



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus valores**

A n a l i s t a s

Ignacio Muñoz Q.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

ignacio.munoz@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Volcom Securitizadora S.A.

Tercer Patrimonio Separado

Octubre 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos securitizados	
Serie 3A1	AAA
Serie 3B1	AAA
Serie 3C1	AAA
Tendencia	Estable
Estados Financieros	--

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N°3
Activos de Respaldo	Derechos sobre flujos de pago
Originador/Administrador	Banco Internacional
Representante Títulos de Deuda	Banco Santander-Chile
Características de los activos	Derechos sobre flujos de pago que tienen su origen en créditos otorgados por el Banco Internacional a establecimiento educacional amparado en la ley N° 20.845.
Pagos anticipados	No existe opción de prepago

Características de las series de bonos					
Serie	Descripción	Valor nominal inscrito (UF)	Posibilidad de Prepago	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
3A1	Preferente	2.000.000	No	2,00%	Sep-40
3B1	Subordinada	145.000	No	3,00%	Mar-45
3C1	Subordinada	1.000	No	5,00%	Mar-45

Opinión

Fundamentos de la clasificación

El patrimonio separado N°3 de **Volcom Securitizadora S.A.** está compuesto por préstamos otorgados a establecimientos educacionales para la adquisición de los inmuebles en donde imparten sus servicios. Los créditos fueron originados por el Banco Internacional y cuentan con la caución del Fondo de Garantía de Infraestructura Escolar (FGIE) el cual es administrado por CORFO, en conformidad con lo establecido en la Ley N° 20.845.

A septiembre de 2020, el patrimonio separado está compuesto por nueve créditos, los que suman un saldo insoluto de UF 1.791.978. Los bonos a emitir cuentan de tres series que, en total, suman UF 2.146.000.

La clasificación de los bonos, series 3A1, 3B1 y 3C1, se clasifican en "Categoría AAA" atendiendo a que la estructura financiera, dado el colateral existente, presenta una capacidad de pago altamente sólida con una bajísima probabilidad de incumplimiento en el pago de los títulos de deuda, al margen del grado de preferencia y subordinación que presenten las distintas series.

La calidad crediticia del patrimonio separado se fundamenta en que todos sus activos, préstamos a sostenedores de colegios, están respaldados por el Fondo de Garantía de Infraestructura Estatal, el cual ha sido estructurado de manera tal que a, juicio de **Humphreys**, está preparado para responder a las eventuales cauciones que se estiman que serían exigibles, incluso en un escenario de muy fuerte estrés. Esta condición, al dar una elevada seguridad a los flujos teóricos del patrimonio separado (aquellos que se darían si todos los deudores pagasen de acuerdo con sus respectivos planes de amortización), hace indiferente la prelación de las distintas series de bonos que presenta la estructura financiera evaluada.

Si se considera que la operación está respaldada por sólo nueve créditos, donde los dos principales representan el 39,94% de la cartera, se concluye que, si no existiese la garantía del FGIE, bastaría que estos dos deudores incumpliesen para que ninguna de las series de bonos pudiese ser pagada de acuerdo con lo establecido en el contrato de emisión (*default*), al margen de las diferentes pérdidas esperadas para ellas. En consecuencia, la solidez del pago oportuno de los títulos de deuda descansa en el FGIE.

Dada la estructura normativa¹ del fondo, que permite garantizar deuda hasta un monto equivalente de diez veces su patrimonio y, por otra parte, que existe la posibilidad que el fondo se refuerce con la adjudicación y posterior venta de los inmuebles de los colegios que caen en cesación de pago, lleva a que el FGIE logre, en el peor de los casos, a soportar incumplimientos masivos del sistema del orden del 10% y, en el mejor de los

¹ En el desarrollo del informe se explica con más detalle la operatividad de la transacción financiera y las normas y leyes en que se sustenta.

casos, del 100%. A la fecha la relación entre el monto de los créditos caucionados por el fondo y el valor del fondo es inferior a las dos veces.

