prepagos; factores que en definitiva influyen en el flujo futuro esperado de la cartera.

Asimismo, para la morosidad, *default* y prepagos se han supuesto rangos de variabilidad que se distribuyen uniformemente dentro de un determinado escenario. En forma similar se ha procedido a determinar el plazo de ejecución del *default* y los montos recuperados, trabajándose aquí con una distribución normal acotada.

[1] Al escenario normal, positivo, de crisis leve y de crisis profunda se les asigna una probabilidad de ocurrencia de 35%, 20%, 25% y 20%, respectivamente.

Para determinar los niveles de morosidad y de *default* y la desviación estándar de las mismas, se ha observado, entre otros aspectos, el comportamiento pasado de la cartera global y a securitizar del originador; la antigüedad de las operaciones, las políticas de crédito y su nivel de cumplimiento, la capacidad de cobranza, en especial en épocas de crisis; el nivel de endeudamiento de los deudores; el perfil socioeconómico de los mismos; y el propósito y la concentración geográfica de las viviendas.

Los prepagos consideran, entre otros aspectos, la antigüedad de la cartera, los saldos insolutos vigentes, el perfil socioeconómico, edad de los deudores y la tasa de interés de los créditos. Asimismo, el modelo asumió que existía la probabilidad que en los primeros años de vigencia del patrimonio separado se produjesen incrementos excepcionales en los niveles de prepagos.

Para la determinación de los montos recuperados tras un *default*, se tiene en consideración la antigüedad de los créditos y el momento de la ocurrencia, puesto que ello influye en el saldo insoluto de la deuda y el valor de la vivienda (la cual se deprecia a través del tiempo). Adicionalmente, el precio de las viviendas se castiga por efectos de la liquidación, teniendo en consideración el estado de la economía a la fecha de enajenación (no del momento en que el deudor cae en cesación de pago).

Determinados los parámetros y variables que influyen en el patrimonio separado, ***Humphreys***—mediante el Método de Montecarlo—realiza 10.000 iteraciones aleatorias que simulan igual cantidad de flujos de caja, con lo cual se determina estadísticamente la probabilidad de *default* de los bonos y la pérdida esperada para los inversionistas.

Supuestos de estrés del modelo dinámico

Dado que ***Humphreys*** opera con un modelo dinámico, no se trabaja con variables fijas determinadas discrecionalmente, sino que cada una de ellas asume distintos valores con diferente grado de probabilidad.

Default de la cartera de activos

El modelo aplicado por ***Humphreys*** asume una tasa esperada de *default* acumulado del 14,18% (medido sobre el saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado), llegando a estrés del 26,34%.

Prepago de la cartera de activos

Se asume una tasa esperada de prepago acumulado del 44,24% (medido sobre el saldo insoluto existente al inicio de la formación del patrimonio separado), llegando a un estrés del orden del 59,30%.

Prepago y *default* de la cartera de activos

El modelo asume una tasa esperada conjunta de prepago y *default* acumulado del 58,34% (medido sobre el saldo insoluto existente al inicio de la formación del patrimonio separado), llegando a estrés del 70,69% y no disminuyendo nunca a menos del 46,64%.

Los niveles conjuntos de prepago y *default* se concentran principalmente en los ocho primeros años del patrimonio separado, período en el cual existe mayor riesgo por pérdida del exceso de *spread*.

Recuperación de activos

Dado los supuestos utilizados por ***Humphreys***, el *default* de la cartera conlleva a que los créditos que caen en cesación de pago experimentan una pérdida esperada del 20%, porcentaje que puede llegar en promedio hasta el 64%.

Todas estas variables se presentan resumidas en la *Ilustración 5*.

