



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación y Tendencia**

A n a l i s t a

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

Banchile Securitizadora S.A. Duodécimo Patrimonio Separado

Agosto 2018

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
Bonos securitizados:		
Serie A	AA- ¹	Estable ²
Serie C	C	Estable
Estados Financieros	Junio de 2018	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Bono Serie 12A (BCHIS-P12A)	Nº 514 de 16.10.07
Bono Serie 12C (BCHIS-P12C)	Nº 514 de 16.10.07

Datos básicos de la operación

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado Nº12
Activos de Respaldo	Yankee Bonds Pampa Calichera con vencimiento el año 2022
Originador	Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A.
Administrador primario	Banchile Securitizadora S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco Santander Chile
Banco pagador	Banco Santander Chile
Custodio	Banco Santander Chile
Características de los activos	Corresponden a bonos emitidos en Estados Unidos denominados en dólares y con amortizaciones iguales los 14 de febrero entre los años 2018 a 2022 inclusive. Los bonos fueron emitidos a una tasa del 7,75% base 360 días con pago de intereses semestrales.

Características de las Series de Bonos

Serie	Descripción	Valor nominal original (USD)	Valor nominal vigente (USD)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	65.000.000	52.000.000	7,61%	feb-22
C	Subordinada	1.000	2.222	7,75%	ago-22
Total		65.001.000	52.002.222		

¹ Clasificación anterior: Categoría A+.

² Tendencia anterior: Favorable.

Opinión

Fundamento de la clasificación

El **decimosegundo Patrimonio Separado** de **Banchile Securitizadora S.A.** corresponde a la emisión de títulos de deudas respaldados por bonos emitidos en Estados Unidos por la Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A. (Pampa Calichera), que disponen como garantía de acciones de la Sociedad Química y Minera de Chile S.A. (Soquimich). Dada la estructura financiera, el riesgo de la operación depende de la capacidad de pago de Pampa Calichera y, en segunda instancia, de la volatilidad del precio de las acciones de Soquimich.

El aumento de la clasificación de riesgo de los bonos serie A, desde “*Categoría A+*” a “*Categoría AA-*”, obedece a que la clasificadora ha ponderado con mayor fuerza la capacidad que tiene Pampa Calichera para refinanciar sus pasivos financieros, gracias a la elevada disponibilidad de acciones de Soquimich que mantiene la sociedad para entregarlas en garantía. Lo anterior se ha demostrado con los créditos conseguidos por Calichera durante el año 2018, así como también por el pago de la primera amortización del bono emitido en Estados Unidos. La tendencia se modifica a “*Estable*” (anteriormente en “*Favorable*”).

El decimosegundo patrimonio separado, en lo que respecta a los activos que respaldan el título de deuda, está conformado por bonos emitidos por Pampa Calichera en el mercado de deuda de Estados Unidos, denominados en dólares y con cinco amortizaciones de igual valor en los años 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022. En la operación el emisor ha entregado acciones de Soquimich en prenda.

Es importante destacar que el bono securitizado presenta una probabilidad de incumplimiento inferior a la del bono emitido por Pampa Calichera en Estados Unidos. El desfase en las fechas de pago entre ambos instrumentos y la estructura flexible del título de deuda nacional incrementan la posibilidad de que el patrimonio separado disponga oportunamente, de los recursos provenientes de la liquidación de las acciones de Soquimich, en la eventualidad de que Pampa Calichera se encuentre en cesación de pagos. En la práctica, la promesa de pago a los tenedores del bono securitizado se adecua satisfactoriamente, si fuese el caso, a los probables plazos requeridos para la enajenación de la caución.

Dado lo anterior, es importante entender que el *default* del activo subyacente (bono de Pampa Calichera) no implica, *ipso facto*, el incumplimiento de la promesa a los tenedores de los títulos de deuda emitidos por el patrimonio separado. En efecto, tal como se explica al interior de este informe, existe una elevada probabilidad que el bono securitizado cumpla con sus obligaciones, en los términos establecidos en el contrato de emisión, aun cuando Pampa Calichera cayese en cesación de pago y fuese declarada en insolvencia.

