

5447



"Escuela de Contadores Auditores de Santiago"
"Instituto Profesional"

SCA
F475
2008
C.1
*

"LA SECURITIZACION EN CHILE"

"Trabajo correspondiente a la 2ª fase"

"Del Seminario de Titulación"

11020-51

Seminario N° 53, Semestre Otoño 2008

Profesor Guía:

Claudio R. Olate Connell.



Integrantes:

Andrés E. Figueroa Espinoza.

Carolina J. Paredes Ortiz.

Cristian A. Velásquez Tapia.

Germán E. Sánchez Mayorga.

Rodrigo M. Reyes Banda.

Santiago, 10 de julio de 2008



AGRADECIMIENTOS

Agradecemos a todos aquellos que nos han apoyado en esta investigación, entre ellos nuestras familias, amigos, colegas y profesores, por brindándonos su tiempo y consejos, los cuales han sido imprescindibles para la elaboración del presente trabajo.*



INDICE

AGRADECIMIENTOS.	02.
INDICE.	03.
PROLOGO.	06.
INTRODUCCION.	11.
CAPITULO I CONTEXTO DE LA SECURITIZACIÓN.	14.
I.1 Definición de Securitización.	14.
I.1.1 Descripción de los Participantes.	15.
I.2 La Securitización en Chile.	16.
I.2.1 Alcance. *	16.
I.2.2 Características de los Activos a Securitizar.	18.
I.2.3 Tipos de Securitización.	20.
I.2.4 Legislación de la Securitización en Chile.	25.
I.2.5 Definición de Bonos.	28.
CAPITULO II BENEFICIOS DE LA SECURITIZACIÓN.	29.
II.1 Beneficios Generales.	29.
II.2 Beneficios para el Originador, Inversor y la Economía.	30.
II.2.1 Originador.	30.
II.2.2 Inversor.	32.
II.2.3 Para el Mercado Financiero.	32.
II.2.4 Para el Gobierno y Agentes Reguladores.	33.
II.3 Desventajas de la Securitización.	33.
CAPITULO III ESTRUCTURA DE UNA SECURITIZACIÓN.	35.
III.1 Participantes Involucrados Directamente	36.
III.2 Participantes Involucrados Indirectamente.	36.
III.3 Descripción del Funcionamiento de la Securitización.	37.



CAPITULO IV	CLASIFICACIÓN DEL RIESGO DE UNA SECURITIZACIÓN.	40.
IV.1	Calificación Crediticia.	40.
IV.2	Metodología General de Clasificación de Bonos de Securitización.	41.
IV.3	Estructura de Emisión.	42.
IV.4	Calidad Crediticia del Colateral y Garantías.	42.
IV.4.1	Proceso de Originación.	43.
IV.4.2	Características de la Cartera.	43.
IV.4.3	Garantías y Prendas.	44.
IV.4.4	Determinación de la Pérdida Potencial.	45.
IV.5	Administración y Control.	46.
IV.6	Proyecciones de Flujo de Caja.	49.
IV.7	Aspectos Legales.	53.
IV.8	Marco Legal y Regulatorio.	53.
IV.9	Contrato de Emisión.	54.
IV.10	Otros Documentos Legales.	55.
IV.11	Clasificación Final.	55.
CAPITULO V	CASO PRÁCTICO DE UNA SECURITIZACIÓN.	57.
V.1	Ejemplo de una Securitización.	57.
V.1.1	Clasificación del Riesgo de la Cartera de Activos,	58.
V.1.2	Requisitos del Contrato de Securitización.	59.
V.1.2.1	Requisitos Exigidos a los Potenciales Clientes.	59.
V.1.2.2	Seguros.	60.
V.1.2.3	Documentación de Respaldo.	60.
V.1.3	Asientos Contables.	60.
V.1.3.1	Entrega del Activo a Securitizar.	61.
V.1.3.2	Emisión de los Bonos.	62.
V.1.3.3	Cobro Gastos de Administración.	63.
V.1.3.4	Pago de Spread e Intereses.	64.
V.1.3.5	Restitución y Pago de los Bonos.	65.
V.1.3.6	Cierre del Patrimonio Separado.	67.
V.2	Valoración de una Securitización.	67.
V.3	Contabilización de una Securitización en base a NIIF.	68.
V.3.1	Registro del Bono Subordinado	69.
V.3.2	Registro de Cuentas por Cobrar al Patrimonio Separado	69.
V.3.3	Valor Razonable	69.



