

## EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA DE SECURITIZACIÓN EN CHILE

### MARCO LEGAL

La securitización fue introducida en Chile por la Ley N° 19.301 de marzo de 1994, que incorporó a la Ley de Mercado de Valores el Título XVIII "De Las Sociedades Securitizadoras". Este cuerpo legal establece una figura especial en la cual una sociedad securitizadora, para cada emisión de bonos, forma un patrimonio separado distinto de su patrimonio común. Se establece que la quiebra de la sociedad sólo afecta a su patrimonio común y no a los patrimonios separados. Asimismo, la liquidación de un patrimonio separado no acarrea la quiebra de la sociedad ni la liquidación de los demás patrimonios separados. Con esta figura legal se superan diversas dificultades que impedían la securitización.

Originalmente la Ley estableció que los activos securitizables eran explícitamente sólo los mutuos hipotecarios y letras hipotecarias, quedando sujeta a la autorización de la Superintendencia de Valores y Seguros la securitización de otros títulos de crédito. Posteriormente, dentro del contexto del leasing habitacional, se incorporó la posibilidad de adquirir viviendas dadas en leasing si, en forma conjunta, se adquieren los respectivos contratos.

A partir de la publicación de la Ley N° 19.623, del 26 de agosto de 1999, y de acuerdo a los nuevos textos de los artículos 132 y 135 de la Ley de Mercado de Valores, las sociedades securitizadoras pueden adquirir derechos sobre flujos de pago y otros créditos o derechos que consten por escrito y tengan el carácter de transferibles. Los contratos, créditos y derechos (o sus títulos) revisten el carácter de transferibles, incluso si existieran entre esos bienes créditos nominativos, en cuyo caso su adquisición, transferencia o constitución en garantía, podrá efectuarse por endoso del documento en que consten, sin importar la forma en que se hubiesen extendido originalmente. Además, la normativa menciona expresamente:

- Letras hipotecarias y mutuos hipotecarios autorizados por el Decreto con Fuerza de Ley N°3, de 1997;
- Mutuos hipotecarios endosables autorizados por el Decreto Ley N° 3.500, de 1980, y por el Decreto con Fuerza de Ley N° 251, de 1931;
- Bienes y contratos de arrendamiento con promesa de compraventa de que trata el artículo 17 de la Ley N° 19.281;

- Créditos y derechos sobre flujos de pago emanados de obra pública, de obra de infraestructura de uso público, de bienes nacionales de uso público o de las concesiones de estos bienes u obras.

Las reformas a la ley efectuadas en agosto de 1999 también incorporaron modificaciones a los requerimientos exigidos en el proceso de securitización. Ellas tienen que ver básicamente con la posibilidad de diferir la constitución de los activos de respaldo del patrimonio separado hasta 60 días contados desde el inicio de la colocación de los bonos securitizados, prorrogables por la Superintendencia de Valores y Seguros por hasta 90 días. La legislación anterior exigía que los activos de respaldo se encontraran incorporados al patrimonio separado al momento de la firma del contrato de emisión, es decir, aún antes de solicitar la inscripción en el registro de valores.

De esta forma, actualmente, los activos que integran el patrimonio separado no tienen que haber sido necesariamente de dominio del patrimonio común de la sociedad securitizadora al momento de la firma del contrato de emisión. Esto significa no tener acopiado en su patrimonio, y por tanto financiado, el valor del 100% de los activos de respaldo. Por otra parte, la sociedad securitizadora puede dar inicio a la colocación de sus bonos, disponiendo de un plazo para integrar los activos correspondientes, pudiendo sustituir activos, reducir la emisión o rescatar los bonos efectivamente colocados, de acuerdo a lo que se haya estipulado en el contrato de emisión, alternativas que se plantean para evitar la liquidación del patrimonio separado.

### LA INDUSTRIA

En los países latinoamericanos el financiamiento estructurado ha tenido diversos niveles de aceptación y profundidad. La velocidad de aceptación de este mecanismo ha estado condicionada, entre otros factores, al marco legal, la situación de tasas, la madurez de los mercados financieros e hipotecarios y la demanda por nuevos instrumentos por parte de inversionistas institucionales. Por ejemplo, los bonos de securitización respaldados con créditos hipotecarios para vivienda han tenido gran aceptación en Argentina, donde créditos bancarios directos de largo plazo para la financiación de viviendas han sido de difícil acceso o de alto costo.

En Chile, la menor flexibilidad de las primeras leyes que regulaban los procesos de securitización, las altas tasas de interés vigentes hasta fines de 1998 y la falta de difusión de este mecanismo como medio de financiamiento, causaron cierto letargo en el despegue inicial de la industria.

No obstante, como se aprecia en el cuadro siguiente, esta situación se ha ido revirtiendo. Las reformas introducidas a la legislación en 1999 fueron claves, por cuanto quitaron rigidez al procedimiento de emisión de los títulos, permitiendo efectuar una emisión y colocarla, así como proceder con el producto de la venta de los bonos a pagar los activos de respaldo, aún antes de constituir éstos al patrimonio separado. A la vez, se aprecia un mayor aprendizaje respecto del negocio por parte de los diferentes agentes del mercado, como estructuradores, reguladores, originadores, clasificadores, representantes de tenedores e inversionistas institucionales. Adicionalmente, el actual escenario de bajas tasas de interés es favorable por el diferencial de tasas que se está generando. Todos estos factores han propiciado la incorporación de nuevos actores en la industria, con un auge sostenido del volumen de emisiones.

