



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Covid-19: Impacto en las carteras de activos securitizados

Abril 2020

La emisión de bonos con formación de patrimonios separados—securitizaciones—permiten a los inversionistas exponerse a los flujos que generan los activos subyacentes que conforman cada uno de los patrimonios separados. A febrero de 2020, la deuda vigente en el mercado local alcanza los US\$ 475 millones (cerca de 13,7 millones de UF). El 89% de estos bonos tiene como activos subyacentes los flujos que se generan por deudas inmobiliarias a través de mutuos hipotecarios y/o contratos de *leasing*, mientras que el 11% restante provienen de facturas por cobrar.

Humphreys evalúa 25 patrimonios separados, asociados a 122 emisiones de bonos. Los activos analizados totalizan 4.506 contratos de mutuos hipotecarios, de un saldo insoluto de aproximadamente UF 2.887.812 (US\$ 109,2 millones) y 11.637 contratos de *leasing* habitacional con cerca de UF 4.518.940 (US\$ 170,9 millones) en saldo de pago.

Los efectos económicos que genera la presencia del Covid-19, junto con aquellos que pueden perdurar en el tiempo, afectan el comportamiento de los activos subyacentes de estas operaciones, ya sea a través de una reducción en la recaudación de los flujos que generan los activos, como también por el cambio en las condiciones de liquidación de las garantías que puedan poseer (en particular la liquidación de las viviendas asociadas a las operaciones).

En el caso de patrimonios con activos inmobiliarios, cambios en las condiciones de la economía puede incrementar la morosidad ya sea porque los deudores ven reducidas sus fuentes de ingresos o ya no pueden realizar los pagos por desempleo, debilitando la posición de liquidez que tiene cada estructura para responder a sus obligaciones financieras.

Por otro lado, cambios en la economía pueden afectar la forma en que los patrimonios separados pueden recibir los flujos futuros que respaldan la operación, estresando los niveles de control que disponen estas estructuras, llegando a gatillar situaciones de liquidación anticipada para proteger a los bonistas.

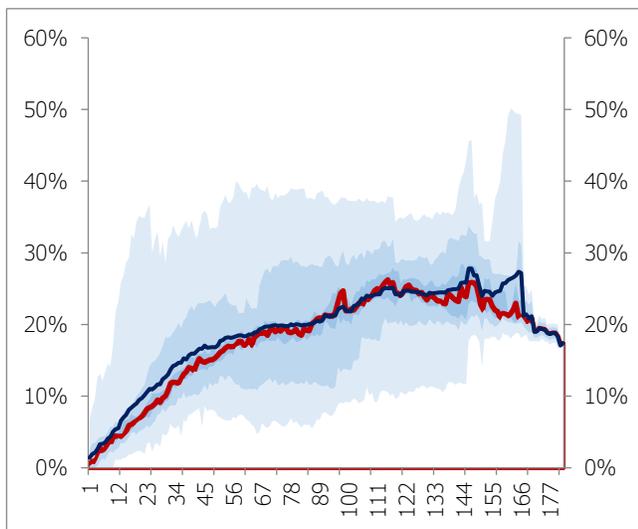
En la coyuntura actual (Covid-19), dada las estimaciones de caída del PIB y de desempleo, es esperable que se incrementen significativamente los niveles de incumplimiento en el pago de los créditos hipotecarios (y contrato de *leasing* habitacional¹), en particular en los sectores de menores ingresos y situación financiera más precaria, que es la característica que distingue a los deudores de las operaciones que respaldan el pago de los bonos securitizados (en una alta proporción se trata de activos bajo las UF 1.500). Por otra parte, la existencia de viviendas como colaterales, reduce la pérdida de las operaciones hipotecarias; no obstante, en el actual escenario, es altamente probable una baja en el precio de los inmuebles. Sin perjuicio de ello, la estructura de securitización clasificadas por *Humphreys*, están capacitadas para soportar *shock* de esta elevada magnitud y responder al pago de los bonos emitidos, excluyendo a aquellos clasificados en grado de especulación. Esta crisis, dada su profundidad, pone de manifiesto la fortaleza de las transacciones securitizadas.