Sucintamente, la transacción implica: i) un banco entrega un préstamo a un colegio para la compra de un bien raíz; ii) el crédito es garantizado por el FGIE (quien tiene como contra-garantía el inmueble); iii) si el colegio, dentro de niveles predefinidos, disminuye sus flujos (baja de matrículas) el fondo de garantía subroga el pago de la deuda y, a la vez, inscribe a su nombre la propiedad objeto de financiamiento; y iv) el FGIE tiene dos años para enajenar el activo o traspasarlo gratuitamente al fisco (en el primer caso, el fondo puede ir manteniendo relativamente intacto su patrimonio, incluso incrementarlo, en el segundo, se iría reduciendo cada vez que opera la caución). Dado ello, la fortaleza de la operación y, por ende, del patrimonio separado, radica en:

- i) Para que el FGIE estuviese incapacitado para responder a sus obligaciones tendría que darse conjuntamente: i) una crisis que afecte la capacidad de pago del sistema educacional; y ii) que las propiedades adjudicadas por el fondo sean traspasadas gratuitamente al fisco.
- ii) Lo anterior se estima de muy baja probabilidad por cuanto toda la orgánica y normativa circundante a la operación responde a una política de Estado en relación con la educación, materia altamente valorada por la sociedad.
- iii) La adquisición y enajenación de las propiedades fortalece al FGIE, pero no significa ningún gasto adicional al erario nacional (éste ya se tuvo con la constitución del fondo). Por lo tanto, existen los incentivos para que el fondo mantenga sus fortalezas a través del tiempo.
- iv) Los modelos de **Humphreys** determinan que, si el fortalecimiento del fondo es sólo parcial, equivalente al 60% de las obligaciones subrogadas, éste mantiene su elevada capacidad pago, incluso en el contexto de una crisis del sector educacional de muy baja probabilidad de ocurrencia. Este análisis se efectuó suponiendo una relación de 10 veces entre el valor cauciones y valor del fondo, no obstante que, en los hechos, como se mencionó, este ratio es inferior a 2 veces.
- v) La norma establece que el monto de las cuotas de los créditos otorgados a los colegios no puede superar el 25% de la subvención que reciben estos establecimientos. Ello limita el riesgo de incumplimiento de los deudores.
- vi) El Ministerio de Educación paga directamente los vencimientos de los préstamos a los distintos acreedores, mediante el descuento a la subvención del sostenedor correspondiente. Esta medida, también, reduce la probabilidad de incumplimiento.
- vii) Sólo los bancos pueden financiar en forma directa este tipo de operaciones; sin perjuicio, que posteriormente se traspase el riesgo a otras instituciones. Ello permite presumir que, más allá del fondo de garantía, existirá preocupación porque los deudores sean sujetos de créditos por si mismo, tanto si se retiene el riesgo en el balance del banco como si se transfiere (para reducir la probabilidad de pérdida, en el primer caso, y de no afectar la reputación, en el segundo). En este contexto, se reduce el riesgo de crisis masivas en los deudores.
- viii) Los créditos cedidos por Banco Internacional al patrimonio separado han sido evaluados bajo las políticas internas del banco; por lo tanto, en este caso específico, dada las exigencias para la aprobación de las

operaciones, es esperable una adecuada generación de flujos de los colegios a los cuales se le entregó el financiamiento (más exigente que la norma en cuanto a relación entre valor cuota y subvenciones recibidas por los colegios).

- ix) La estructura legal y normativa para el pago de las cuotas de los créditos, sea por parte del MINEDUC o del fondo de garantía, es clara con una operatividad eficiente.
- x) La administración de los activos estará a cargo del Banco Internacional, entidad que mantiene una estructura idónea para estos fines y que ya cuenta con experiencia en la recaudación de los créditos transferidos al patrimonio separado. Para la custodia de documento se ha contratado los servicios de Santander-Chile.
- xi) La escritura de emisión de los bonos define adecuadamente los instrumentos en donde se puede invertir los excedentes de caja, limitando el riesgo crediticio de los mismos. No obstante, dado que se puede invertir en títulos de deuda de largo plazo, existirá la posibilidad de asumir riesgos de cambios en la tasa de interés y de iliquidez (pero se entiende que en los hechos la inversión se centraría en valores líquidos de corto plazo).