CONCLUSION.	70.
ANEXO N° 1 “TABLA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS”.	73.
REFERENCIAS.	75.
BIBLIOGRAFIA.	76.
INTEGRANTES Y FIRMAS.	78.



PROLOGO

Nuestro trabajo tiene como objetivo central dar a conocer e informar qué es la securitización en Chile y cuales son sus procedimientos, características y beneficios, para que, quien lea comprenda claramente los lineamientos de la securitización.

¿Qué es securitización?

Proviene de la palabra inglesa securitization y consiste en dar forma de instrumento transable a alguna obligación financiera y por ende un activo subyacente, el que no es fácilmente canjeable.

La securitización es un negocio de ingeniería financiera que conjuga los siguientes elementos:

- Modificación del riesgo
- Banca de inversión
- Mercado de capitales

Todo esto a través de activos ilíquidos que derivan en instrumentos de riesgo diferente. Con la securitización una empresa se parcializa, de modo de entregar parte de los riesgos asociados a la propia empresa, lo que busca la securitización es transformar un conjunto de activos de baja liquidez en instrumentos de deuda con ranking crediticio, esto se realiza a través de la estructuración financiera de una o varias series de bonos con los flujos que generan los activos subyacentes a ellos.

Entonces, ¿qué es y que hace la Securitización?

- Transforma activos heterogéneos e ilíquidos en activos homogéneos y líquidos.
- Transforma el riesgo individual en riesgo de cartera y de estructura de emisión.
- Mejora las posibilidades de combinaciones de tasas y riesgos.
- Enlaza demandantes de capital y los tenedores de capital.
- Crea tantos bonos como se requiera, en función de las clasificaciones de riesgos asociadas a cada una de ellos.

¿Qué beneficios trae la securitización para el originador?

- Reduce el costo financiero al distribuir y separar el riesgo de acuerdo a los requerimientos de los inversionistas.



- Permite dar liquidez a activos ilíquidos.
- Al ser una venta efectiva de activos permite mejorar el leverage.
- Evita el descalce financiero al dar mayor rotación a los créditos en cartera.

¿Qué beneficios trae la securitización para el inversor?

- Mayor rendimiento en compensación al riesgo.
- Riesgo acotado, liquidez y homogeneidad.
- Simplifica la evaluación crediticia.
- Mejora el riesgo a través del tiempo

Ya sabemos que es y que beneficios trae para los participantes pero, ¿Cómo se origina la securitización en Chile? ¿De dónde proviene?

Nace en EE.UU. en la década de los setenta, en consecuencia de las altas tasas de interés que obligan a buscar nuevas formas de obtención de fondos. El gobierno americano crea un organismo que incentiva a las entidades financieras a otorgar créditos hipotecarios al introducir al mercado un instrumento que financian dichas colocaciones con garantía de las hipotecas y del propio gobierno.

En Europa, quien primero se incorpora al negocio es Inglaterra en la segunda mitad de los setenta, Francia solo establece un marco legal para la securitización en 1988.

En Chile la securitización tiene su origen en el año 1994 con la promulgación de la Ley N°19.301 la cual modifico la Ley N°18045 de mercado de valores, esta nueva Ley incorpora los títulos de securitización como una forma de inversión introduciendo para ello un tipo de sociedad de giro exclusivo, llamada sociedad securitizadora, en Chile ya existen algunas empresas que se dedican a este tema, de las cuales podríamos nombrar:

- Securitizadora La Construcción.
- Santander S.A. Sociedad Securitizadora.
- Banchile Securitizadoras S.A.
- Securitizadora Bice S.A.
- Entre otras.

Dichas sociedades son de giro exclusivo, inscritas en la Superintendencia de Valores y Seguros, estas forman un patrimonio separado independiente de la emisión y separados del patrimonio común. Los activos que securitizan son letras, mutuos hipotecarios, etc.



