

LA INDUSTRIA DE SECURITIZACION EN CHILE: ALGUNAS REFLEXIONES

CHILE EN EL CONTEXTO LATINOAMERICANO

En América Latina, la securitización ha sido una técnica de financiamiento utilizada por las industrias locales fundamentalmente como una vía de acceso a los mercados financieros internacionales. La modalidad típica ha sido la securitización de flujos de fondos futuros. En Chile, en contraposición, el proceso de securitización se ha centrado en el mercado doméstico, con la securitización de activos existentes, denominados mayormente en moneda local. Dos razones principales explican este fenómeno:

Primero, la estabilidad económica, política y financiera del país en la última década, que se refleja en su clasificación de riesgo A-. Esta situación ha permitido a las firmas chilenas un acceso más expedito a los mercados financieros internacionales y a un costo menor que sus pares latinoamericanas.

La perspectiva ha sido distinta en el resto de la Región. La volatilidad política y económica en la década de los noventa, que pareciera no haber terminado, ha significado que para muchas empresas latinoamericanas la securitización fuera la única alternativa de financiamiento y para otras, una fuente de fondos considerablemente más barata. Mediante este tipo de operaciones ha sido posible mitigar el riesgo soberano, al concentrar la recaudación de los fondos en vehículos legales fuera del país o la Región.

Segundo, la existencia en Chile de una fuerte demanda interna, representada por los inversionistas institucionales. Estas entidades han sido los principales demandantes de títulos securitizados. En el caso de las administradoras de fondos de pensiones, por sus posibilidades de inversión acotadas por la legislación vigente. Para las compañías de seguros de vida, por la necesidad de calzar sus reservas de rentas vitalicias, enfrentando una limitada oferta de bonos locales de largo plazo.

EL MERCADO LOCAL: CONDICIONES ACTUALES

Hasta la fecha, en Chile la actividad se ha focalizado en la securitización de créditos hipotecarios y contratos de leasing habitacional. Esto ha sido posible por el grado de desarrollo y dinamismo del sector inmobiliario y la existencia de un mercado secundario para las hipotecas, que ha permitido que estos instrumentos sean activos atractivos y con las características financieras necesarias para securitizar.

Asimismo, el diferencial de tasas mantenido entre el bono y el colateral, ha hecho de la securitización una alternativa de financiamiento muy atractiva para los agentes inmobiliarios.

Por otra parte, resaltan los cambios regulatorios tendientes a flexibilizar y dinamizar el mercado financiero, la profundidad ya alcanzada por el mercado de capitales doméstico y las favorables condiciones macroeconómicas. Estas condiciones han generado el espacio adecuado para el desarrollo de instrumentos financieros más sofisticados como lo son los bonos securitizados.

En la securitización de créditos hipotecarios, el *spread* de tasas de interés entre el colateral y bonos ha hecho de la securitización una alternativa atractiva, incluso para pequeñas inmobiliarias o administradoras de mutuos hipotecarios. Sin embargo, el actual escenario económico, en que la tasa de instancia económica ha alcanzado un mínimo histórico, ajustando a la baja las tasas asociadas a créditos hipotecarios, ha reducido el margen con el que los originadores pueden absorber los costos fijos asociados a este tipo de estructuras.

La situación anterior podría hacer menos atractivo el uso de esta técnica para aquellos agentes cuyos volúmenes de operación no sean lo suficientemente altos. Por ello se esperaría observar en el mercado mayores montos de emisión, como una manera de lograr economías de escala.

Las emisiones en solitario de pequeños originadores debieran entonces tender a desaparecer, prevaleciendo las securitizaciones de créditos hipotecarios generados por los agentes más grandes del mercado, como lo son las entidades bancarias, y las emisiones respaldadas por conjuntos de activos con múltiples originadores.

Otros activos que hasta la fecha se han securitizado en Chile son instrumentos de deuda pública o privada, bajo una estructura sencilla de "bono espejo" en que la principal complicación aparece cuando el colateral y los títulos de deuda securitizados, están expresados en distintas monedas. Esto hace necesario eliminar el riesgo cambiario de la transacción a través de instrumentos derivados que sirven para tal propósito, como *forwards* o *swaps*. En este caso, la clasificación de la operación queda acotada por la solvencia de la institución financiera que provea esta garantía.

Este tipo de instrumentos ha resultado particularmente atractivo para los inversionistas, pues la securitización per-

mite fragmentar el instrumento o activo de respaldo, lo que aumenta su liquidez, pero mantiene el riesgo del emisor original.

