

Por debilitamiento en la clasificación implícita de activos subyacentes (acciones de Soquimich)

Humphreys reduce clasificación de bono securitizado respaldado por título de deuda de Pampa Calichera

Santiago, 23 de marzo de 2015. **Humphreys** modifica desde "Categoría A" a "Categoría A-" la clasificación del título de deuda serie A correspondiente al **Duodécimo Patrimonio Separado de Banchile Securitizadora S.A.** La tendencia cambia desde "Estable" a "En Observación".

Cabe señalar, en primer término que el patrimonio separado tiene como activo subyacente bonos emitidos por Pampa Calichera en el mercado de Estados Unidos (EE.UU.), denominados en dólares y con cinco amortizaciones de igual valor en los años 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022. Este último tiene la obligación de mantener en garantía títulos accionarios de Soquimich¹ (SQM) en una relación de 3:1² y un fondo de reserva equivalente al pago de intereses de vencimiento más próximo, el cual es enterado en efectivo, carta de crédito o equivalentes en efectivo. En este contexto, la percepción de riesgo que se tenga sobre SQM no es indiferente a la categoría de riesgo otorgada al instrumento de deuda securitizada.

El cambio en la clasificación asignada a los bonos securitizados, desde "Categoría A" a "Categoría A-", obedece a las serias circunstancias que afectan a la dirección máxima de SQM y que se han traducido en la renuncia de tres directores, todos elegidos con los votos Potash Corporation Saskatchewan INC., uno de los principales accionistas de la sociedad. En opinión de **Humphreys**, estos hechos no son indiferentes para el desempeño futuro de SQM y, bajo este aspecto, se ha incrementado el riesgo del emisor de los títulos accionarios entregados en caución, al margen que el bono de Calichera continúe con la obligación de mantener una relación de 3:1 entre acciones de SQM y el saldo de la deuda.

En definitiva, dado que la clasificación implícita de SQM influye en la categoría de riesgo del bono securitizado, el debilitamiento de la primera conlleva a una reducción en la clasificación de la segunda (la probabilidad de *default* del bono securitizado no puede ser inferior a la probabilidad de *default* de los títulos de respaldo del patrimonio separado; existiendo en los hechos "una subordinación" entre ambos).

Por otra parte, situaciones de público conocimiento (las divergencias que ha tenido SQM con la fiscalía en cuanto a la información solicitada por esta última y los requerimientos de antecedentes por parte del Servicio de Impuestos Internos), son materia que, eventualmente, podrían seguir afectando la percepción de riesgo de SQM y, en consecuencia, de los bonos de Calichera y de los securitizados. Por ello, la tendencia de los títulos de deuda emitidos por el patrimonio separado se califica "En Observación".

Del mismo modo, es importante destacar que el bono securitizado, emitido por el **Duodécimo Patrimonio Separado de Banchile Securitizadora S.A.**, presenta una probabilidad de incumplimiento que es inferior a la del bono emitido por Pampa Calichera en EE.UU. Esto porque ante la eventualidad que esta última empresa se encontrase en incumplimiento, tanto el desfase de pago entre el instrumento emitido en Estados Unidos y el título securitizado emitido en Chile, como la estructura de pago flexible del bono nacional, incrementan la probabilidad de que el patrimonio separado disponga oportunamente de los recursos provenientes de la liquidación de las acciones de SQM, reforzado, además, por la existencia del fondo de reservas.

¹ Sociedad Química y Minera de Chile

² Cabe consignar que al 19 de marzo de 2015, la relación se encuentra en un valor cercano a 2,8 veces (el mínimo establecido es de 2,7 veces).

Una hipotética situación de aceleración del pago del bono de Pampa Calichera emitido en EE.UU., no conllevaría a la aceleración del bono securitizado. Ante un evento de tal naturaleza, dada su estructuración financiera, se tendría la siguiente situación para el bono local:

- i) Se modifica su tabla de amortización, trasladándose todos los pagos (intereses y capital) a la fecha de vencimiento final del bono (capitalización de intereses); sin perjuicio, si procediere, del pago de intereses de próximo vencimiento (uso del fondo de reserva del bono en EE.UU.).
- ii) Se genera la obligación, por parte del emisor, de prepagar el bono securitizado con cualquier recurso que tenga disponible.
- iii) Producto de lo anterior, liquidadas las garantías del bono de Pampa Calichera en EE.UU., dichos recursos se destinan a pagar anticipadamente el títulos de deuda securitizado.
- iv) Dada la relación exigida de 3:1 entre las garantías accionarias y el bono de EE.UU., se estima como altamente probable que los recursos captados permitan cumplir con la promesa entregada a los tenedores del bono securitizado, aun considerando los costos y período de ejecución de las prendas y que la relación antes mencionada se deteriore fuertemente.
- v) En la práctica, el bono emitido por Pampa Calichera en EE.UU., independiente de su probabilidad de *default*, presenta una muy reducida pérdida esperada. El instrumento securitizado emitido en el mercado local recoge dicha realidad y genera una promesa a los bonistas acorde con tal situación.

Adicionalmente, a diciembre de 2014, se contaba con 3.491.239 acciones extra de Soquimich Serie A y 4.507.688 serie B susceptibles de entregar en prenda. También a enero de 2015, el valor nominal del bono serie A ascendía a US\$ 65.000.000 y US\$ 1.703 para la serie C.

En cuanto a los bonos serie C, dado su carácter de subordinados, se mantienen en Categoría C.

Contacto en **Humphreys**:

Ignacio Peñaloza F.

Teléfono: 56 - 22433 52 00

E-mail: ignacio.penaloza@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200– Fax (56) 22433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".