Finalmente, 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 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.

Características de la operación

El activo que respalda el pago de los bonos a emitir por el patrimonio separado estará conformado por nueve créditos que el Banco Internacional otorgó a diversos establecimientos educacionales. Los préstamos transferidos al patrimonio separado se originaron al amparo de la Ley N° 20.845 y, en esa calidad, cuentan con la Garantía de Infraestructura Escolar entregada por el Fondo de Garantía de Infraestructura Escolar administrado por la CORFO.

Dicho lo anterior, los títulos de deuda emitidos por el patrimonio separado serán pagados, exclusivamente, por los flujos provenientes de la cobranza y la recaudación de los créditos antes aludidos, sin ninguna responsabilidad para la institución que ha transferido dichos activos.

Esquema operativo de la transacción

VOLCOM Securitizadora mediante un patrimonio separado adquirirá los contratos de los créditos otorgados por el Banco Internacional a los sostenedores para la compra del inmueble donde se realizan los servicios educacionales². Los recursos para la compra se obtendrán por medio de la emisión de un bono. De esta forma, los flujos que generen los activos se utilizarán para cubrir el pago del título de deuda; los cuales provienen de las subvenciones que recibe el sostenedor por parte del Ministerio de Educación. En la práctica la transacción tendrá la siguiente operatividad:

- a) La sociedad securitizadora colocará en el mercado un bono de valor nominal de UF 2.146.000, dividido en tres series: serie A1, UF 2.000.000, serie B1, UF 145.000, y serie C1, UF 1.000.
- b) Los recursos captados en la emisión de los bonos, netos de los gastos de colocación, se destinará al pago del precio de compra de los activos securitizados que consta de nueve créditos, que en conjunto, a septiembre de 2020, suman un saldo insoluto de UF 1.791.978, con un rendimiento promedio de 4,47%.
- c) La transacción no tendrá riesgo de tasa de colocación; los activos estarán totalmente enterados y formarán parte del patrimonio separado independiente del monto recaudado con la colocación de los bonos. La escritura de compraventa se encuentra en proceso de firma.
- d) Los créditos otorgados por el Banco Internacional son pagados directamente por el Ministerio de Educación (MINEDUC) con cargo a la subvención escolar que tienen derecho a recibir los deudores, los sostenedores de los establecimientos educacionales.
- e) La gestión de cobranza estará a cargo del Banco Internacional, por ello, en una primera instancia, los fondos serán depositados en una cuenta corriente a nombre del banco y, al día siguiente, se traspasará a una cuenta corriente del patrimonio separado, de acuerdo con lo estipulado en un contrato de administración en proceso de firma. Para estos efectos se informará al MINEDUC y a la CORFO, mediante carta formal, dando cuenta del hecho. Cabe señalar que los mutuos que acreditan la operación de crédito establecen la forma de comunicar a estos organismos el cambio de acreedor.
- f) El MINEDUC pagará los créditos en la medida que el importe correspondiente se mantenga dentro de ciertos límites como porcentaje del valor anual de la subvención³. En caso contrario, instruirá a la CORFO, para que continúe con los pagos con cargo al Fondo de Garantía de Infraestructura Escolar. Mientras no se haya notificado a la CORFO, el MINEDUC mantiene la obligación de imputar a las subvenciones el pago de las cuotas correspondiente (el colegio no cierra de inmediato, sino se le asigna un administrador provisional, nominado por la Superintendencia de Educación).
- g) Los pagos efectuados por el MINEDUC o, en su defecto, por el referido fondo, son suficientes para que el patrimonio separado pague los vencimientos de los bonos y los gastos propios de la operación, incluso aunque estos últimos tuviesen un aumento dentro de niveles razonables.

La estructura con la que funciona el patrimonio separado se puede observar en la Ilustración 1.