Las características ideales de los activos a Securitizar es que deben presentar certeza en los ingresos del securitizador y por ende el riesgo del instrumento que éste emita, el porcentaje de morosidad y recuperabilidad de los créditos. Además muestra quienes participan en el proceso de securitización, estos son el deudor, originador y suscriptor.

Posteriormente mostraremos los distintos tipos de formas de Securitizar, los cuales mencionaremos brevemente:

Obligaciones de pase consiste en la venta, cesión o endoso de activos por parte de un originador a un vehículo jurídico, quien emite bonos a ser colocados a inversores.

Deuda Colateralizada consiste en no aislar los activos a Securitizar, sino que se mantienen en el patrimonio del originador. Los flujos no se dedican únicamente al pago de capital o interés de los títulos emitidos, generalmente este tipo de bonos es mejorado por activos adicionales.

Obligaciones de pago, es una combinación de las anteriores, ya que si bien los activos se mantienen en el originador sus flujos se usan solo para garantizar el pago del capital e intereses de los títulos emitidos.

El primer capítulo concluye describiendo las clases de bonos a emitir producto de la securitización:

Bono Senior emitido con un rating crediticio que permite ser elegible como inversión para los inversionistas institucionales.

Bono Subordinado es la adición entre el fondo de liquidez y la cartera inicial depurada de los bonos descontando el saldo inicial de éstos. Este bono se genera cuando se securitiza un bono ya securitizado.

Bono Subordinado *Excess Spread* representa los flujos descontados a una tasa de carátula que en determinados períodos serán devueltos al originador por concepto de *Excess Spread*. Esta operación generalmente cumple las características de financiamiento con venta real (venta parcial), sin embargo, esta situación debe ser analizada al amparo de la IAS 39 (NIC 39, SIC 12), en virtud de que este tipo de operaciones no se encuentran normadas en Chile.



¿Que beneficios ofrece la securitización?

Los beneficios de la securitización, al ser un instrumento financiero (bono securitizado), respaldado con activos, proporciona beneficios de una manera muy eficiente y muchas veces muy difícil de lograr por vías tradicionales. Así, para financiar una determinada cartera de activos, se emiten diversas series de bonos para satisfacer a distintos tipos de inversionistas con diferentes preferencias en cuanto a plazo y riesgo, tales como:

- Reducción del Costo de Financiamiento.
- Ahorro del Costo Patrimonial.
- Estrategia de Financiamiento.
- Privacidad de Información.
- Mejorar la Liquidez.
- Mejora los Indicadores Financieros.
- Posible Acceso a un mejor Ranking.
- Transformación de Activos.
- Transformación de Riesgos.
- Amplía las Posibilidades de la Empresa.

Ya sabemos que es la securitización y que beneficios nos puede traer consigo este tipo de financiamiento, pero como toda clase de instrumento financiero tiene desventajas, en este caso la securitización produce una reducción de los ingresos no operacionales puesto que al transferir la cartera a una tasa menor no se recibirá la totalidad de los intereses pactados con los deudores, además existen costos de inscripción y fiscalización.

En los capítulos tercero y cuarto señalaremos como se estructura este tipo de mecanismo poco usado en Chile y la clasificación de riesgos que estos tienen.

Una transacción de securitización consta de tres partes: el colateral que respalda la transacción, la entidad que alberga la transacción, y la tercera es un conjunto de títulos emitidos por la entidad para financiar la transacción. El Principal estructurador trata de juntar todas las partes, más o menos simultáneamente para ganar un spread entre el costo del colateral y los recursos provenientes de la venta de los bonos securitizados. El resultado de la transacción financiera estructurada es una entidad independiente que posee los préstamos, contrata el servicio de éstos y la administración de los bonos, y emite sus propios instrumentos derivados. Esta entidad, es un intermediario que no origina nuevos préstamos, por lo tanto, el proceso de securitización descrito divide el mercado en originadores, intermediarios e inversionistas.



En caso que los activos estén constituidos por un conjunto grande de pequeños componentes (por ejemplo, una cartera de cuentas de tarjetas de crédito), se hace un análisis crediticio de tipo actuarial, analizando pérdidas históricas, tendencias de default y el comportamiento de activos comparables al que se estudia.