En los hechos, la promesa a los inversionistas del bono local (securitizado) implica una estructura de pago flexible. En consecuencia, se ha establecido inicialmente una tabla de amortización desfasada, pero de similares características a la ofrecida por el activo subyacente (bonos emitidos en EEUU). Sin embargo, si Pampa Calichera cayera en *default*, la amortización del título securitizado y el pago de los intereses devengados se desplazaría a la fecha de término del contrato de emisión, existiendo de su parte la obligación de acelerar el pago de los bonos, toda vez que disponga de recursos para esos fines (por ejemplo, con los recursos allegados por la liquidación de la garantía).

Cabe destacar que la operación financiera en el mercado estadounidense, además de la garantía en acciones, dispone como resguardo la constitución de un fondo de reserva equivalente al pago de intereses de vencimiento más próximo. Este fondo debe ser enterado en efectivo, carta de crédito o equivalentes en efectivo.

En efecto, la clasificación de riesgo de la serie A, en "Categoría AA-", se sustenta en los siguientes elementos:

- Una estructura financiera que ofrece a los bonistas condiciones de pago concordantes con las alternativas de generación de flujo del activo subyacente. El mecanismo diseñado permite reducir substancialmente la probabilidad de *default* del bono securitizado, en relación con la probabilidad de *default* del bono Pampa Calichera (la cesación de pagos de esta última no implica necesariamente el incumplimiento de la operación securitizada).
- La suficiencia de la garantía entregada por el bono de Pampa Calichera, incluso considerando la volatilidad propia de los títulos accionarios.
- La solvencia de Soquimich. La deuda de la empresa ha sido clasificada en Categoría AA- por **Humphreys**.
- Ausencia de riesgo de moneda y de tasa de interés: tanto el bono securitizado como la deuda de Pampa Calichera se expresan en dólares de los Estados Unidos y devengan una tasa de interés fija.
- El margen de la operación (spread entre activos y pasivos), sumado un fondo de liquidez inicial por US\$ 80.000, permiten cubrir en forma aceptable los gastos esperados para el patrimonio separado. Tampoco existen riesgos operativos que pudieren afectar la capacidad de pago del patrimonio separado.

La clasificación de riesgo también considera los aspectos administrativos y operativos de la securitización. En este caso, la administración del patrimonio separado es ejercida directamente por la sociedad securitizadora. La custodia de los bonos de Pampa Calichera está a cargo del Banco Santander Chile, que también actúa como banco pagador y representante de los tenedores de bonos. A juicio de la clasificadora, ambas entidades tienen las condiciones y la experiencia necesarias para llevar a cabo competentemente las respectivas funciones.

Sin perjuicio de lo anterior, aún se estima elevada la capacidad de Pampa Calichera para entregar en caución acciones de Soquimich.

Definición 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 la 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.

"-": corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría

Aspectos conceptuales de la clasificación de riesgo

El bono securitizado serie A se paga con los flujos provenientes de los activos que conforman el patrimonio separado (títulos de deuda emitidos por Pampa Calichera en EE.UU. con garantías de acciones de Soquimich), situación que en primera instancia implica que el riesgo del instrumento de deuda local está relacionado con la capacidad de pago de Pampa Calichera.

Dado lo anterior, si por un momento se excluye del análisis la existencia de garantías para el activo subyacente, el riesgo del título de deuda securitizado es idéntico al que presenta el bono de Pampa Calichera, dependiendo ambos de la capacidad de pago de esta empresa (ya que no hay riesgo de tasa, de moneda o de plazo).

Para que el bono serie A presente un menor riesgo en relación con el bono emitido en Estados Unidos, se deben dar dos condiciones:

- i. Que cayendo Pampa Calichera en cesación de pago, exista una probabilidad que se pague el bono securitizado. De esa forma, se establece que el riesgo de *default* del segundo es inferior al del primero.
- ii. Que el menor riesgo de *default* amerite un cambio en la categoría de riesgo.

De acuerdo con los términos del contrato de emisión con formación de patrimonio separado, la falta de pago oportuna de los bonos de Pampa Calichera permite al emisor alterar la fecha de vencimiento de los títulos securitizados serie A, estableciendo el 28 de febrero de 2022³ como nueva fecha de vencimiento para el total del capital insoluto e intereses⁴. Por otra parte, el emisor se obliga a anticipar el pago de los valores serie A en caso de aceleración de los bonos de Pampa Calichera.