² Créditos bancarios cursados a establecimientos educacionales con el único propósito que estas entidades adquieran los inmuebles en donde llevan a cabo su labor educativa.

³ Más adelante se explica con más detalles los porcentajes exigidos.

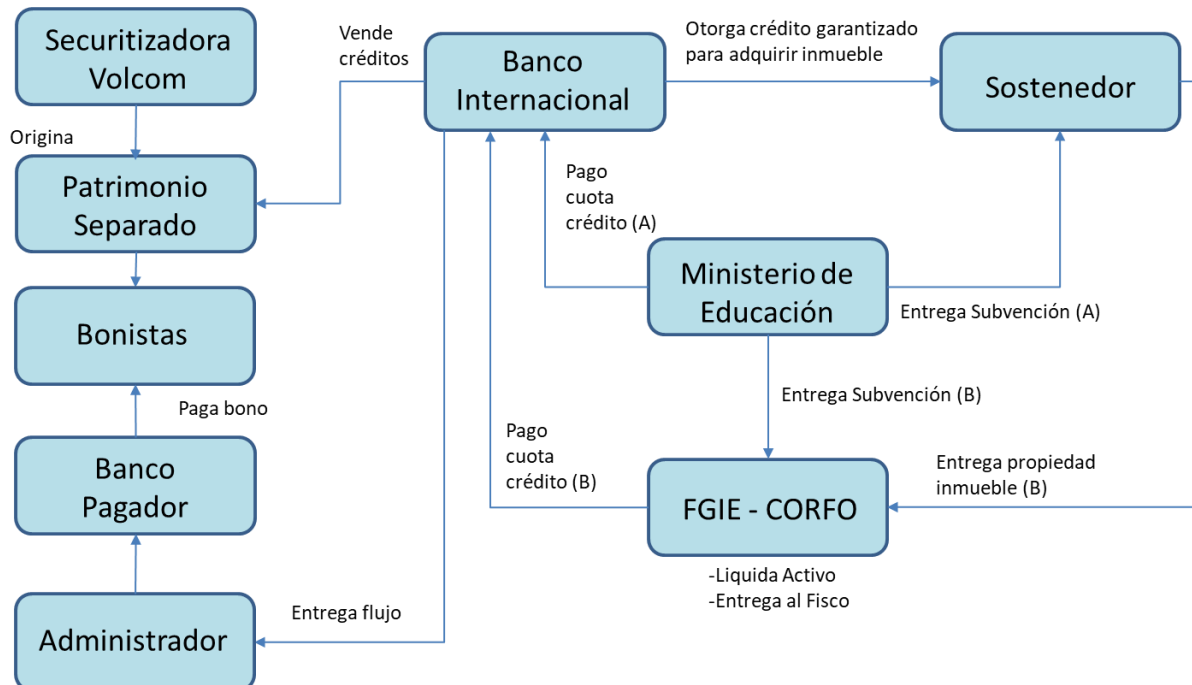


Ilustración 1: Estructura patrimonio separado

Características de los activos

Como se mencionó, el activo del patrimonio separado corresponde a créditos otorgados por el Banco Internacional a establecimientos educacionales, operaciones que cuentan con la garantía del Fondo de Garantía de Infraestructura Escolar, según lo establecido en la Ley N° 20.845.

Los activos securitizados

Los activos traspasados al patrimonio separado corresponden a nueve créditos otorgados, donde el principal corresponde al 23,52% del total. Medido en términos de grupo (de una misma corporación o fundación), la máxima concentración asciende a 71,89%. Geográficamente, los préstamos se focalizan en la Región Metropolitana, que representan un 80,58% del total, y en específico un 22,24% corresponden a establecimientos de la comuna de La Florida.

Todos los préstamos individuales son inferiores al valor de tasación de los inmuebles financiados, en promedio la relación entre deuda y valor de los bienes raíces es de 98,79%; la tasación debe ser efectuada según lo dispuesto en el DS N° 22 de 2016 del Ministerio de Hacienda. Con todo, es importante señalar que los inmuebles no quedan hipotecados en favor del banco; sin embargo, el conocer la relación antes aludida da una referencia de la racionalidad de las operaciones y de la posibilidad de reforzamiento del FGIE.