En el caso en que los activos a securitizar estén compuestos por un grupo pequeño, en el que cada componente represente una fracción importante del total de los activos, se analiza el riesgo crediticio de cada componente por separado.

En cualquier caso, la naturaleza del entorno económico y el de las condiciones generales de negocios que puedan influenciar el rendimiento de los pagos que generan los activos, se analiza detalladamente.

Por último, en el quinto capítulo mostraremos un ejemplo práctico de cómo contabilizar un proceso de securitización, en los cuales participan el originador, la sociedad securitizadora con su patrimonio común y su patrimonio separado, y el inversionista.

Esperando una buena acogida a nuestro trabajo, los invitamos a seguir observando en más detalle lo que se viene.

Atte.

Grupo Nº 2 Seminario Nº53.



INTRODUCCION

Hoy en día, los inversionistas pueden escoger entre las diversas alternativas de financiamiento que existen en el mercado, entre ellas está la emisión de títulos de deuda, emisión de acciones, enajenación de activos, etc., estas diversas formas y alternativas de financiamiento, no sólo permiten la obtención de los recursos necesarios, sino que también procuran mantener en grados razonables los índices financieros y el atractivo de la empresa dentro del mercado, también implican que la entidad originadora tenga que alterar su relación deuda-patrimonio, o bien, alterar parte de su propiedad, permitiendo que terceros ajenos a la empresa o a la industria tengan una participación directa.

Bajo este entorno económico surge la securitización, como una alternativa innovadora de financiamiento que consiste, en la emisión de títulos de créditos o de deuda a un valor determinado, con el objeto de percibir flujos líquidos a partir de activos ilíquidos capaces de generar flujos futuros.

La securitización ha influido fuertemente en el papel de los intermediarios financieros, permitiendo que exista una mayor diversificación de las carteras dispuestas a transferir fondos en mercados nacionales y extranjeros, generando así, un aumento de este mercado emergente y el incremento en la oferta de nuevos productos. Es por ello que la Securitización al ser introducida en diversos países, ha causado a nivel general, una revolución en el mercado de capitales respectivo.

Si bien inicialmente la Securitización se originó en EE.UU., cada país que desee introducirla deberá emitir las leyes que sean necesarias para ajustar dicho proceso a la realidad económica y jurídica de cada país.

En el presente estudio analizaremos la securitización según lo establecido en nuestro país, en el cual, el fenómeno se adaptó a nuestra idiosincrasia, y por ello fue necesario promulgar leyes para que la securitización pudiera contar con la plataforma suficiente para su adecuado desarrollo. La Ley N° 19.301, fue la que introdujo la Securitización en Chile como tal, modificando la Ley N°18.045 sobre mercado de valores. Sin embargo fue tímida en cuanto a los activos que se permitía securitizar, por lo cual limitó el crecimiento de la securitización.

Lo anterior fue enmendado a través de la promulgación de la Ley N° 19.623, la cual introduce una serie de modificaciones que deja a la securitización en posición de lograr un mayor desarrollo a futuro.



En definitiva, nos encontramos en presencia de un fuerte cambio que está experimentando el mercado de capitales, el cual ha mostrado un notorio crecimiento en cuanto al número de instrumentos financieros que se ofrecen y que son creados para satisfacer las necesidades de inversionistas que buscan obtener recursos líquidos. En este sentido, cabe mencionar que este crecimiento no se ha visto exento de riesgo en el mercado, ya que, a medida que ha aumentado la oferta de instrumentos financieros, éstos se han debido ajustar a los diversos requerimientos legales y aquellos impuestos por el mercado en general. Es por esto que en algunas ocasiones existe un cierto grado de incertidumbre, debido a que las leyes no son modificadas con la rapidez con que avanza el mercado.

Sin perjuicio de lo anterior, los avances tecnológicos han contribuido a aumentar y mejorar la integración de los mercados financieros debido a la eficiencia y perfeccionamiento de las telecomunicaciones y los sistemas computacionales, lo que ha generado un aumento de las transacciones a nivel nacional e internacional. Con ello se refuerza el control que pueden ejercer las grandes instituciones financieras, tales como fondos de pensión, compañías de seguros y bancos comerciales, entre otros, bajo la búsqueda de eficiencia, transparencia, seguridad y velocidad en el proceso de intercambio, lo que se traduce finalmente en la obtención de mayores beneficios económicos.

