

INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS: NUEVAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

La Ley N° 19.768 extendió el abanico de posibilidades de emisión de deuda en el mercado de capitales a líneas de efectos de comercio y líneas de bonos. Con ello, los intermediarios financieros no bancarios, como las empresas de factoring y de leasing, las financieras automotrices y de tarjetas de crédito y los intermediarios de valores, ampliaron las fuentes de fondos para financiar sus actividades

En efecto, los últimos cambios legales y regulatorios introdujeron la posibilidad de emitir deuda a través de bonos o títulos de deuda de corto o mediano plazo, ambos amparados en una línea. Las modificaciones también contemplaron: *i)* la simplificación de los procedimientos ante el organismo regulador; *ii)* la disminución de los costos, en especial los tributarios; *iii)* la flexibilización de las características de la deuda, acordes con las condiciones de mercado imperantes en el momento de la emisión y colocación; y *iv)* la ampliación de los mercados de deuda a los cuales acceder, el tradicional o el creado recientemente de inversionistas calificados (ver artículo *Criterios de Clasificación para Deuda de Corto Plazo, Marzo 2002*).

Al acceder a estas nuevas alternativas de fondos, dichos agentes podrán diversificar sus fuentes de financiamiento, disminuyendo su dependencia de pasivos bancarios o de relacionados, como asimismo de operaciones de pacto retrocompra. Ello permitirá también mejorar el calce de plazos y monedas de sus operaciones activas y pasivas y, por lo tanto, fortalecer su balance.

Las clasificaciones de riesgo de los instrumentos de deuda se basan en la clasificación de la solvencia y de las características específicas de dichos títulos. En este artículo se exponen concisamente los criterios que aplica Feller Rate para evaluar la capacidad de pago de una institución financiera. Posteriormente, se detallan las características propias de riesgo del negocio de los intermediarios financieros no bancarios y de los intermediarios de valores, así como los aspectos que pueden fortalecer la capacidad de pago de una filial. Posteriormente, se describen los elementos a evaluar en la emisión de títulos de deuda para el otorgamiento de su correspondiente clasificación de riesgo.

SOLVENCIA

La clasificación de la solvencia enfatiza la evaluación de la capacidad de la entidad para responder por el conjunto de sus obligaciones. Los aspectos a examinar son agrupados en las siguientes principales categorías:

- *Adecuación de capital:* el soporte patrimonial debe compensar adecuadamente los riesgos que se incurren. La evaluación no sólo es función de su valor coyuntural, sino también de la política seguida, predisposición al riesgo y capacidad para acceder a capital adicional.
- *Generación:* la rentabilidad, bien medida, es una síntesis de la situación financiera. Lo fundamental es detectar debilidades en la estabilidad de los ingresos o gastos, considerando la calidad, tendencia y diversificación de los ingresos, así como la evolución de los gastos operacionales y de provisiones.
- *Administración crediticia:* se busca identificar la existencia de políticas claras y razonables que reflejen una prudente administración. La entidad debe mantener adecuados estándares de administración que le permitan identificar, medir, monitorear y controlar los riesgos crediticios en que incurre día a día.
- *Administración financiera:* es fundamental para la capacidad de pago, las políticas y el ambiente de control que se implementen con relación a los riesgos financieros, como también su manejo y medición.
- *Administración y propiedad:* elemento clave para la consecución e implementación de los planes y estrategias, así como de las proyecciones y la confiabilidad de los antecedentes, es el referido a la calidad profesional de su administración. Al evaluar la propiedad, la solvencia del grupo propietario y su compromiso con la entidad, como también el grado de integración e importancia de la filial, son los aspectos centrales.
- *Posición de mercado:* se analiza la industria donde se inserta la entidad y su posición y trayectoria en dicho mercado. La evaluación incorpora la adaptación de la empresa ante el entorno dinámico, sus fortalezas y vulnerabilidades, como también la apreciación de sus ventajas competitivas.

Intermediarios Financieros no Bancarios

Las empresas que proveen de financiamiento a empresas y personas, distintas de bancos y sociedades financieras, son clasificadas en esta categoría. Entre las más destacadas encontramos a las compañías de factoring y de leasing y a las financieras de consumo, por ejemplo aquellas especializadas en créditos automotrices o tarjetas de crédito.

Estas entidades desenvuelven su actividad de intermediación financiera en nichos específicos, desarrollando habilidades y ventajas competitivas, que no necesariamente están dadas por economías de escala, sino por la especialización y el conocimiento de la industria en la cual están insertas, como también en la calidad del producto que ofrecen.

Como contrapartida, aparece el riesgo de concentración de sus ingresos en un segmento en particular. Ello implica una menor flexibilidad ante cambios en su industria o economía y, por ende, mayor sensibilidad de sus flujos.

Por ello, los criterios de clasificación consideran el análisis de las particularidades de los mercados en los cuales se desenvuelven, los riesgos involucrados, la naturaleza de los tipos de bienes o servicios a financiar, así como el grado de madurez de la industria y su organización.

Otra característica que los distingue es la relativa menor regulación respecto de la industria bancaria, lo que lleva aparejado fuentes de financiamiento más limitadas, principalmente bancos y mercado de capitales.

Intermediarios de Valores

Los agentes de valores y los corredores de bolsa están involucrados en riesgos de similar naturaleza que la actividad de intermediación tradicional. Sin embargo, las características cíclicas del negocio, por los efectos del entorno económico y la volatilidad de los mercados en el cual desarrollan su actividad, hacen de vital importancia enfatizar el análisis en la administración de riesgos y en la generación de sus ingresos.