A la fecha, todos los créditos traspasados al patrimonio separado se encuentran con los pagos al día y, además, cuentan con garantía del FGIE (aun cuando no se ha requerido hacer uso de tal caución). La verificación de esta condición debe ser confirmada por el Representante de los Tenedores de Bonos para efecto del entero de los activos al patrimonio separado; no obstante, tal verificación también será hecha previamente por el estudio de abogados Ried Fabres.

Los créditos amparados bajo la ley N° 20.845 deben ser otorgados por bancos; sin embargo, la misma ley, autoriza el endoso de estos documentos. De acuerdo con la opinión de abogados independientes (Morales y Besa), el endoso de los créditos no requiere de la aprobación de CORFO, ni del Ministerio de Educación, e incluiría la garantía del FGIE, ello de acuerdo con la aplicación de las normas generales establecidas en el Código Civil y en la Recopilación Actualizada de Normas de Bancos de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Asimismo, si la cesión es a una institución sujeta a la fiscalización de la CMF, el endoso no requiere del consentimiento del deudor respectivo. Adicionalmente, la regulación del Formato de Contrato de Mutuo implica ya la aceptación del deudor de la posibilidad de cesión de los créditos a otras instituciones facultadas para adquirir tales préstamos.

La Ley N° 20.845 (y DS 526 de marzo de 2016)

La ley 20.845, complementada por el DS 526, establece que los establecimientos educacionales podrán contratar créditos para la adquisición de los inmuebles en donde operan y contar con la garantía del FGIE, bajo las siguientes condiciones, entre otras:

- a) Estar establecidos como personas jurídicas sin fines de lucro.
- b) El plazo de los créditos no puede ser superior a 25 años.
- c) La operación debe disponer de una tasación aceptada, mediante resolución, por la CORFO (normada por DS N° 22 de diciembre de 2016). La tasación no puede ser superior a UF 110 por estudiante matriculado (de lo contrario debiese ser aprobado por la Dirección de Presupuesto).
- d) El pago de los créditos se ejecuta con los recursos públicos entregados por concepto de subvención. Para ello el deudor debe dar su consentimiento.
- e) La cuota mensual del crédito no puede superar el 25% de los ingresos promedios proyectados, la cual se efectúa sobre la base de las matrículas promedio efectiva de los últimos tres años (variable que determina el pago de la subvención).
- f) Que los inmuebles financiados dispongan de seguros (incendio, terremoto y salida de mar, si correspondiere) lo cuales se incorporan en la cuota del crédito.
- g) Que la operación no se lleve a cabo después del 30 de junio de 2023.
- h) Que el banco que otorgue el crédito presente una serie de documentos que acreditan que el establecimiento educacional cumple los requisitos para adquirir un crédito con aval del FGIE.

Cumplida todas las formalidades, la CORFO emite el acto administrativo que otorga la garantía del FGIE, quedando garantizado el total de crédito, en los términos pactados entre el banco y el sostenedor.

Cabe señalar que mientras se mantenga vigente la operación crediticia con garantía del FGIE, el inmueble tiene el carácter de inembargable y queda excluido de los procedimientos concursales que establece la Ley N° 20.720.

Fondo de Garantía de Infraestructura Escolar (FGIE)

El FGIE es creado por la Ley N° 20.845, con personalidad jurídica propia, con el propósito exclusivo de garantizar los créditos que los colegios adquieran para adquirir los inmuebles en donde operan y que son regulados por la misma ley. Como limitante, se señala que el fondo sólo podrá garantizar como máximo un monto que no supere diez veces su patrimonio.