LOS ULTIMOS AVANCES

Con un marco regulatorio y legal adecuado y la profundización en el conocimiento de esta técnica por parte de los emisores, el mercado se ha desarrollado a un ritmo muy fuerte en los últimos tres años, alcanzando el grado de madurez necesario para que aparezcan nuevos tipos de activos securitizados.

En efecto, en estos días está saliendo al mercado la primera emisión respaldada en créditos automotrices, la cual es también la primera securitización con series pactadas en términos nominales en moneda local. En los próximos meses, deberían también aparecer emisiones respaldadas por operaciones con tarjetas de crédito de casas comerciales.

Este tipo de activos difiere en varios aspectos de los créditos hipotecarios:

En una securitización de créditos automotrices, los activos que respaldan la emisión son los pagarés que garantizan estos créditos y los correspondientes contratos de prenda asociados.

En el caso de créditos de casas comerciales, la estructura puede ser algo más compleja. La razón es que los *voucher* que firman los clientes al momento de efectuar una compra a crédito en una casa comercial, en general, no constituyen un documento invocable para el cobro, sino que sólo acreditan la cuantía de la obligación adeudada. Por lo tanto, no es posible estructurar una emisión de títulos de deuda securitizados con la mera adquisición y transferencia de estos recibos.

El activo del patrimonio separado -que se forme en virtud de la securitización de créditos de casas comerciales- debe estar conformado efectivamente por créditos. Para ello es necesario que se transfieran al patrimonio separado, en forma conjunta, el contrato suscrito por el cliente con la casa comercial, el pagaré o letra de crédito asociado a éste y los *voucher* que se suscriban por cada crédito otorgado.

Lo anterior implica que, de no existir pagarés o letras de crédito que respalden específicamente cada operación, se genere la obligación para la securitizadora de adquirir los sucesivos *voucher*, producto de las futuras compras que realice el poseedor de la tarjeta. Esto implicará que en una emisión de bonos securitizados con tarjetas de crédito de casas comerciales como colateral, el patrimonio separado deberá adquirir todos los *vouchers* generados por las compras que realicen los titulares de los pagarés securitizados durante el periodo de vigencia del patrimonio separado.

Por otra parte, el plazo de vencimiento de estos activos es significativamente más corto. Por esta razón, es común encontrar estructuras tipo *revolving* cuando se desea emitir instrumentos con un plazo de vigencia mayor. Esta estructura implica la reinversión en activos de similares características durante la vida del bono. Pero, para que la recompra de activos sea posible, es necesario que el originador sea capaz de seguir generando nuevos activos en este periodo. En estas operaciones, para que la clasificación del instrumento no esté acotada por la del originador del activo subyacente, es necesario aislar el riesgo de su *performance* a través de la exigencia de un sobrecolateral mínimo en todo momento.

Es importante destacar que, independientemente de si se utiliza o no una estructura de tipo *revolving*, en la práctica se observa que el plazo de los bonos emitidos con el respaldo de este tipo de activos es bastante menor al de los bonos securitizados ya emitidos en el país.

Igualmente, dado el perfil de riesgo de estos activos, las tasas de otorgamiento son bastante mayores. Por esta razón, y a pesar de su menor plazo de vencimiento, la estructura se beneficia de manera importante por el *spread* de tasa entre activos y pasivos.

PROXIMOS PASOS

A pesar de la favorable evolución de la industria chilena de securitización, esta técnica está lejos de alcanzar todo su potencial. Se espera observar en el corto plazo no sólo un aumento en el número de emisiones, sino un mayor volumen en las operaciones y una mayor diversidad de activos subyacentes.

De acuerdo a la legislación vigente, en teoría hoy es factible de securitizar cualquier activo que genere flujos de pago, sea transferible y conste mediante un documento. La securitización de créditos comerciales y de consumo, contratos inter-empresas, contratos de leasing operacional, líneas de crédito para el financiamiento de estudios superiores e incluso plantaciones forestales, son toda una gama de posibilidades que están evaluando los participantes del mercado.

Esta nueva oferta llevaría a ampliar la base de inversores. Fondos Mutuos, Corredores de Bolsa y particulares, que hasta ahora se han mantenido prácticamente fuera de este mercado, podrían interesarse en las características que presentan estos nuevos instrumentos.

Marcelo Arias

Tel: (562) 757-0480

marcelo.arias@feller-rate.cl

Valeria García

Tel: (562) 757-0432

valeria.garcia@feller-rate.cl