La estructuración definida en la securitización tiene los siguientes efectos:

- i. El *default* de los bonos de Pampa Calichera no provoca obligadamente el incumplimiento del patrimonio separado. Debe tenerse en consideración, además, que existe un desfase de 14 días en la fecha de pago de ambos instrumentos.
- ii. El cambio en las fechas de vencimiento da un plazo adecuado para que el patrimonio separado pueda recibir los flujos provenientes de la liquidación de las garantías entregadas por Pampa Calichera (acciones de Soquimich) y, de esa forma, proceder al pago de la serie A en los términos definidos en el contrato.
- iii. El valor de mercado de las garantías (tres veces el valor de la deuda) lleva a reducir significativamente la probabilidad de incumplimiento por parte del patrimonio separado, en relación con la alternativa que los flujos del activo securitizado dependiesen exclusivamente de Pampa Calichera.

Características de los activos y pasivos

Las principales características de la emisión y del activo subyacente se presentan en la Tabla 1.

Emisión de bonos Calichera (activos del patrimonio)

La emisión de bonos de Pampa Calichera en el mercado de Estados Unidos alcanzó un monto total de US\$ 250 millones. Sus características se encuentran establecidas en el *Indenture* Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A. *Senior Secured Notes Due 2022*, de fecha 14 de febrero de 2007 y modificaciones posteriores.

A continuación se presentan algunas de las principales características de la emisión de los bonos:

³ Existe una salvedad a esta regla que podría extender el plazo hasta el año 2023 (si el evento se produce al final de la vida del bono).

⁴ La aplicación de esta disposición no representa una modificación a la promesa ofrecida a los bonistas, sino solo constituye la aplicación de los términos contractuales, cuyo objetivo es adecuar el pago de los bonos a los posibles perfiles de flujo de los activos, característica de las finanzas estructuradas en donde se enmarca la securitización. Además, la disposición señala que no se autoriza al emisor a alterar el saldo insoluto y/o la tasa de interés. En consecuencia, el tenedor de los bonos siempre estuvo informado de la flexibilidad en los pagos, antecedente que, lo más probable, introdujo en el rendimiento exigido a los títulos serie A.

Tabla 1: Resumen de características de los activos y pasivos

	Bono Securitizado 12A	Bono Pampa Calichera
Monto de la emisión	65.000.000	250.000.000
Moneda	Dólares	Dólares
Tasa de interés	7,61% anual	7,75% anual
Devengo de intereses	Semestralmente	Semestralmente
Amortizaciones	21 de febrero de 2018	14 de febrero de 2018
	21 de febrero de 2019	14 de febrero de 2019
	21 de febrero de 2020	14 de febrero de 2020
	21 de febrero de 2021	14 de febrero de 2021
	21 de febrero de 2022	14 de febrero de 2014
Opción de prepago	Si, en caso de prepago del bono de calichera	Sí, a opción del emisor
Premio por prepago	Sí	Sí
Fondos	Un período de intereses y USD 80.000	Un período de intereses
Garantía	Acciones de SQM equivalente a USD 195 millones	Acciones de SQM equivalente a USD 750 millones

Covenants financieros

En 2012 los tenedores de los bonos acordaron la modificación de ciertos términos originales del contrato, eliminando algunos *covenants*, referidos principalmente a:

- Las limitaciones en la contratación de deuda adicional.
- Las limitaciones a ciertos pagos restringidos.
- Las limitaciones al otorgamiento de garantías.
- Las limitaciones a operaciones con afiliadas.
- Las restricciones a la venta de activos.

Adicionalmente se incorporó el denominado “*Negative Pledge*”, en el que se obliga a mantener libres de prenda acciones de Soquimich por un monto de US\$100 millones, disponibles para la prenda en caso que la “Relación Mínima de Cobertura” bajare a un nivel menor de 3:1.

Garantía de la emisión

La emisión de bonos de Pampa Calichera suscrita en el mercado estadounidense cuenta con un fondo de intereses, en beneficio de los tenedores del bono, que asciende al equivalente del pago de intereses del próximo período.

El fondo de intereses se constituyó inicialmente con el producto de la colocación del bono de Pampa Calichera⁵ y se encuentra prendado al *trustee*⁶ en favor de los tenedores del bono.

Por otro lado, la presente emisión también cuenta con una garantía consistente en acciones de Soquimich, las que deben representar, en términos de valor de mercado, 3,0 veces el monto del capital pendiente de pago⁷.