También es necesario considerar que en efecto, la figura de los patrimonios separados, al momento de securitizar, asegura la independencia jurídica de estos activos con el patrimonio común de la sociedad securitizadora, tratándose en forma independiente. El esquema de securitización chileno contempla la posibilidad que el patrimonio separado subsista aun cuando la sociedad securitizadora original quiebre, por medio del traspaso del mismo a otra entidad securitizadora. Si bien lo anterior constituye una ventaja, el sistema no es perfecto, dado que si dicha transferencia no se verifica dentro de un determinado plazo, el patrimonio separado debe liquidarse, es decir, corre en definitiva la misma suerte que la sociedad securitizadora a la cual se relacionaba, sin tomar en consideración la capacidad del patrimonio separado de producir flujos futuros.

Actualmente son susceptibles de ser securitizados todos los activos, incluso los flujos futuros, siempre que éstos consten en un documento escrito, lo cual implica la necesidad de “documentar” todos los flujos. Es por ello que cabe preguntarse las razones del lento desarrollo de la securitización en Chile. Actualmente la securitización no representa una alternativa financiera atractiva dados los costos asociados, los cuales no son los suficientemente competitivos en comparación a otras formas de financiamiento.



En este sentido, el mercado no ha sido lo suficientemente profundo como para masificar esta forma de operación, de forma tal que los costos asociados puedan ser disminuidos conforme a las reglas de la oferta y la demanda. Por otra parte, es necesario reconocer la reticencia de los inversionistas nacionales en adquirir productos nuevos como éstos, junto con la aversión al riesgo que es propio de nuestra idiosincrasia.

En nuestro país la ley es la que proporciona la estructura base sobre la cual se desarrollará la securitización, contempla las sociedades securitizadoras y los fondos de inversión, ambos se encuentran sumamente regulados, por lo que podemos señalar que desde esta perspectiva, la securitización concebida en Chile es bastante rígida. Sin embargo, la plataforma legal del esquema de securitización chileno es razonablemente apta para su desarrollo futuro, lo cual es de esperar que ocurra en el transcurso de los próximos años, en la medida en que el mercado se profundice y los costos asociados a la operación se hagan más competitivos.



CAPITULO I

“CONTEXTO DE LA SECURITIZACION”

I.1 Definición de Securitización.

El término securitización proviene de la palabra inglesa “securitization” y consiste en dar forma de instrumento transable a alguna obligación financiera. Otros textos indican que esta expresión se deriva de la palabra inglesa “security” la cual se entiende como un título financiero y por ende un activo subyacente, el que no es fácilmente canjeable.

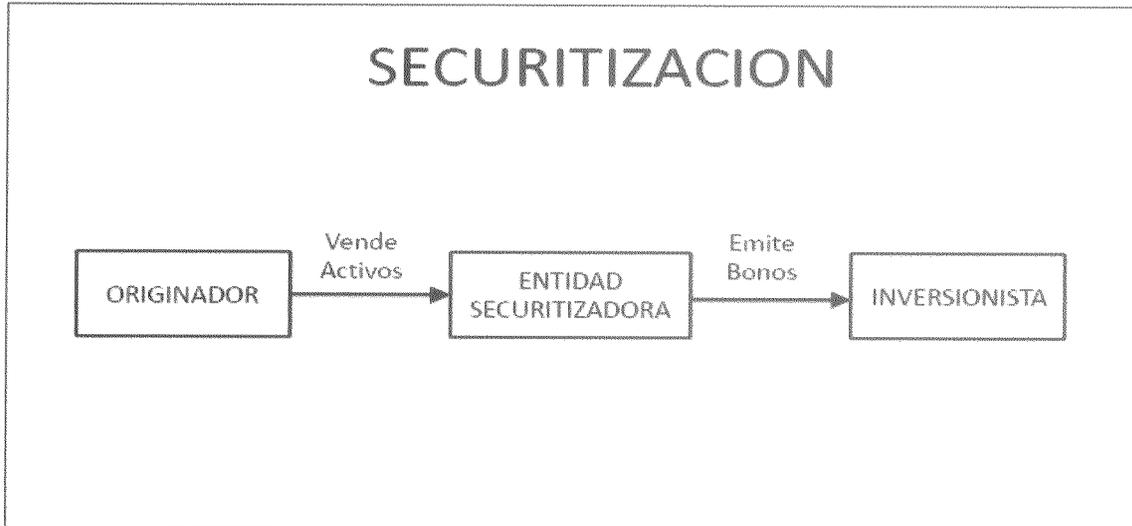
Es así, como la palabra “securitización” no ha tenido el mismo significado en el tiempo, hasta mediados de los ochenta se entendió por securitización una tendencia de empresas a sustituir el tradicional crédito comercial bancario por la emisión directa de efectos de comercio y bonos transados posteriormente en mercados secundarios de activos.