**Flujo Anual de Emisiones de Bonos Securitizados en Chile**

Año	Monto (UF)	Número de emisiones
1996	302.000	1
1997	311.000	1
1998	547.000	1
1999	1.158.000	2
2000	4.797.500	6
2001*	9.422.000	7

\* Cifras al 30 de septiembre

Las primeras tres emisiones, llevadas a cabo entre 1996 y 1998, fueron realizadas por Transa Securitizadora, sociedad ligada al Grupo Marín. Ellas tuvieron como activos de respaldo mutuos hipotecarios endosables originados por diversas administradoras de créditos hipotecarios. Las operaciones se caracterizaron porque el sobrecolateral requerido a los activos fue financiado con capital, mientras en las operaciones siguientes ello se ha hecho a través de la emisión de bonos subordinados.

A mediados de 1999, formó su primer patrimonio separado la securitizadora del Grupo Santander, que ha realizado a la fecha seis emisiones, por un monto total cercano a UF 5.300.000, transformándose en el mayor emisor de bonos securitizados del país.

Posteriormente, a principios de 2000, inició sus operaciones la securitizadora del Grupo Security, gestionando durante ese año dos emisiones respaldadas por contratos de

leasing habitacional. Recientemente, esta entidad realizó una tercera emisión de similares características.

También durante el 2000, inició operaciones Securitizadora La Construcción, ligada al grupo económico formado por la Cámara Chilena de la Construcción. Esta sociedad ha realizado a la fecha dos emisiones. La primera, respaldada por mutuos hipotecarios que mantenía acopiados la compañía de seguros de vida relacionada. La segunda, respaldada con mutuos hipotecarios originados por Banco Santiago.

Durante el 2001, se han incorporado a la industria, gestionando sus primeras emisiones, sociedades como Securitizadora BCI S.A., ABN AMRO Securitizadora S.A., Bannedwards Securitizadora S.A. y Securitizadora BICE S.A. (constituida desde principios de 1997). También, recientemente inscritas en el registro de la Superintendencia de Valores y Seguros, se encuentran Boston Securitizadora S.A. y Securitizadora Interamericana S.A., que, al igual que IM Trust S.A. Securitizadora (formada a principios de 2000), aún no registran operaciones en proceso.

En particular, durante este año se han registrado cinco emisiones de gran volumen, realizadas por Securitizadora La Construcción S.A., Santander S.A. Sociedad Securitizadora, Securitizadora BCI S.A., ABN AMRO Securitizadora S.A. y Securitizadora BICE S.A.. Todas estas operaciones han tenido como originadores de los activos de respaldo principalmente instituciones bancarias.

En suma, al 30 de septiembre de 2001, la industria registró 18 operaciones colocadas, con un monto total de emisión por más de UF 16.500.000. De estas operaciones, diecisiete tienen como activos de respaldo mutuos hipotecarios endosables y/o contratos de leasing habitacional y una Pagarés de la Tesorería General de la República. En un principio, los originadores fueron principalmente administradoras de mutuos hipotecarios y sociedades inmobiliarias de leasing. Sin embargo, últimamente se han ido incorporando las instituciones bancarias, aumentando significativamente el volumen de las emisiones.

Al observar el flujo anual de emisiones se puede apreciar que, al 30 de septiembre de 2001, el acumulado para el año llega a un total de UF 9.422.000, prácticamente el duplo del año precedente. A esto, se debe agregar una emisión por UF 1.546.000 gestionada por Bannedwards Securitizadora S.A., actualmente en proceso de inscripción en la Superintendencia de Valores y Seguros, y operaciones en análisis por UF 4.000.000, con lo que se espera cerrar el año con un total de emisiones por UF 15.000.000.

Feller Rate ha clasificado todas las emisiones realizadas a la fecha. En general, la calificación asignada a los títulos

de deuda senior ha correspondido a categorías de riesgo en nivel AA/AAA. Dado el aumento del volumen de las operaciones y, de manera de captar mejor las preferencias de los inversionistas institucionales, los títulos de deuda senior se han ido estructurando en varias series diferenciadas por monto y plazo. Por otra parte, la calificación asignada a los títulos de deuda subordinada normalmente ha sido C. Esto, ya que el flujo de pago de estas series se ha estructurado sobre la base de escenarios de cumplimiento de pago de los activos de respaldo sin mayor stress.

### **Perspectivas**

En general, las perspectivas para la industria son alentadoras. El stock de créditos hipotecarios de las entidades bancarias, el flujo por ellas generado y el crecimiento de la industria de leasing habitacional, otorgan un amplio espacio a futuras emisiones respaldadas por carteras hipotecarias. Pero, más importante aún, las reformas introducidas

a la Ley a mediados de 1999 dejaron abiertas las puertas a otras opciones de securitización ampliamente difundidas a nivel internacional, como créditos automotrices, de consumo, tarjetas de crédito y cuentas por cobrar, que ya se están evaluando localmente. De igual forma, resulta interesante explorar la factibilidad de securitizar contratos de largo plazo de medianas y grandes empresas.

Otras opciones de securitización, que tienen menos precedentes en el exterior, pero que pueden ser factibles de realizar, con repercusiones importantes desde el punto de vista social, tienen que ver con el financiamiento de forestación y de préstamos para estudios superiores, temas que ya están en carpeta. El primero, con el fin de proporcionar financiamiento a pequeños y medianos productores agrícolas que tienen suelos con vocación forestal, pero no encuentran créditos con la estructura requerida. El segundo, bien puede ser una opción que complemente o sustituya el crédito fiscal universitario.

**Marcelo Arias**