¹ Cuando se hable de mutuos o créditos hipotecarios, se extrapola a los contratos de *leasing* habitacional

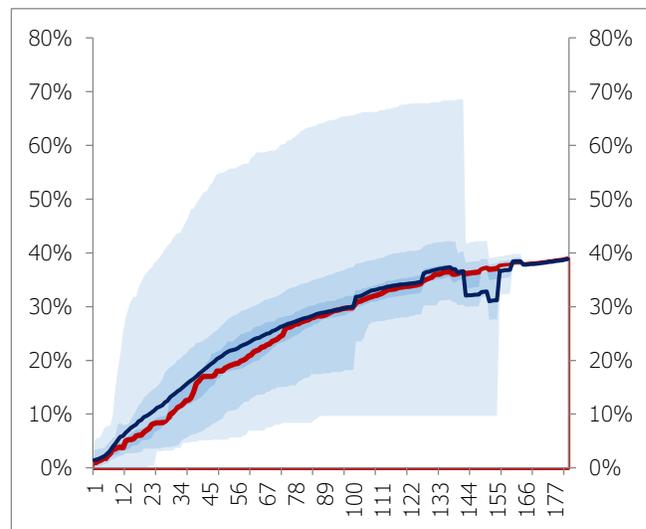
Sin perjuicio de lo anterior, la particularidad de las circunstancias actuales ha hecho emerger un potencial riesgo, el incumplimiento deliberado de los compromisos financieros, independiente de si las personas están o no financieramente capacitadas para asumir sus obligaciones. En efecto, medidas que permiten o invocan a postergar el pago de los créditos hipotecarios o la cuenta de los servicios básicos, podrían conllevar a generar un ambiente proclive a desestimar las responsabilidades asumidas y, en este contexto, incrementarse los incumplimientos a niveles difíciles de estimar. Este es un riesgo no previsto, no obstante, la gran mayoría de los patrimonios separados están habilitados para un estrés de magnitud inusitada (desde la perspectiva de una proyección económica), salvo aquellos de reciente formación, que resisten un crecimiento acotado en la mora por sobre el que ameritaría la crisis económica.

Cabe considerar que el análisis de *Humphreys* no incluye la posibilidad que los administradores del patrimonio separado adopten medidas tendientes a ofrecer a los deudores la posibilidad de postergar sus pagos. De ser así, tendría que reevaluarse la clasificación de riesgo asignada.

Para efectos de percibir el comportamiento de los mutuos hipotecarios y contratos de *leasing*. A continuación, se muestra el comportamiento que pueden presentar el *default* en base a los activos efectivamente liquidados y la morosidad sobre 90 días junto con la evolución del prepago. Ambos indicadores se miden a través del tiempo o *seasoning* de la cartera.



Evolución del *default* de la cartera de activos considerando activos liquidados y morosidad por sobre los 90 días sobre el saldo insoluto de la deuda hipotecaria sobre el saldo insoluto a la **fecha del otorgamiento de los créditos**. El área denota la distribución que podría alcanzar en base al *seasoning* del activo.



Evolución del prepago de los activos sobre el saldo insoluto original sobre el saldo insoluto a la **fecha del otorgamiento de los créditos hipotecarios**. El área denota la distribución a la que podrían alcanzar en base al *seasoning* del activo

Evaluación de emisores de bonos securitizados

Si bien la metodología de *Humphreys* emplea un modelo dinámico que genera escenarios de estrés que sirve como guía en la clasificación de riesgo de cada patrimonio separado, es necesario entender las características particulares que tiene cada operación con tal de cuantificar de qué forma la situación actual impactaría en la capacidad de pago de cada una.

Dicho lo anterior, la evaluación sobre los patrimonios separados busca determinar—con la información disponible a la fecha—si las condiciones actuales pueden afectar la capacidad de pago producto de una eventual iliquidez generada por un incremento abrupto en los niveles de morosidad de los distintos activos que respaldan el pago de los bonos.

BANCHILE SECURITIZADORA S.A.

Patrimonio Separado 13

(inscripción número 536 con emisión de monto fijo)

Serie		Clasificación	
13A	AAA	Estable	Se mantiene la clasificación
13E	C	Estable	

El patrimonio tiene como activos subyacentes contratos de *leasing* habitacional originados por Delta Leasing S.A. Además de que el patrimonio separado continúa mejorando su nivel de sobrecolateral, los niveles de caja registrados a diciembre de 2019 son suficientes para cubrir las obligaciones hasta marzo de 2021, con holgura, los que corresponden a la serie preferente 13A. Lo anterior permite soportar una reducción en la recaudación en el corto y mediano plazo.