El FGIE es creado por aportes definido en la misma ley, por un monto máximo de US\$ 400 millones el que puede ser realizado con más de una transferencia. A junio de 2020, el fondo asciende a UF 4,81 millones (equivalente a US\$ 169 millones según tipo de cambio de 30 de junio de 2020) y, por disposición de la misma ley, es administrado por la CORFO. Dado el patrimonio del fondo, este puede afianzar deuda hasta UF 48,1 millones, siendo lo efectivamente garantizado equivalente a UF 8,42 millones (ratio de 1,75 veces). Los recursos del fondo pueden ser invertidos en instrumentos que establezca el Ministerio de Hacienda, mediante instrucciones, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 12 de la Ley N° 20.128. A junio de 2020, el FGIE está invertido en depósitos a plazo de corto plazo en pesos chilenos de bancos chilenos de elevada clasificación de riesgo.

Para efecto de la administración del fondo, se ha creado el Comité de Financiamiento y Derecho Educacional, de la cual tomó razón la Contraloría General de la República con fecha 23 de marzo de 2018, estructurándose el funcionamiento del Comité. Según lo establecido, éste es dirigido por un Consejo Directivo compuesto por el Vicepresidente Ejecutivo de CORFO o un representante de éste, quien presidirá el Consejo, más otro representante de la Corporación, nominado por su Vicepresidente Ejecutivo; a ello se agrega un representante del Ministerio de Hacienda y dos del Ministerio de Educación, designados por los respectivos ministros.

La garantía del FGIE opera en la eventualidad que el sostenedor perdiera el derecho a impetrar la subvención entregada por el Estado (subrogación en los mismos términos del numeral 5 del artículo 1610 del Código Civil). Dicha situación se dará al finalizar el siguiente año que se constate uno o dos de los siguientes eventos que afecten al sostenedor⁴:

- a) Si en un año el pago de la deuda equivale a más del 30% de los recursos percibidos por el establecimiento educacional.

⁴ Existiendo instancias de apelación regulado por la misma ley.

- b) Si el pago de la deuda, por tres años consecutivos, supera el 25% de los recursos percibidos.

La ley señala que en marzo de cada año el MINEDUC dictará una resolución individualizando a los sostenedores que han perdido el derecho a percibir la subvención, notificándose mediante carta certificada al sostenedor, a la CORFO y al banco correspondiente.

Junto con la subrogación, la CORFO adquirirá la propiedad objeto del financiamiento, inscribiéndola a su nombre (existe la instancia para que el sostenedor reclame ante la Corte de Apelaciones, pero la ley establece plazos breves para dictar sentencia; lo mismo sucede en caso de recurrir a la Corte Suprema). Existirá un plazo de dos años para vender el activo o transferirlo gratuitamente al fisco.

Originador: Banco Internacional

El Banco

Banco Internacional es una institución financiera local, regulada por la Comisión para el Mercado Financiero de Chile (CMF, ex Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras -SBIF) y controlada por Inversiones La Construcción (ILC), sociedad perteneciente a la Cámara Chilena de la Construcción. A junio de 2020, el banco presentaba un patrimonio de \$ 187.530 millones; mientras que, a agosto de 2020, alcanzó una participación de mercado, medido en términos de colocaciones, de 1,09%, porcentaje que aumenta a 1,78% si la medición se restringe a las colocaciones del segmento empresas.

El banco se divide en cuatro unidades de negocio, Banca Personas, Banca Empresas en la cual abarca clientes corporativos hasta personas naturales con giro, seguros a través de su filial Baninter Corredores de Seguros Ltda. (controla el 99,0%) e inversiones, a través de su filial Banco Internacional Administradora General de Fondos S.A. (controla el 99,9%), manejando a agosto de 2020, cuatro fondos mutuos con un patrimonio administrado de US\$135,25 millones, lo que representa una participación de mercado del 0,24%.

Originación y cobranza de activos securitizados

Los créditos transferidos al patrimonio separado, previo a ser originado por el banco, fueron aprobados por el Comité Superior de Riesgo de Crédito, instancia compuesta por tres miembros del directorio, entre ellos su Presidente, más el Gerente General, el Gerente División Riesgo Crédito y el Gerente División Grandes Empresas e Inmobiliarios.