La traducción literal del término es, “instrumentalización de acreencias”, que gramatical y conceptualmente es correcto. Sin embargo, el concepto de “securitización” engloba algo más puesto que posee características propias. Otra traducción puede ser “colateralización”, traducción del inglés de la palabra “aval” (respaldo de activos subyacentes). También se ha identificado este concepto como “papelización” y “titularización”. Así, en la práctica comercial se denomina al título securitizado como un “BONO SECURITIZADO”, puesto que respeta la naturaleza del concepto.

Según Francisco Pérez ^[1], la securitización consiste en: “La transformación de activos que son normalmente ilíquidos, heterogéneos, transados o transables en un mercado muy restringido, en valores o títulos transables, homogéneos y que pueden acceder a un mercado secundario más amplio”. De acuerdo con lo anterior, estos nuevos títulos ya no son instrumentos específicos ni únicos, ya que se transforman en instrumentos de oferta pública transables en el mercado de capitales.

Para nuestro análisis, nos restringiremos al concepto más específico, por tanto, entenderemos que “**securitización**” es una forma de financiamiento, realizada a través de la emisión de un instrumento financiero (bono securitizado), respaldado con activos generadores de flujos futuros o directamente por el valor de estos activos.

De la definición anterior se puede obtener el Proceso de Securitización, el cual se puede resumir en el siguiente diagrama:



Como se puede ver en el diagrama, los activos que proveen los flujos de caja son transferidos desde el Originador a la Entidad Securitizadora, que emite bonos respaldados por dichos activos, los que posteriormente son adquiridos por el Inversionista.

I.1.1 Descripción de los Participantes.

➤ **Deudor.**

Es quien obtiene un crédito de un originador (por ejemplo, una persona que contrae un mutuo hipotecario con el objeto de financiar la compra de su vivienda).

➤ **Originador.**

Es quien otorga el préstamo, y usualmente realiza la cobranza, por ejemplo, una compañía de seguros o un banco.

➤ **Suscriptor.**

Es quien compra créditos al originador, los transfiere al patrimonio separado y estructura y emite instrumentos securitizados que tienen como colateral los créditos comprados. En Chile, corresponde a la **sociedad securitizadora**. Ésta es responsable por valorar y comercializar los instrumentos securitizados, y como tiene una relación continua con los inversionistas institucionales puede aconsejar respecto a lo que el mercado comprará (preferencias, requisitos legales, etc.) y a qué precio.

➤ **Sociedad de Propósito Restringido.**

Empresa securitizadora, la cual emite los valores con respaldo de activos.



➤ **Inversionistas.**

Son los que compran los títulos securitizados, son principalmente institucionales (Administradoras de Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros, entre otras). Los títulos emitidos deben corresponder a sus necesidades de financiamiento.

1.2 La Securitización en Chile.

En 1994 la Ley N° 19.301, señala y define los siguientes tipos de activos securitizables, los cuales no deben estar afectos al momento de la emisión a embargos, gravámenes o prohibiciones de ningún tipo, así también, de medidas judiciales restrictivas del dominio.

Son Instrumentos securitizables de acuerdo a esta Ley, los siguientes:

- Letras y mutuos hipotecarios.
- Contratos de arrendamientos.
- Promesa de compra/venta y sus respectivas viviendas.
- Créditos y derechos sobre flujos de pago, emanados de obra pública e infraestructura de uso público, de bienes nacionales de uso público, o de concesiones de estos bienes.
- Otros créditos y derechos que consten por escrito y que tengan el carácter de transferibles.
- Derechos sobre flujos de pagos.