Patrimonio Separado 18

(inscripción número 827 con línea de bono, una emisión)

Serie		Clasificación	
18A	AA	Estable	Se mantiene la clasificación
18B	C	Estable	

El patrimonio separado 18 tiene como activos subyacentes los derechos sobre flujos futuros que tienen su origen en las ventas realizadas por Coagra S.A. A marzo de 2020 posee activos por \$ 30.555 millones que sirven como colateral para los \$ 20.000 millones que tiene la serie preferente 18A y los \$ 2.500 millones de la serie subordinada 18B, Por otra parte, los *triggers* establecidos en la operación (básicamente indicadores asociados al comportamiento de las cuentas por cobrar) permiten la liquidación anticipada de la operación si se deteriora la calidad de las cuentas por cobrar, pero cuando su valor aún supere satisfactoriamente el valor del bono preferente.

EF SECURITIZADORA S.A.

Patrimonio Separado 1

(inscripción número 337 con emisión de monto fijo)

Serie	Clasificación	
P1A	AAA	Estable
P1B	AAA	Estable
P2D	AAA	Estable
P3F	AAA	Estable
P1C	C	Estable
P2E	C	Estable
P3G	C	Estable

Se mantiene la clasificación

El patrimonio tiene como activos subyacentes contratos de *leasing* habitacional y contratos de mutuos hipotecarios endosable originados por Concreces Leasing S.A. e Hipotecaria Concreces S.A. La presente emisión resulta de la fusión del patrimonio número uno con los patrimonios número dos y tres. El patrimonio ha mejorado su nivel de colateral respecto a sus series preferentes A, B, P2D y P2F; además el nivel de caja registrado a diciembre 2019 son más que suficientes para cubrir las obligaciones de dichas series hasta marzo 2021. Lo anterior permite soportar una reducción en la recaudación de hasta un 100% en el corto plazo.

Patrimonio Separado 5

(inscripción número 486 con emisión de monto fijo)

Serie	Clasificación	
5A	AAA	Estable
6C	AAA	Estable
6D	AAA	Estable
5B	C	Estable
6E	C	Estable

Se mantiene la clasificación

El patrimonio tiene como activos subyacentes contratos de *leasing* habitacional originados por Hipotecaria La Construcción Leasing S.A. Además de que el patrimonio separado continúa mejorando su nivel de sobrecolateral al considerar las series preferentes (5A y 6C) y subordinadas al rescate (6D); los niveles de caja registrados a diciembre de 2019 son suficientes para cubrir sus obligaciones hasta marzo de 2021 con holgura. Lo anterior permite soportar una fuerte reducción en la recaudación en el corto y mediano plazo.

FINTESA SECURITIZADORA S.A.

Patrimonio Separado 2

(inscripción número 300 con emisión de monto fijo)

Serie	Clasificación	
ABH	C	Estable
BBH	C	Estable
CBH	C	Estable

Se mantiene la clasificación

El segundo patrimonio separado de Fintesa posee como activos de respaldo contratos de *leasing* habitacional con el mecanismo de ahorro para la amortización de la deuda a través de un Administrador de Fondos para la Vivienda, originados por BBVA Sociedad de Leasing Habitacional BHIF S.A. Este patrimonio ya se encontraba debilitado al no poseer activos suficientes para hacer frente a su deuda, debido al *default* y al elevado nivel de prepagos de los CLH, lo cual no permite la captura del *spread* inicialmente esperado por el diferencial de tasa entre los activos y la deuda emitida, reflejándose en el deterioro del sobrecolateral.

SANTANDER S.A. SOCIEDAD SECURITIZADORA

Patrimonio Separado 8

(inscripción número 294 con emisión de monto fijo)

Serie	Clasificación	
AH	AAA	Estable
BH	AAA	Estable
CH	C	Estable

Se mantiene la clasificación

El patrimonio separado cuenta con contratos de mutuos hipotecarios endosables y contratos de *leasing* habitacional originados por Concreces Leasing S.A., Hipotecaria Concreces S.A. y Administradora de Mutuos Hipotecarios Hogar y Mutuo S.A. Los flujos generados por el patrimonio separado son lo suficientemente holgados para el pago de las obligaciones de sus series preferentes AH y BH. En efecto, el saldo en caja a diciembre de 2019 superaba ampliamente el valor par de la deuda preferente, por lo cual el pago de los vencimientos de los bonos no dependería de la recaudación para cumplir con sus obligaciones financieras, no así para la serie subordinada CH (ya clasificada en Categoría C).

SECURITIZADORA BICE S.A.