Para el cálculo del valor de la garantía se considera el precio promedio ponderado de los últimos cinco días hábiles de una acción de Soquimich (debidamente certificado por la Bolsa de Comercio de Santiago), multiplicado por el número de acciones que se encuentran incluidas como caución, esto convertido en dólares sobre la base de la publicación del Banco Central de Chile, a la fecha del cálculo. El *Trustee* es quien verifica el cumplimiento de la garantía.

Si esta "Relación Mínima de Cobertura" cayera bajo la razón 2,7:1 se estará en la obligación de preñar acciones adicionales de Soquimich para alcanzar nuevamente la relación 3:1. Si el caso es que la relación superó la razón de 3,3:1 se estará en el derecho de alzar la prenda.

Opción de prepago anticipado

La emisión de los bonos de Pampa Calichera cuenta con una opción de prepago anticipado, que se encuentra establecida para la totalidad de la emisión.

Ejercer la opción de prepago trae aparejado un premio para los tenedores de bonos, consistente en el exceso de: (i) el valor presente, a la fecha del prepago, del monto del principal a la fecha de la madurez, más todos los intereses que debieran haberse pagado entre la fecha del prepago y el 14 de febrero de 2022⁸, usando como tasa de descuento la tasa del Tesoro de EE.UU. (*treasury rate*) a la fecha del prepago más 50 puntos bases, y sobre (ii) el monto del principal a la fecha de la madurez.

⁵ El Fondo de Intereses se encuentra constituido por caja o equivalentes de caja o por letras de crédito.

⁶ El *Trustee* corresponde al Deutsche Bank Trust Company Americas.

⁷ Con fecha 8 de octubre de 2014 se constituyó una nueva prenda en acciones para dar cumplimiento al mínimo exigido, producto de la variación en el precio de la acción de SQM.

⁸ Excluyendo los intereses devengados y no pagados a la fecha del prepago.

Eventos de *default*

En la emisión de bonos de Pampa Calichera existen eventos que definen un *default*. A continuación se presentan algunos:

- Cualquier incumplimiento por parte de Pampa Calichera en cualquiera de los pagos a los que se obliga en la emisión de los bonos.
- Si el fondo de intereses no se encuentra completamente constituido por un período superior a 30 días consecutivos.
- Incumplimiento de cualquiera de los *covenants* establecidos en la operación.
- Si el fondo de reserva no está cubierto con el mínimo establecido por un período de 30 días consecutivos.
- Cualquier incumplimiento, ya sea observado y efectivo, de Pampa Calichera en relación a los *covenant*, *warranty* u obligaciones establecidas en el contrato de bonos, la prenda de acciones de Soquimich o el fondo de intereses y la continuación del *default* por más de treinta días, después entregado el aviso escrito a Pampa Calichera por parte del *trustee* o de los tenedores de bonos⁹.
- Incumplimiento de Pampa Calichera, o cualquiera de sus subsidiarias o Soquimich, que en forma agregada supere los US\$ 10 millones.

Emisión de bonos securitizados

La emisión de los bonos securitizados fue por US\$ 65 millones, denominados en dólares y sus vencimientos, y en la medida que Pampa Calichera no caiga en cesación de pagos, serán similares en monto y plazo con los títulos correspondientes a la emisión de bonos de Pampa Calichera en el mercado estadounidense. Sus características se encuentran establecidas en el Contrato Desmaterializado de Títulos de Deuda de Securitización, con fecha 16 de agosto de 2007.

Sin perjuicio de lo anterior, la promesa ofrecida por el bono local implica una estructura de pago que será modificada si se requiriera enajenar la caución del bono de Pampa Calichera. La flexibilidad aludida permite que las obligaciones del bono securitizado se adecuen a la generación de flujos del activo, que conforma el patrimonio separado.

Fondos del bono securitizado

La presente operación, con los recursos captados en la colocación, conformó un fondo de US\$ 80.000 para hacer frente a gastos del patrimonio separado, si es que el diferencial de tasas existente entre la emisión de bonos de Pampa Calichera en el mercado estadounidense (7,75%) y la de los bonos securitizados (7,61%) no es suficiente en algún período para cubrir los gastos.

⁹ La emisión del aviso escrito debe contar con al menos un 25% de los tenedores de bonos.

