

En “*Categoría AA+*” bono preferente

Por suficiencia del valor económico de los activos de respaldo, *Humphreys* mantuvo la clasificación de los bonos del Segundo Patrimonio Separado de Securitizadora Security

Santiago, 10 de abril 2013. *Humphreys* mantuvo la clasificación de los títulos de deuda de todas las series pertenecientes al **Segundo Patrimonio Separado** de Securitizadora Security S.A., correspondiente a “*Categoría AA+*” para la serie A y “*Categoría C*” para la serie B. La tendencia, en tanto, quedó “*Estable*”.

La clasificación de riesgo se fundamenta en el hecho de que el valor económico de los activos supera satisfactoriamente el valor de la deuda preferente (no así la deuda subordinada), con una generación de flujos periódicos capaces de responder al pago de intereses de los bonos y un valor de liquidación esperado para los activos, incluso bajo escenarios conservadores, suficiente para dar cumplimiento a la amortización de los títulos de deuda preferentes.

El pago de estos bonos se realiza con los flujos generados por una cartera de contratos de *leasing* habitacional originada por Inmobiliaria Mapsa (cartera de respaldo). A diciembre 2012, el valor de los activos subyacentes –saldo insoluto de los créditos vigentes más los fondos disponibles y los activos recuperados valorizados a saldo insoluto– representaba el 100,10% del valor par del bono preferente y el 55,01% del valor conjunto de las series preferente y subordinada. A la misma fecha del año anterior, estos cocientes eran de 97,80% y 57,58%, respectivamente.

La cartera crediticia –que a la fecha de clasificación mantenía un *seasoning* de 158 meses– presentaba un nivel de *default*¹, medido sobre saldo insoluto original, de 20,09%, observándose una disminución en el indicador respecto a diciembre de 2010, cuando dicho valor ascendía a 26,59%. Por otra parte, los activos liquidados representaban el 18,57% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado.

En cuanto al nivel de prepago, a diciembre de 2012 la cartera había acumulado un monto equivalente al 34,56% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado, lo que se encontraba muy por sobre los rangos máximos estimados al inicio por el modelo dinámico de *Humphreys*². Con todo, el efecto negativo de los prepagos sobre la capacidad de pago del patrimonio separado se ve atenuado por el sobrecolateral mayor al 100% de la serie preferente.

En el presente patrimonio los contratos de *leasing* habitacional que respaldan la operación han sido originados bajo la modalidad de ahorro en cuentas de una Administradora de Fondos para la Vivienda (AFV)³. Por ello, el tiempo que demore el arrendatario para saldar totalmente la operación dependerá, entre otros factores, de la rentabilidad de los fondos administrados por la AFV. Si a la fecha del vencimiento original del contrato de arrendamiento no se hubiese reunido la totalidad de los recursos para ejercer el pago del saldo de precio, el importe acumulado se utilizará para amortizar parcialmente el saldo insoluto del activo (dinero que ingresa al patrimonio separado) y se extenderá la fecha de vencimiento del *leasing* habitacional.

¹ Debido a su criterio conservador, *Humphreys* considera en *default*, además de los activos efectivamente liquidados, aquellos con mora superior a 90 días.

² Al inicio del patrimonio separado se estimó un nivel promedio de prepagos de 16% y un nivel máximo de 22%.

³ De esta forma, el arrendatario paga mensualmente el arriendo (el equivalente al interés del crédito, dinero que ingresa directamente al patrimonio separado) y, en paralelo, ahorra en una cuenta de AFV, acumulando así los fondos necesarios para ejercer su opción de compra pagando el saldo de precio adeudado (amortización del capital).

Dado lo anterior, y según las proyecciones de **Humphreys**, es altamente probable que las remesas por concepto de saldo de precio que ingresen al patrimonio separado con anterioridad a la fecha de vencimiento final del bono preferente, no sean suficientes para su pago, puesto que la rentabilidad de los fondos administrados por la AFV fue menor a la inicialmente esperada, provocando un descalce entre los flujos de los activos y la deuda.

Sin perjuicio de lo anterior, la estructura de la operación permite que el bono preferente sea prepagado desde el momento en que su valor sea igual o inferior a UF 43.300. Esta alternativa permitiría que los títulos de deuda pudiesen ser prepagados mediante la venta de los activos del patrimonio separado, siempre y cuando en ese momento el valor económico de estos últimos supere al saldo insoluto de los pasivos más los intereses devengados. De acuerdo con los análisis de **Humphreys**, esta situación es altamente probable e incluso se daría asumiendo una tasa superior al 20% anual para la enajenación de los contratos de *leasing* habitacional.

Con todo, a juicio de **Humphreys**, la venta de activos podría implicar la aprobación de la junta de tenedores de bonos. De producirse esta última situación, la clasificadora estima que no constituiría un riesgo de relevancia por cuanto la probabilidad de rechazo no sería material considerando que es posible llevar a cabo la operación sin perjuicios financieros para los tenedores de bonos, producto tanto de la suficiencia de los activos, como del tiempo que se tendría para gestionar la liquidación y porque afectaría sólo el pago del último cupón.

A diciembre de 2012, las obligaciones de oferta pública ascendían a UF 334.937, divididas en UF 184.065 para la serie A (antes del pago de cupón del 2 de enero de 2013) y UF 150.872 para la serie B. Por su parte, el patrimonio separado contaba con activos hipotecarios por UF 166.038, inmuebles recuperados en stock con un saldo insoluto de UF 115 y disponible por UF 17.868. Adicionalmente, las cuentas de AFV sumaban UF 77.353.

Para mayores antecedentes, ver el respectivo informe de clasificación en www.humphreys.cl.

Contacto en **Humphreys**:
Carolina García Vera
Teléfono: 562 - 433 52 00
E-mail: carolina.garcia@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

[Clasificadora de Riesgo Humphreys](#)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16° – Las Condes, Santiago - Chile

Fono (562) 433 52 00 / Fax (562) 433 52 01

<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".