Patrimonio Separado 1

(inscripción número 271 con emisión de monto fijo)

Serie	Clasificación	
AC	AAA	Estable
AD	AAA	Estable
AE	C	Estable

Se mantiene la clasificación

El patrimonio separado tiene como activos de respaldo contratos de *leasing* habitacional y contratos de mutuos hipotecarios endosables originados por Banco del Desarrollo y Bandedesarrollo Leasing Habitacional e Inmobiliaria Prohogar Ltda. Los títulos de deuda de las series AC y AD se clasifican en “*Categoría AAA*”, debido a que, aunque dada la contingencia actual es esperable que el patrimonio separado resienta la cobranza en los próximos meses, su disponibilidad de caja es más que suficiente para responder a sus obligaciones de corto plazo, superando el saldo insoluto de los bonos preferentes. En cambio, los títulos de deuda de la serie AE se califican en “*Categoría C*”, ya que esta serie absorbe prioritariamente las pérdidas de los flujos estimados para los activos.

Patrimonio Separado 2

(inscripción número 282 con emisión de monto fijo)

Serie	Clasificación	
BC	AAA	Estable
BD	AAA	Estable
BE	C	Estable

Se mantiene la clasificación

El patrimonio separado cuenta con contratos de mutuos hipotecarios y contratos de *leasing* habitacional como activos subyacentes, originados por Bandedesarrollo Leasing Habitacional, Inmobiliaria Prohogar Ltda y Banco del Desarrollo. Los títulos de deuda de las series BC y BD se clasifican en “*Categoría AAA*”, debido a que, aunque dada la contingencia actual, es esperable que el patrimonio separado resienta la cobranza en los próximos meses; su disponibilidad de caja es más que suficiente para responder a sus obligaciones de corto plazo, superando el saldo insoluto de los bonos preferentes. En cambio, los títulos de deuda de la serie BE se califican en “*Categoría C*”, ya que esta serie absorbe prioritariamente las pérdidas de los flujos estimados para los activos.

Patrimonio Separado 6
(inscripción número 322 con emisión de monto fijo)

Serie	Clasificación	
FC	AAA	Estable
FD	AAA	Estable
FE	C	Estable
FF	C	Estable

Se mantiene la clasificación

El patrimonio separado cuenta con mutuos hipotecarios y contratos de *leasing* habitacional como activos subyacentes originados por Banderarrollo Leasing Habitacional, Delta Leasing Habitacional y Banco del Desarrollo. El patrimonio separado continúa mejorando su nivel de sobrecolateral y los niveles de caja registrados a diciembre de 2019 resultan ser suficientes para cubrir casi la totalidad de las obligaciones hasta marzo de 2021 para sus series preferentes FC y FD. Lo anterior permite soportar una reducción en la recaudación en el corto plazo de hasta un 92%.

Patrimonio Separado 12
(inscripción número 351 con emisión de monto fijo)

Serie	Clasificación	
LA	A+	Estable
LB	A+	Estable
NH	A+	Estable
NI	A+	Estable
PN	A+	Estable
PO	A+	Estable
RT	A+	Estable
RU	A+	Estable
LD	C	Estable
LE	C	Estable
NJ	C	Estable
NK	C	Estable
PP	C	Estable
PQ	C	Estable
RV	C	Estable
RW	C	Estable

Se mantiene la clasificación

El patrimonio separado tiene como activos de respaldo contratos de *leasing* habitacional y mutuos hipotecarios endosables originados por Banderarrollo Leasing Habitacional, Delta Leasing, Inmobiliaria Prohogar y Banco del Desarrollo. Si bien el patrimonio separado ha mejorado su nivel de colateral, los niveles de caja registrados a diciembre de 2019 solo le permiten cumplir con los pagos de abril de 2020, para sus series preferentes, la recaudación podría reducirse a un 80% y cumplir con sus obligaciones en julio del presente año. Sin embargo, de reducirse la recaudación

promedio mensual a un 50%, el patrimonio separado cumpliría con sus compromisos financieros por los próximos 12 meses.

Patrimonio Separado 21

(inscripción número 437 con emisión de monto fijo)

Serie		Clasificación		Cambia a
UC	AAA	Estable	AAA	Estable
UD	AAA	Estable	AAA	Estable
VJ	AAA	Estable	AAA	Estable
VK	AAA	Estable	AAA	Estable
UE	AA-	Favorable	AA-	Estable
VL	AA-	Favorable	AA-	Estable
UF	C	Estable	C	Estable
UG	C	Estable	C	Estable
VM	C	Estable	C	Estable
VN	C	Estable	C	Estable

El patrimonio separado tiene como activos de respaldo contratos de *leasing* habitacional originados por Banderarrollo Sociedad de Leasing Habitacional Inmobiliario S.A., Delta Leasing S.A. y Leasing Chile S.A. El sobrecolateral del patrimonio separado sigue fortaleciéndose para las series preferentes (UC, UD, VJ y VK) y flexibles (UE y VL) y, además, la caja es suficiente para cubrir las obligaciones hasta agosto considerando el pago de los vencimientos de ambas series, preferentes y flexibles. El cambio de tendencia de las series flexibles desde "Favorable" a "Estable" responde a verificar en los hechos el posible deterioro de las cuentas por cobrar.

