

ENTENDIENDO LA LÓGICA DEL BONO SECURITIZADO "CALICHERA"

El Décimo Segundo Patrimonio Separado de Banchile Securizadora emitió un título de deuda respaldado por bonos emitidos por Inversiones Pampa Calichera en el mercado de deuda de Estados Unidos. Si bien la operación podría llevar a suponer que la probabilidad de *default* del instrumento securitizado depende fuertemente del riesgo de incumplimiento de Pampa Calichera, ello no es efectivo por cuanto la sociedad securizadora estructuró una promesa de pago flexible que se adapta a las alternativas de generación de flujos del "bono Calichera" la cual no coincide, necesariamente, con la capacidad del emisor para pagar sus obligaciones financieras.

Clasificación

Serie A: Categoría A
Serie C: Categoría C

Nemotécnico

Serie A: BCHIS-P12A
Serie C: BCHIS-P12C

Tendencia

Serie A: En Observación
Serie C: Estable

Valor Emisión

Serie A: USD 65.000.000
Serie C: USD 1.000

Tasa Carátula

Serie A: 7,61%
Serie C: 7,75%

Duración : 10,4 semestres

Vencimiento

28 de febrero de 2022 ambas series

Opción Prepago

Si

Este documento tiene por propósito comunicar a los inversionistas que la fortaleza del duodécimo patrimonio separado de Banchile Securizadora descansa tanto en la estructura de la transacción como en los ingresos que se obtendrían ante un eventual default del bono emitido por Pampa Calichera en EEUU (producto de la liquidación de las cuantiosas acciones de SQM entregadas en prenda). En este contexto, para la evaluación pierde relevancia el nivel de solvencia de Pampa Calichera, siendo una clara muestra de una adecuada operación de "finanzas estructuradas".

Con todo, no se desconoce que la cesación de pago de Pampa Calichera podría afectar el valor de mercado del bono securitizado, al margen que el título conservara una baja pérdida esperada y una reducida probabilidad de default.

FORTALEZAS DEL "BONO CALICHERA" Y DEL BONO SECURITIZADO

El "bono Calichera" emitido en EEUU, y que forma parte del activos del décimo segundo patrimonio separado de Banchile Securizadora, dispone de un fondo¹ en beneficios de los tenedores de bonos equivalente al pago de intereses del período más próximo y con acciones de SQM como garantías en una relación de 3:1².

Dado lo anterior, la capacidad de pago del "bono Calichera" no se sostiene sólo en el nivel de solvencia de su emisor, por cuanto ante la eventualidad de un *default* por parte de éste, se dispone del fondo de liquidez y, lo más importante, de acciones de SQM por un valor muy superior en comparación con el monto de la deuda.

La situación descrita implica que la pérdida esperada del "bono Calichera" es sustancialmente reducida; sin embargo, ello no conlleva a disminuir la probabilidad de *default* del título de deuda (ya que se requiere el incumplimiento por parte de Pampa Calichera para poder ejecutar la garantía).

Lo que logra la operación de Banchile Securizadora, a través del bono securitizado, es emitir un instrumento con una probabilidad de *default* inferior a la del "bono Calichera" por cuanto la promesa de pago a los bonistas (del instrumento securitizado) se adecúa a los flujos que provendrían de la enajenación de las acciones de SQM ante un eventual incumplimiento por parte de Pampa Calichera.

De esta manera, en los hechos, un evento de *default* para Pampa Calichera y para el "bono Calichera" no implica, necesariamente, un incumplimiento de la promesa de pago del título de deuda securitizado.

¹ Fondo formado inicialmente con los recursos captados en la colocación del instrumento y dado en prenda al Trustee: Deutsche Bank Trust Company Americas

² El valor de las acciones de SQM debe superar en tres veces el monto del capital pendiente de pago; utilizando como referencia el precio promedio ponderado de las transacciones de los últimos cinco días, debidamente certificado por la bolsa de comercio. Para su conversión en dólar se utiliza la información del Banco Central de Chile a la fecha de cálculo. El Trustee verifica el cumplimiento.

PROMESA DE PAGO DEL BONO SECURITIZADO

La promesa a los inversionistas del bono local (bono securitizado) implica una estructura de pago flexible, en los siguientes términos:

- i) En una primera fase el patrimonio separado se compromete a una estructura de pago de similares características a la ofrecida por el activo subyacente ("bonos Calichera"), pero desfasada en el tiempo.
- ii) El desfase temporal permite que un *default* del "bono Calichera" no signifique, *ipso facto*, un incumplimiento del instrumento securitizado.
- iii) Si el "bono Calichera" cayera en *default*, la promesa del patrimonio separado establece que la amortización del título securitizado y el pago de los intereses devengados se desplaza a la fecha de término del contrato de emisión.
- iv) En paralelo, el emisor del bono local se compromete a efectuar prepagos con cualquier recurso recibido.
- v) Lo anterior permite que el capital e intereses devengados se paguen una vez que se ejecutaron las garantías del "bono Calichera" (acciones de SQM) y en conformidad con lo prometido a los tenedores de bonos.

Los análisis de Humphreys³ determinan que la suficiencia de los recursos esperados por la liquidación de las acciones de SQM entregan una alta probabilidad que el patrimonio separado cumpla con la promesa entregada a los inversionistas, incluso considerando fuertes caídas en el precio de los títulos accionarios en distintos escenarios de plazo de liquidación de las garantías. La elevada probabilidad de cumplimiento queda determinada por la flexibilidad de la promesa del patrimonio separado y por la elevada relación entre valor de la prenda y el saldo adeudado, independiente del nivel de solvencia de Pampa Calichera.

De acuerdo con el modelo de evaluación aplicado por la clasificadora, la probabilidad de default del bono securitizado es compatible con una Categoría AA; sin embargo, se clasifica en "Categoría A" debido a:

- i) La clasificación de solvencia de Soquimich limita el riesgo del bono securitizado.
- ii) Se procedió con un criterio conservador por cuanto en Chile no existe experiencia efectiva respecto al plazo que duraría la liquidación de las garantías de un título de deuda emitido en Estados Unidos.
- iii) Aunque se asigna una baja probabilidad de ocurrencia, si la eventual insolvencia de Pampa Calichera fuera en el último cupón, se reducen los plazos para la liquidación de las garantías.

Finalmente se debe considerar que la tendencia de la serie A se califica "*En Observación*", hasta no disponer de antecedentes más concretos respecto a los cambios que tendrá el mercado del potasio, producto que en agosto de 2013 la empresa rusa Uralkali acordó poner término al acuerdo de comercialización conjunto que mantenía con la firma belorrusa Belaruskali. De esta manera, la tendencia se mantendrá hasta no tener mayor antecedentes de cómo lo anterior afectará la solvencia de Soquimich y, por lo tanto, la clasificación de riesgo del bono preferente emitido por el patrimonio separado.

Para mayor información ver informe de clasificación en www.humphreys.cl

Alternativamente se puede solicitar reunión para aclarar o ampliar los términos vertidos en esta ficha técnica

³ Humphreys utiliza un modelo dinámico basado en el método de Monte Carlo