

La tendencia de la serie A cambia desde “*Estable*” a “*En Observación*”

### **Humphreys mantiene en “Categoría AA” la clasificación del bono senior del Tercer Patrimonio Separado de Securitizadora Security**

Santiago, 03 de diciembre de 2013. **Humphreys** mantuvo en “Categoría AA” la clasificación del bono *senior*, correspondiente al **tercer patrimonio separado de Securitizadora Security S.A.** El bono subordinado serie B, en tanto, fue ratificado en “Categoría C”. La tendencia para la serie A cambia desde “*Estable*” a “*En Observación*”, la serie B mantiene su tendencia “*Estable*”.

No obstante el buen nivel de los activos del patrimonio separado en relación con las obligaciones preferentes (considerando que el diferencial de tasas es de 4,6% para un horizonte de cerca de nueve años), se modifica la tendencia de los bonos serie A, desde “*Estable*” a “*En Observación*” con implicancias negativas, en atención a que ha aumentado la probabilidad que parte de los ingresos que generan los contratos de *leasing* habitacional se produzcan con posterioridad a la fecha de vencimiento de los títulos de deuda (riesgo de descalce).

La clasificadora decidió no reducir la categoría de riesgo de los bonos preferentes considerando que **Securitizadora Security** le ha informado que se encuentra actualmente analizando alternativas que permitan resolver el eventual descalce de flujos que se describe en este documento, sin descartar una citación a la junta de tenedores de bonos para introducir modificaciones al contrato de emisión y establecer mecanismos para adecuar la generación de flujos de los activos con el perfil de pago de los bonos preferentes. Ante esta última alternativa, si bien **Humphreys** no puede anticipar la decisión que adoptará por la junta de bonistas, en su opinión, existen elementos que permiten presumir la viabilidad a un cambio a los términos del contrato de emisión.

También es importante destacar que independiente de la menor o mayor probabilidad de *default*, se estima que ante un evento de esta naturaleza la pérdida esperada para los bonistas tendería a cero, tanto porque el desfase de flujos afectaría sólo a los últimos cupones como por el elevado patrimonio que tendría el patrimonio separado a esa fecha.

Para mayor entendimiento de los riesgos de descalce, cabe explicar que la modalidad de los contratos de *leasing* habitacional aportados a la operación implica que el arrendatario paga mensualmente un arriendo al patrimonio separado (interés) y, en paralelo, ahorra en una Administradora de Fondos Para la Vivienda (AFV), con el objeto de ejercer la opción de compra de la vivienda en la fecha inicialmente fijada como término del contrato de arriendo (amortización). La oportunidad de reunir los recursos necesarios para pagar el precio de la vivienda depende de la rentabilidad que tengan los fondos de la AFV.

De acuerdo con los términos del contrato de arrendamiento con opción de compra, los recursos acumulados en la AFV deben ser traspasados al patrimonio separado en la fecha de término del contrato; no obstante, si éstos no fueren suficientes para pagar íntegramente el saldo de precio, el plazo de la operación se entenderá automáticamente extendido, debiendo el arrendador seguir con los pagos al patrimonio separado (interés implícito de la transacción) y continuar ahorrando en la AFV hasta completar el diferencial adeudado.

Producto de lo anterior, considerando que la rentabilidad de las AFV ha sido inferior a lo previsto inicialmente, un porcentaje del saldo de precio podría ser enterado al patrimonio separado después de las fechas de vencimiento de los últimos cupones del bono preferente. Con todo, el eventual desfase de los flujos, producto de continuar la moderada rentabilidad de las AFV, podría

ser contrarrestada por lo prepagos de los activos, en especial por el aumento que se debiera esperar en los períodos finales de la operación de securitización. A septiembre de 2013, el prepago del patrimonio representaba un 35,09% del saldo insoluto original mientras que el *seasoning* era de 159 meses. El *default* para igual periodo era de 21,85%

A septiembre de 2013 el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, más los fondos disponibles– representaban el 105,52% del monto del bono preferente, valor que disminuye al 51,39% si se agrega la serie B subordinada.

La clasificación de la serie subordinada se basa en que su pago está sometido al cumplimiento de la serie preferente, por cuanto absorbe prioritariamente las pérdidas de los flujos estimados para los activos, reforzando de esta manera la clasificación de riesgo obtenida por la serie preferente, aunque exponiendo a los tenedores de estos títulos subordinados a una alta probabilidad de pérdida de capital y/o intereses.

Los contratos de leasing habitacional han sido originados por Inmobiliaria Mapsa S.A., que a su vez se encarga de la cobranza de los mismos. En esta función, de administrador primario de activos, la entidad ha sido clasificada por **Humphreys** en "Categoría CA2".

A septiembre de 2013, el valor par de las obligaciones de oferta pública ascendía a UF 357.652, divididas en UF 174.029 para la serie A y UF 183.275 para la serie B. Por su parte, el patrimonio separado contaba con activos hipotecarios por UF 174.144.

Contacto en **Humphreys**:

Hernán Jiménez A.

Teléfono: 562 - 2433 5200

E-mail: [hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)



<http://twitter.com/HumphreysChile>

*Clasificadora de Riesgo Humphreys*

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

Fono (562) 2433 5200

E-mail: [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl) con el asunto "eliminar de la lista".