SECURITIZADORA SECURITY S.A.

Patrimonio Separado 2

(inscripción número 228 con emisión de monto fijo)

Serie		Clasificación	
2B	C	Estable	Se mantiene la clasificación

El patrimonio separado tiene como activos de respaldo contratos de *leasing* habitacional originados por Inmobiliaria Mapsa S.A. Los títulos de deuda de la serie 2B se califican en "Categoría C", ya que el nivel de activos del patrimonio separado y sus flujos esperados son reducidos respecto del nivel de obligaciones, incluso bajo normalidad económica.

Patrimonio Separado 3

(inscripción número 270 con emisión de monto fijo)

Serie		Clasificación	
3A	AA+	Estable	Se mantiene la clasificación
3B	C	Estable	

El patrimonio separado tiene como activos de respaldo contratos de *leasing* habitacional con el mecanismo de ahorro para la amortización de la deuda a través de un Administrador de Fondos para la Vivienda originados por Inmobiliaria Mapsa S.A. Este tipo de activos cuenta con un ahorro que realiza el deudor junto con subsidios estatales que permiten amortizar la deuda al término del contrato, suponiendo tasas de rentabilidad iguales o mayores al del contrato de *leasing* habitacional. Gran parte del ahorro de los deudores se traspasa al patrimonio separado en el 2020 y 2021, permitiendo pagar los cupones de julio de 2020 y enero de 2021. A la fecha, la caja del patrimonio separado permite hacer frente a las obligaciones del 2020, mientras que se espera que en el transcurso del año se vayan traspasando desde la AFV al patrimonio separado los recursos que permitirían cubrir el cupón de enero de 2021.

Patrimonio Separado 4

(inscripción número 319 con emisión de monto fijo)

Serie		Clasificación		Cambia a
4A	AA+	Favorable	AA+	Estable
4B	C	Estable	C	Estable
4C	C	Estable	C	Estable

El patrimonio separado tiene como activos de respaldo contratos de *leasing* habitacional con el mecanismo de ahorro para la amortización de la deuda a través de un Administrador de Fondos para la Vivienda originados por Inmobiliaria Mapsa S.A. Este tipo de activos cuenta con un ahorro que realiza el deudor junto con subsidios estatales que permiten amortizar la deuda al término del contrato, suponiendo tasas de rentabilidad iguales o mayores al del contrato de *leasing* habitacional. A la fecha, el patrimonio separado tiene en caja los recursos suficientes para hacer frente a los compromisos que restan del año, mientras que los recursos que se recibirían desde la AFV al patrimonio separado ayudan a cubrir los cupones de 2021. Sin embargo, la tendencia de la serie 4A cambia desde "Favorable" a "Estable" a la necesidad de verificar en los hechos el posible deterioro de las cuentas por cobrar.

Patrimonio Separado 7

(inscripción número 420 con emisión de monto fijo)

Serie	Clasificación		
7C	AAA	Estable	Se mantiene la clasificación
7D	AAA	Estable	
7E	C	Estable	

El patrimonio separado tiene como activos de respaldo contratos de mutuos hipotecarios endosables originados por Inmobiliaria Mapsa S.A. Si bien, el patrimonio separado ha disminuido su nivel de sobrecolateral, debido a los prepagos que ha realizado la securitizadora sobre la serie 7C, su estructura de deuda no contempla amortizaciones en el corto y mediano plazo; lo que le permite soportar una reducción en su recaudación en este período.

Patrimonio Separado 9

(inscripción número 495 con emisión de monto fijo)

Serie	Clasificación		Cambia a	
9A1	AAA	Estable	AAA	Estable
11A2	AAA	Estable	AAA	Estable
12A3	AAA	Estable	AAA	Estable
9B1	AAA	Estable	AAA	Estable
11B2	AAA	Estable	AAA	Estable
12B3	AAA	Estable	AAA	Estable
9C1	AAA	Estable	AAA	Estable
11C2	AAA	Estable	AAA	Estable
12C3	AAA	Estable	AAA	Estable
9D1	AA+	Favorable	AA+	Estable
11D2	AA+	Favorable	AA+	Estable
12D3	AA+	Favorable	AA+	Estable
9E1	BBB-	Favorable	BBB-	Estable
11E2	BBB-	Favorable	BBB-	Estable
12E3	BBB-	Favorable	BBB-	Estable
9F1	C	Estable	C	Estable
11F2	C	Estable	C	Estable
12F3	C	Estable	C	Estable