En el proceso de aprobación de los créditos a securitizar, participaron profesionales del banco con experiencia en análisis de riesgo y en el sector educación. Para efectos que un establecimiento educacional fuera elegible como sujeto de crédito debía cumplir, al menos, con las siguientes condiciones:

- a) Que el valor de los vencimientos anuales de los créditos no superara el 20% de lo que el establecimiento recibía como ingresos imputables (distintos tipos de subvenciones, en particular por número de alumnos que asisten a clases).

- b) Sostenedores de los establecimientos educacionales con experiencia en el ámbito educacional o que delegan administración en profesionales con experiencia en el área.
- c) Comportamiento intachable en el sistema financiero por parte de los sostenedores de los colegios.
- d) Colegio con elevado nivel de matrícula (madurez) o adecuado crecimiento de la misma.
- e) Ebitda superior al valor de los vencimientos anuales del préstamo.

La cobranza está a cargo de unidades internas con experiencia general en la materia y, particularmente, en este tipo de créditos. Hasta la fecha no ha existido atraso en los pagos efectuados por el MINEDUC.

Por último, se señala que el banco custodia la documentación que acredita la garantía del FGIE para cada préstamo, en particular la resolución de tasación aceptada y la aprobación del Comité de Financiamiento y Derecho de Educación que otorga la garantía, con toma de razón de la Contraloría General de la República. También se incluye, los documentos exigidos por el banco para la aceptación de la operación (solicitud de crédito, póliza de seguros firmadas y dimacofi, entre otros).

Flujos del patrimonio separado

En la Ilustración 2 se presenta el saldo insoluto de los activos y bonos del patrimonio separado, junto con los excedentes de caja asumiendo gastos fijos anuales de UF 1600 (según contrato de emisión, se estima que en la práctica serán de UF 1.468).

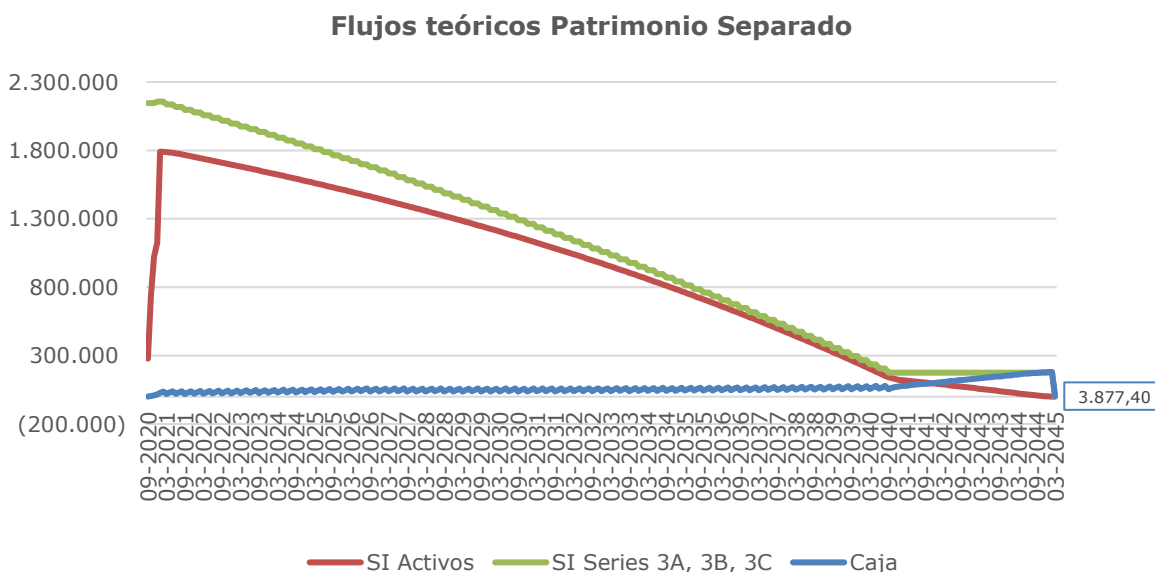


Ilustración 2: Flujos teóricos del patrimonio separado

“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.”