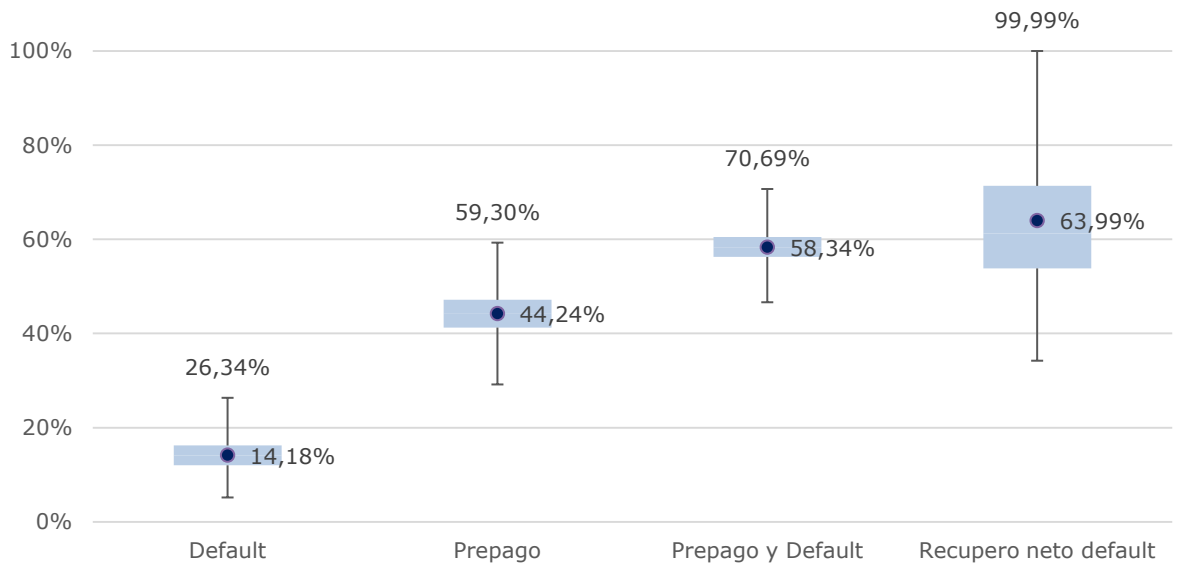


Ilustración 5: Distribución de variables del modelo dinámico

Anexo IV

Consideraciones legales

A continuación, se describen en forma sucinta aquellos aspectos más relevantes que afectan directa o indirectamente las operaciones de securitización.

Ley de valores: Securitización

La Ley N° 18.045 –Ley de Valores –establece que la sociedad securitizadora tendrán como objeto exclusivo la adquisición de activos y la emisión de bonos. Cada una de estas emisiones y los activos de respaldos formarán lo que se denomina patrimonio separado, unidad económica independiente y diferente al patrimonio común de la securitizadora.

La misma ley define los activos susceptibles de ser adquiridos para la formación de un patrimonio separado; estableciéndose como tales los siguientes instrumentos:

- Letras de crédito, mutuos hipotecarios y contratos de *leasing* habitacional.
- Créditos y derechos sobre flujos de pago emanados de obras públicas e infraestructura de obras públicas.
- Créditos y derechos que consten por escrito y que tengan el carácter de transferibles.

Estos activos se consideran plenamente enterados al patrimonio separado cuando el representante de los tenedores de bonos emita un certificado—certificado de entero—en que se acredite que los activos están debidamente aportados y en custodia, si correspondiere, libres de gravámenes, prohibiciones o embargo.

Mientras no se hubiese emitido el certificado de entero, la sociedad emisora no podrá administrar los recursos captados con la emisión del bono, responsabilidad que deberá ser ejercida por un banco (generalmente el representante de los tenedores de bonos). La recepción del certificado debe estar dentro de los 60 días siguientes de la colocación de los bonos, plazo que se puede prorrogar por 90 días adicionales; en caso contrario el patrimonio separado entra en liquidación.

Sin perjuicio de lo anterior, la liquidación de un patrimonio separado no llevará a la quiebra de la sociedad securitizadora y tampoco a la liquidación de los restantes patrimonios separados administrados por la sociedad.

Los tenedores de los títulos de deudas sólo podrán exigir la devolución de sus acreencias al respectivo patrimonio separado, excepto que en la escritura de emisión se establezca que los saldos impagos puedan ser cobrados al patrimonio común.

Por otra parte, los acreedores generales del patrimonio común no podrán hacer efectivas sus acreencias en los bienes que conforman el patrimonio separado, ni afectarlos con prohibiciones, medidas precautorias o embargos. De esta manera, la quiebra de la sociedad securitizadora sólo afectará al patrimonio común y no conllevará a la quiebra de los patrimonios separados, no obstante que éstos deberán entrar en liquidación.