El patrimonio tiene como activos subyacentes contratos de *leasing* habitacional originados por Concreces Leasing. El patrimonio ha aumentado su nivel de sobrecolateral para las series preferentes 9A1, 11A2 y 12A3; así como para las series subordinadas 9B1, 11B2, 12B3, 9C1, 11C2, 12C3; y también en menor medida para las series 9D1, 11D2, 12D3, 9E1, 11E2 y 12E3. A su vez, el patrimonio registrado a diciembre 2019 presenta un nivel con flujos que alcanzan a cubrir casi la totalidad de las obligaciones de la serie preferente, incluso con caídas en la recaudación de corto y mediano plazo de hasta un 86%. En cuanto a las series subordinadas,

éstas no contemplan obligaciones a corto y mediano plazo dada su estructura de pagos. El cambio de tendencia de las series 9D1, 11D2, 12D3, 9E1, 11E2 y 12E3 desde "Favorable" a "Estable" por la necesidad de verificar en los hechos el posible deterioro de las cuentas por cobrar.

Patrimonio Separado 10

(inscripción número 510 con emisión de monto fijo)

Serie		Clasificación		Cambia a
10A	AAA	Estable	AAA	Estable
10B	AAA	Estable	AAA	Estable
10C	AAA	Estable	AAA	Estable
10D	AA	Favorable	AA	Estable
10E	BBB	Favorable	BBB	Estable
10F	C	Estable	C	Estable

El patrimonio tiene como activos subyacentes contratos de *leasing* habitacional originados por Inmobiliaria Mapsa S.A. Además de que el colateral del patrimonio separado ha aumentado, el nivel de caja a diciembre de 2019 le permite hacer frente a sus obligaciones programadas hasta marzo de 2021. El cambio de tendencia desde "Favorable" a "Estable" responde a verificar en los hechos el posible deterioro de las cuentas por cobrar.

Patrimonio Separado 13

(inscripción número 582 con emisión de monto fijo)

Serie		Clasificación		Cambia a
13A	AAA	Estable	AAA	Estable
13B	AAA	Estable	AAA	Estable
13C	AAA	Estable	AAA	Estable
13D	AAA	Estable	AAA	Estable
13E	AA+	Favorable	AA+	Estable
13F	C	Estable	C	Estable

El patrimonio tiene como activos subyacentes contratos de *leasing* habitacional originados por Inmobiliaria Mapsa S.A. Si bien el colateral del patrimonio ha mejorado, al considerar el nivel de caja a diciembre de 2019 se estaría capacitado para hacer frente a los pagos programados para abril y julio de 2020 de sus series preferente. Posteriormente, considerando incluso una caída de hasta un 82,94% en los niveles de recaudación total del patrimonio separado, éste sería capaz de cumplir con sus obligaciones a marzo de 2021, lo que ratifica su fortaleza. La tendencia de la serie 13E desde "Favorable" a "Estable" responde a verificar en los hechos el posible deterioro de las cuentas por cobrar.

Patrimonio Separado 14

(inscripción número 866 con línea de bono, tres emisiones)

Serie		Clasificación		Cambia a
A1	AAA	Estable	AAA	En Observación
A2	AAA	Estable	AAA	En Observación
A3	AAA	Estable	AAA	En Observación
B1	AA	Estable	AA	En Observación
B2	AA	Estable	AA	En Observación
B3	AA	Estable	AA	En Observación
C1	A	Estable	A	En Observación
C2	A	Estable	A	En Observación
C3	A	Estable	A	En Observación
D1	BBB	Estable	BBB	En Observación
D2	BBB	Estable	BBB	En Observación
D3	BBB	Estable	BBB	En Observación
E1	BB	Estable	BB	En Observación
E2	BB	Estable	BB	En Observación
E3	BB	Estable	BB	En Observación
F1	C	Estable	C	Estable
F2	C	Estable	C	Estable
F3	C	Estable	C	Estable

El patrimonio separado tiene como activos de respaldo contratos de *leasing* habitacional y mutuos hipotecarios endosables originados por Inmobiliaria Casanueva S.A., Hipotecaria La Construcción Leasing S.A., Hipotecaria Security Principal S.A., Agente Administrador de Mutuos Hipotecarios Andes S.A. El patrimonio separado presenta una estructura sólida en cuanto a los activos que respaldan el pago de los bonos, incluso considerando el alza en los niveles de incumplimiento por parte de los deudores ocasionado por el mayor nivel de cesantía esperado por el debilitamiento de la economía. Por ejemplo, una recaudación equivalente al 50% del flujo teórico permiten cubrir las obligaciones de los próximos cuatro meses, mientras que una caída de un 40% promedio permite cubrir los próximos 12 meses.