Todo exceso que genere el patrimonio separado por sobre el monto del fondo pertenecerá a los tenedores del bono subordinado y podrá ser entregado semestralmente, dentro del tercer día hábil bancario siguiente a la fecha en que se efectúe la determinación de su existencia.

Amortización y pagos extraordinarios del bono securitizado

En caso de producirse un incumplimiento por parte de Pampa Calichera en el pago de las obligaciones emanadas de la emisión de bonos en el mercado estadounidense, el bono securitizado contempla una modificación en la tabla de desarrollo¹⁰. Dicha modificación consiste en una postergación de todos los pagos a la fecha de término del contrato de emisión.

De acuerdo con lo establecido en el contrato de emisión, la alteración de la tabla de desarrollo se realizará una vez verificado por Banchile la falta de pago oportuna de los bonos emitidos por Pampa Calichera. Ante dicho evento se establecerá como nueva fecha de vencimiento del saldo insoluto adeudado de la serie preferente el 28 de febrero de 2022, siempre que la condición tenga lugar antes del 14 de febrero de 2021. En tanto, si la condición tiene lugar en la última cuota, se fijará como fecha de vencimiento para el capital e intereses el 28 de febrero de 2023.

El objetivo de realizar la modificación de las tablas de desarrollo es llevar a cabo la cancelación de los cupones de bono con el fruto de la liquidación de las acciones de Soquimich¹¹, que se encuentran garantizando la emisión. Para ello se realizarán prepagos extraordinarios obligatorios, lo que implicará que el emisor procederá al prepagado extraordinario de los bonos preferentes, dentro de los cinco días corridos siguientes a la fecha en que la securitizadora cuente con recursos equivalentes de, al menos, los intereses devengados hasta la fecha del prepagado, provenientes de los pagos percibidos por el patrimonio separado en su calidad de tenedor de bonos de Pampa Calichera.

Una vez prepagada completamente la serie A del bono, se iniciará el prepagado extraordinario de la serie doce C.

Resumen de la operación

La Ilustración 1 presenta un resumen de la operación del proceso de securitización del bono de Pampa Calichera.

- (1) La emisión de bonos por parte de Pampa Calichera en el mercado de Estados Unidos se hizo por un monto de US\$ 250 millones.

¹⁰ La facultad que se le otorga al emisor de modificar las tablas de desarrollo no le permite alterar el monto del capital total a amortizar, ni la tasa de interés de los bonos serie 12A.

¹¹ Todo el proceso entre el incumplimiento de Pampa Calichera y la liquidación de la garantía se estima podía llegar a ser de un año, sin embargo, no se puede asegurar que este podría ser el plazo máximo, por lo tanto, si bien el bono securitizado se encuentra razonablemente cubierto, igualmente podría caer en default, sin que esto implicara necesariamente pérdidas para los tenedores.

- (2) El vendedor de los bonos de Pampa Calichera, que constituyen el activo subyacente de la emisión securitizada, es una institución financiera.
- (3) Banchile Securitizadora S.A. es el originador del bono securitizado y también el encargado de la administración primaria.
- (4) Los flujos para el pago de los bonos provienen de los pagos regulares de Pampa Calichera o, en su defecto, de los recursos provenientes de la cuenta de reserva y de la liquidación de las acciones de Soquimich.