Ley N° 19.281

Esta ley regula las normas sobre arrendamiento de viviendas con promesa de compraventa (*leasing* habitacional). En ella se establece que las inmobiliarias que participen de este negocio deben constituirse como sociedades anónimas, le es aplicable las normas de las sociedades anónimas abiertas y se deben someter a la fiscalización de las Superintendencia de Valores y Seguros.

Los contratos de arrendamiento con promesa de compraventa regidos por esta ley deben celebrarse por escritura pública e inscribirse en el Registro de Hipotecas y Gravámenes del Conservador de Bienes Raíces.

Los inmuebles asociados a los contratos no pueden estar hipotecados, ni limitado su usufructo o derecho de uso, ni sujetos a interdicciones o prohibiciones de enajenar.

Con todo, las viviendas sólo pueden ser enajenadas siempre que se ceda conjuntamente el contrato de arrendamiento a la sociedad securitizadora. Los bonos emitidos por la securitizadora respaldados por este tipo de activo están exentos del pago del impuesto de "timbres y estampilla". Asimismo, para la formación de los patrimonios separados no es necesario certificar la custodia de los bienes.

La cesión de los contratos de *leasing* habitacional se realiza mediante endoso, debiéndose identificarse el cedente y el cesionario mediante firma autorizadas ante notario.

El *leasing* habitacional podrá ser pactado de dos formas alternativas. La primera consiste en el pago de un arriendo mensual a la inmobiliaria o al patrimonio separado y de un ahorro paralelo en una Administradora de Fondos para la Vivienda—AFV—con el objeto de acumular recursos para ejercer la opción de compra al término del contrato (de no tenerse los fondos suficientes, automáticamente se extiende el contrato). La segunda modalidad difiere en el sentido que los recursos destinados al ahorro se entregan directamente a la inmobiliaria o al patrimonio separado, disminuyéndose paulatinamente el saldo de precio adeudado para ejercer la opción de compra.

La función propia de la AFV sólo podrá ser ejercida por bancos, sociedades financieras y cajas de compensación. Los fondos ahorrados en estas instituciones tienen el carácter de inembargables y no son susceptibles de medidas precautorias. Los titulares tampoco podrán girar de estas cuentas, salvo para ejercer la opción de compra de la vivienda. Se lleva contabilidad separada entre los fondos para la vivienda y los activos y pasivos del administrador.

Las controversias entre las partes que intervienen en el contrato de *leasing* son dirimidas por un juez árbitro el cual es designado por el juez letrado de turno.

Los acreedores de los contratos pueden acceder a una garantía del Serviu el cual cubre, con un tope de UF 200, hasta el 75% de la pérdida que incurran al momento de enajenar una vivienda por incumplimiento del arrendatario. Para que opere esta garantía se debe cumplir cada una de las siguientes condiciones:

- Al contrato de compraventa se le aplicó el subsidio habitacional.
- El precio de compraventa prometido por la compra de la vivienda no exceda las UF 900.
- Se haya pagado o acumulado al menos el 25% del precio de compraventa original (considerando dentro de los ahorros el subsidio comprometido por el Estado para ser pagado trimestralmente durante la vigencia del contrato).

Otros aspectos considerados en la ley son:

- Todos los daños de la vivienda que provengan de vicios ocultos son de responsabilidad del arrendador, en caso de procesos de securitización del patrimonio separado.
- El arrendatario no puede cambiar el destino de la vivienda, sin perjuicio que en ella pueda ejercer actividades comerciales o profesionales que no impiden que subsista el carácter residencial del inmueble.
- Existe la obligación de contratar seguros de incendio y desgravamen.

Compra de administración

En este contrato el administrador adquiere la obligación de informar a la securitizadora en forma veraz y oportuna de todo hecho que afecte las operaciones de los activos, cobrar el valor de los dividendos y los seguros correspondientes, mantener información actualizada de los saldos insolutos y de sus respectivos estados de cobranza, entre muchas otras funciones. El administrador puede subcontratar con terceras partes, bajo su exclusivo riesgo, la prestación de los servicios asumidos en el contrato de administración.

El contrato de administración será de duración indefinida, facultándose a cualquiera de las partes para poner término anticipado sin expresión de causa, sin perjuicio de las indemnizaciones contractuales que se estipulen. Frente a cualquier disputa entre las partes, ésta será resuelta por arbitraje bajo las reglas de la Cámara de Comercio de Santiago, siendo de carácter definitivo e inapelable.