Sin embargo, pese a la fortaleza del patrimonio separado, se cambia la tendencia desde “Estable” a “En Observación” en atención a que, en opinión de la clasificadora, los flujos generados por los activos podrían resentirse por razones ajenas a la situación financiera de los deudores hipotecarios, ello como consecuencia de iniciativas legales que permitirían a las personas naturales la postergación de algunas obligaciones asumidas, que aun cuando están referidas a otros ámbitos, por su potencia mediática podrían incidir en el comportamiento de pago de toda la población. De darse este escenario, al no haber experiencia al respecto, es difícil prever el aumento en los niveles de morosidad. Ante una hipotética disminución extrema de la recaudación, la cartera de activos mantendría una elevada generación de flujos de largo plazo (pero desfasado en el tiempo) y cualquier descalce debiese ser resuelto de acuerdo con lo establecido en el respectivo contrato de emisión. Con todo, es preciso señalar que, según lo informado por la sociedad securitizadora, la recaudación de abril superó los niveles de recaudación esperados teóricamente (100%).

Sin perjuicio de lo expresado, cabe enfatizar que el debilitamiento de la economía que han proyectado distintas instituciones, así como la tasa de desempleo esperada, no se condice con niveles de impago por parte de los deudores del patrimonio separado que pongan en riesgo el cumplimiento oportuno de los vencimientos de los títulos de deuda, ello sólo sería posible si los arrendatarios (o deudores hipotecarios), al margen de su solvencia, resolvieran, deliberadamente y en una alta proporción, posponer sus pagos. Además, se estima menos probable que dicho comportamiento se extienda por doce meses, siendo lo más probable que se ciña a los próximos tres o cuatro meses, lo cual se tiene que verificar en los hechos.

SECURITIZADORA SUDAMERICANA S.A.

Patrimonio Separado 2

(inscripción número 383 con emisión de monto fijo)

Serie		Clasificación	
BA	AA	Estable	Se mantiene la clasificación
BB	C	Estable	

El patrimonio tiene como activos subyacentes contratos de *leasing* habitacional y contratos de mutuos hipotecarios endosables originados por BBVA Sociedad de Leasing Inmobiliario S.A. y BBVA, Chile respectivamente. La caja y valores negociables del patrimonio logra cubrir por sí sólo las obligaciones hasta por doce meses, incluso cuando se excluyen los contratos de mutuos hipotecarios en inversiones que corresponden al 60% de este valor.

TRANSA SECURITIZADORA S.A.

Patrimonio Separado 2

(inscripción número 199 con emisión de monto fijo)

Serie		Clasificación	
2B	C	Estable	Se mantiene la clasificación

El patrimonio tiene como activos subyacentes contratos de mutuos hipotecarios endosables originados por A.M.H.Hepner y Muñoz S.A., A.M.H. Las Américas S.A. (actual Penta Hipotecario), Credycasa S.A., CB Mutuos Hip. S.A. y A.M.H. del Centro S.A. Los títulos de deuda de la serie 2B se califican en "*Categoría C*", debido a que el patrimonio separado no cuenta con la capacidad necesaria para generar ingresos que cubran sus gastos propios y, al mismo tiempo, permitan pagar de manera oportuna el capital e intereses de estos títulos, incluso bajo un escenario normal de la economía.

Patrimonio Separado 5

(inscripción número 283 con emisión de monto fijo)

Serie	Clasificación	
5A	C	Estable
5B	C	Estable

Se mantiene la clasificación

El patrimonio tiene como activos subyacentes contratos de *leasing* habitacionales originados por Delta Leasing Habitacional S.A. y Soc. Inmob. de Leasing Habitacional Chile S.A. Los títulos de deuda, tanto serie 5A como serie 5B, se califican en “Categoría C”, ya que el nivel de activos del patrimonio separado y sus flujos esperados son reducidos respecto del nivel de obligaciones, previo a la situación de crisis actual, incluso si se asume sólo el pago de los vencimientos que se derivan del bono preferente (serie 5A).