La cultura de administración crediticia y de riesgos de mercado es determinante para la calidad de los activos y el nivel de riesgo que asume la empresa. Los riesgos crediticios deben estar adecuadamente estimados y ser coherentes con los resultados y los niveles de capitalización. Feller Rate considera relevante la forma en que la institución analiza a sus contrapartes en las operaciones. Ello considerando que en caso de incumplimiento de sus obligaciones en los términos y plazos acordados, la entidad puede incurrir en riesgos de liquidez, de mercado y, finalmente, de reputación.

Los riesgos de mercado tienden a ser altamente dinámicos, así como la relativa rapidez en la recomposición de las

exposiciones y los perfiles de riesgo. Factores a considerar son el grado de tolerancia y predisposición al riesgo, la política de operar para terceros o tomar posiciones propias, las características de los instrumentos que se transan o almacenan y la definición del nivel de riesgo que se considera inaceptable y su control.

Elementos adicionales que se analizan son la estructura de activos y pasivos y los riesgos inherentes de tasa de interés, de cambio y de liquidez en que incurre la entidad, como también la dispersión y características de sus fuentes de financiamiento.

Otro factor relevante es la estabilidad, calidad y diversificación de sus ingresos. La dependencia de sus flujos a un producto o segmento de negocios en particular y la variabilidad o estabilidad de sus retornos a lo largo de su historia, son aspectos que se incorporan en la clasificación.

Filiales: Relaciones que Benefician

Al ser propiedad de entidades con clasificaciones de riesgo en los rangos elevados de grado de inversión, el emisor podrá ver beneficiada su clasificación y optar a niveles más altos de los que alcanzaría si fuera evaluada independientemente.

Los criterios de Feller Rate incorporan la existencia de la filial por la necesidad de su matriz de ampliar los servicios financieros que otorga a sus clientes y de requerimientos legales o regulatorios, que ameritan crear una entidad legal a través de la cual efectuar dichas actividades.

Así, el grado de integración en lo comercial y de administración de riesgos con sus casas matrices, el compartir un nombre común y distribuir sus productos a través de los mismos canales, son factores a evaluar. Estos pueden ser determinantes en la clasificación a otorgar al emisor.

La importancia de la filial en términos estratégicos también lo es. Aún cuando la filial represente una porción pequeña de los ingresos o activos de su matriz, su existencia puede ser clave como parte de la estrategia global de desarrollo del grupo propietario. Esta relevancia es considerada como una fortaleza, toda vez que señala el grado de apoyo y recursos que la filial recibe.

EMISION: ASPECTOS A ANALIZAR

Una vez otorgada la calificación de la solvencia al emisor, se analizan las características de la emisión. Los factores que se evalúan son las garantías, si las hubiera, los resguardos a los tenedores de deuda y el perfil de pago de la obligación.

- En términos generales, para Feller Rate las garantías reales no son relevantes, puesto que lo que se busca es asegu-

rar no sólo el cumplimiento de la obligación, sino también la oportunidad del pago. En contraposición, las protecciones especiales como garantías líquidas o el aval de una segunda entidad con clasificación de riesgo superior a la de la entidad, sí pueden producir mejoras crediticias.

- La suficiencia o la insuficiencia del conjunto de los resguardos, dependiendo de las características del emisor y de la obligación son evaluados. Resguardos relacionados con causales de aceleración de pago por incumplimiento de la deuda o con terceros y la pertenencia a un grupo, en caso de que su clasificación se sustente en la de la matriz, son deseables.
- En el perfil de pago de la deuda a emitir se analiza las concentraciones de pago en una fecha determinada. En condiciones adversas, como pérdida de confianza de los inversionistas o iliquidez de los mercados, el emisor puede tener dificultad en levantar fondos, disminuyendo su flexibilidad financiera y estresando su capacidad de pago.

CLASIFICACION FINAL

Para otorgar la clasificación final, el factor fundamental es la solvencia del emisor. Sólo en situaciones excepcionales, las garantías y los resguardos producen cambios no marginales en la calificación del instrumento.

En el caso de los instrumentos de plazo mayor a un año, lo normal es que su clasificación coincida con la de la empresa. Para los emitidos a plazos de hasta un año, la clasificación que se asigna se basa en la relación entre la clasificación de solvencia y de corto plazo, según se muestra en la siguiente estructura:

Equivalencia entre Solvencia del Emisor y Clasificaciones de Corto Plazo

Solvencia	Clasificación de Corto Plazo
AAA, AA+, AA, AA-, A+	Nivel 1+
A+, A, A-	Nivel 1
A, A-, BBB+, BBB	Nivel 2
BBB, BBB-	Nivel 3
BB+, BB, BB-, C, D	Nivel 4
E	Nivel 5

En la clasificación de instrumentos de corto plazo, factor determinante es la política de liquidez de la institución, evaluada en administración financiera. Dicha política define la protección del emisor ante escenarios desfavorables que le dificulten refinanciar los vencimientos en general. Elementos que se examinan son el grado de liquidez de los activos, el flujo de caja histórico y proyectado, el perfil de vencimientos de sus obligaciones, los planes de contingencia, la diversificación de las fuentes de fondeo y la disponibilidad de las líneas bancarias, junto con la evaluación de la relación comercial del emisor con sus bancos.

Las entidades con solvencia en A+ y A- sólo ocasionalmente pueden acceder a una clasificación de corto plazo en Nivel 1+ y Nivel 1, respectivamente. En tanto, para las clasificaciones en A y BBB en las cuales se traslapan las clasificaciones de corto plazo, el análisis se centra en la evaluación de la liquidez de la entidad. Si dentro de una categoría de clasificación la entidad muestra una calidad de liquidez menor, le corresponderá la más baja clasificación de corto plazo de las dos observadas.

Ana María Masías

Tel: (562) 757-0465

anamaria.masias@feller-rate.cl