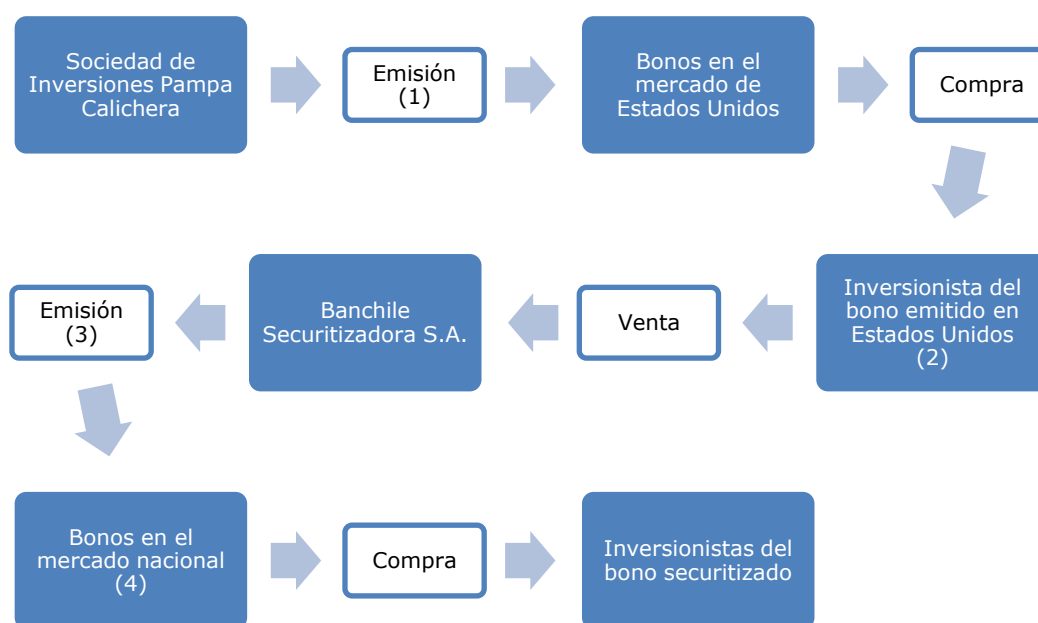


Ilustración 1: Diagrama de securitización del bono de Pampa Calichera

Flujo de los activos y pasivos principales

La emisión contempla treinta cupones de pago a partir de febrero de 2008, que deben ser pagados semestralmente hasta febrero de 2022. Los veinte primeros cupones contemplan solo el pago de intereses, mientras los cinco últimos representan el pago de intereses y la amortización del capital. La Ilustración 2 presenta la estructura de flujos teóricos del patrimonio separado.

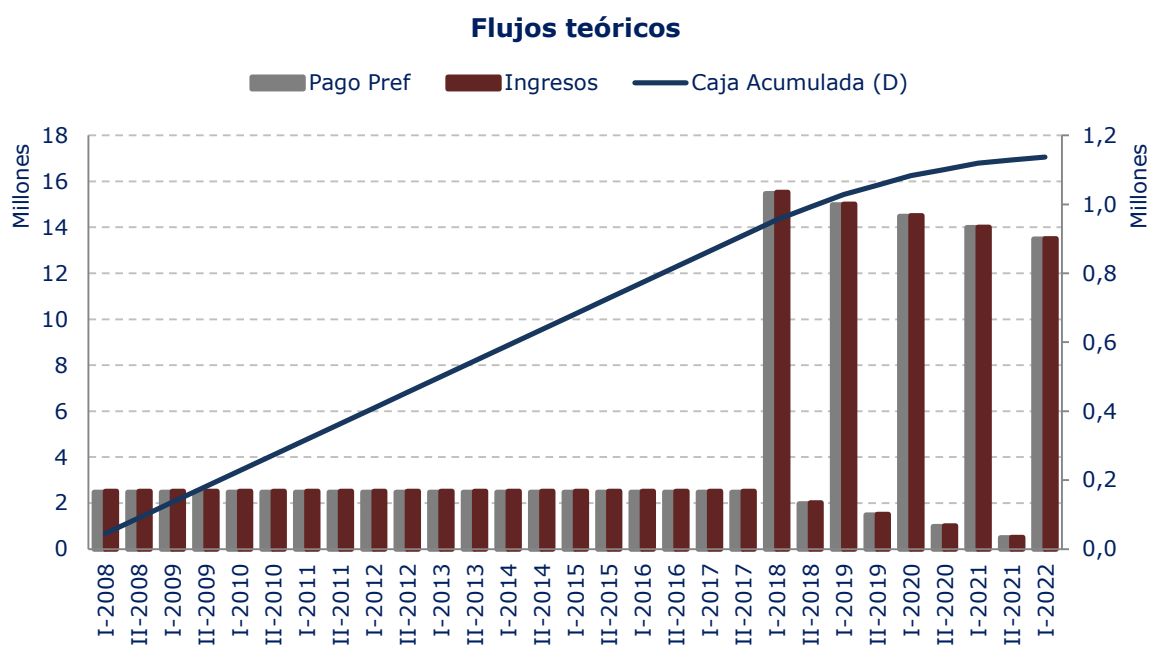


Ilustración 2: Flujos y acumulación de caja teórico del patrimonio separado

"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 este 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."