Patrimonio Separado 7

(inscripción número 449 con emisión de monto fijo)

Serie	Clasificación	Cambia a
7B	A+	Favorable
7C	C	Estable

AAA Estable
C Estable

El patrimonio tiene como activos subyacentes contratos de *leasing* habitacional originados por Sociedad Inmobiliaria de Leasing Habitacional S.A.; y contratos de mutuos hipotecarios endosables originados por Administradora de Mutuos Hipotecarios del Centro S.A., Hipotecaria Valoriza S.A., Credycasa Creditos Hipotecarios S.A., CB Mutuos Hipotecarios S.A., Contémpora Créditos Hipotecarios S.A., Administradora de Mutuos Hipotecarios Cruz del Sur S.A., Procredito S.A. y Administradora de Mutuos Hipotecarios Hogar. El cambio de clasificación de la serie 7B desde “Categoría A+” a “Categoría AAA” y de la tendencia desde “Favorable” a “Estable” se explica por razones totalmente independiente de la coyuntura actual, respondiendo a que el patrimonio separado ha reducido el saldo adeudado por la serie, permitiendo con la caja actual cubrir el valor par en su totalidad hasta el vencimiento de la serie a octubre de 2020.

Patrimonio Separado 8

(inscripción número 501 con emisión de monto fijo)

Serie	Clasificación	Cambia a
8B	A-	Estable
8C	B-	Desfavorable
8D	C	Estable

A- Desfavorable
C Estable
C Estable

El patrimonio tiene como activos subyacentes contratos de *leasing* habitacional originados por Leasing Chile; y contratos de mutuos hipotecarios endosables originados por Valoriza, Mutuocentro y Credycasa. Si bien el sobre colateral del patrimonio separado se ubica sobre la

unidad, en niveles similares obtenidos previo al mes de octubre, su capacidad de pago se reduce a finales de 2020 ante incrementos en la morosidad, los que ya son elevados principalmente en el tramo más duro. Lo anterior reduce la obtención de recursos para el pago de la serie 8B y deteriora aún más la serie 8C que ya se encontraba con tendencia “Desfavorable”.

VOLCOM SECURITIZADORA S.A.

Patrimonio Separado 1

(inscripción número 950 con línea de bono, una emisión)

Serie		Clasificación		Cambia a
A1	AAA	Estable	AAA	En Observación
A2	AAA	Estable	AAA	En Observación
B1	AA	Estable	AA	En Observación
B2	AA	Estable	AA	En Observación

El patrimonio tiene como activos subyacentes contratos de mutuos hipotecarios endosables originados por Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A. Los activos del patrimonio están asegurados por AVLA Seguros de Crédito y Garantía, quien cubre el 100% del saldo insoluto de operaciones con mora superior a 180 días, existiendo tres modalidades de pago a discrecionalidad de la aseguradora. El patrimonio separado presenta una estructura sólida en cuanto a los activos que respaldan el pago de los bonos, incluso considerando el alza en los niveles de incumplimiento por parte de los deudores ocasionado por el mayor nivel de cesantía esperado por el debilitamiento de la economía. Por ejemplo, una recaudación equivalente al 48% del flujo teórico permite cubrir las obligaciones de los próximos cuatro meses, mientras que una caída de un 20% promedio permite cubrir los próximos 12 meses (sin considerar el pago de los seguros de créditos).

Sin embargo, se cambia la tendencia desde “Estable” a “En Observación” en atención a que, en opinión de la clasificadora, los flujos generados por los activos podrían resentirse por razones ajenas a la situación financiera de los deudores hipotecarios, ello como consecuencia de iniciativas legales que permitirían a las personas naturales la postergación de algunas obligaciones asumidas, que aun cuando están referidas a otros ámbitos, por su potencia mediática podrían incidir, en el comportamiento de pago de toda la población. De darse este escenario, al no haber experiencia al respecto, es difícil prever el aumento en los niveles de morosidad. Ante una hipotética disminución externa de la recaudación, la cartera de activos mantendría una elevada generación de flujos principalmente por los seguros asociados que poseen, aunque desfasado en el tiempo, por lo que cualquier descalce debiese ser resultado de acuerdo con lo establecido en el respectivo contrato de emisión.

Sin perjuicio de lo expresado, cabe señalar que el debilitamiento de la economía que han proyectado distintas instituciones, así como la tasa de desempleo esperada, no se condice con niveles de impago indicado anteriormente, ello sólo sería posible si los deudores, al margen de su

solvencia, resolvieran, deliberadamente y en una alta proporción, posponer sus pagos. Además, se estima menos probable que dicho comportamiento se extienda por doce meses, siendo lo más probable que se ciña a los próximos tres o cuatro meses, lo cual se tiene que verificar en los hechos.



“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 éste 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 esta.”