La securitización se caracteriza por agrupar activos o flujos de activos de acuerdo a un criterio en común, dividir los beneficios entre los inversionistas de forma proporcional a sus tenencias y a la tasación de riesgos sistemáticos, ofreciéndolos en forma de títulos financieros.

1.2.1 Alcance.

La legislación limita la expansión de la securitización a nuevas formas de títulos de crédito que autorice la Superintendencia de Valores y Seguros. Esto podría ser una limitante para obtener un pleno aprovechamiento de una de las vías más interesantes y más dinámicas que ofrecen los mercados de capitales más sofisticados actualmente.

La securitización permite financiar activos de una manera muy eficiente, muchas veces muy difícil de lograr por vías tradicionales. Así, para financiar una determinada cartera de activos, se emiten diversas series de bonos, para satisfacer a distintos tipos de inversionistas, con diferentes preferencias en cuanto a plazo y riesgo.



Si se emiten bonos sobre partidas ya securitizadas, éstos generarán una estructura mucho más sofisticada, la cual busca una mayor segmentación en el mercado para los inversionistas. Estos bonos al haber sido emitidos sobre una anterior securitización pasan a denominarse “Bonos Subordinados”, pues su liquidación queda dependiendo del pago de la primera emisión de bonos efectuada.

La idea de la segmentación por plazo y riesgo de los bonos, es aprovechar las diferencias de preferencias de los inversionistas para obtener un financiamiento global más barato. Así, una compañía de seguros de vida que requiere cubrir la empresa a más de 15 años, le es más barato comprar un bono de securitización a ese plazo y no una letra hipotecaria a 20 años, cuyos primeros 15 años de flujos no le aportan al calce ^[2].

Además de las emisiones de securitización de mutuos hipotecarios, durante 1997 se concretaron securitizaciones en el contexto del sistema de leasing habitacional. Esto tuvo importantes connotaciones sociales y económicas y un gran apoyo del Gobierno, que buscaba mecanismos para hacer más eficiente el financiamiento de la vivienda social, con una activa participación del sector privado.

También es interesante explorar otros tipos de empresas, que tienen menos precedentes en el exterior y que pueden ser útiles para lograr financiamientos novedosos, que aprovechen las necesidades de los distintos tipos de inversionistas.

Dos ejemplos claros son:

- Uno de esos financiamientos es el de forestación, particularmente en productores agrícolas que tienen suelos con vocación forestal, pero no encuentran créditos con la estructura requerida. La “securitización de bosques” o “de créditos para forestación” puede crear los instrumentos privados adecuados para este objetivo. Esta herramienta permite forestar los predios de pequeños propietarios cuyo uso del suelo será compensado con una remuneración anual, más un porcentaje del valor del bosque en pie al momento de la cosecha, manteniendo los derechos de propiedad sobre su terreno. Para esto, a fines del 2002, se creó la Sociedad Inversora Forestal (SIF), la cual cuenta con el patrocinio y los aportes de la Fundación Chile, el Ministerio de Agricultura y CORFO.



El procedimiento radica en que SIF adquirirá contratos de usufructo de las tierras, esta forestación, que es una inversión de largo plazo, se sustentará con la emisión de un bono que puede ser adquirido por un inversionista institucional, con estos fondos la SIF obtiene el financiamiento para las labores operacionales y administrativas necesarias para la forestación y para pagarle periódicamente al propietario. Al inversionista se le paga al final de la explotación del bosque, vale decir, al momento de vender la cosecha.

- Otro caso similar es el de los préstamos para estudios superiores, en que se puede diseñar un esquema de privatización del sistema vía securitización, que complemente o sustituya el crédito fiscal universitario. Esta opción de securitización es el Estado, a través del FOGAES ^[3], quien actúa como aval, solo sobre el ochenta y cinco por ciento de los gastos anuales de la carrera, el quince por ciento restante debe ser pagado por el alumno. El banco paga el arancel anual del alumno a la institución de educación superior. Los créditos otorgados son securitizados, esta conforma una cartera de créditos que constituyen los activos que permiten la emisión de los bonos. La sociedad securitizadora obtiene los ingresos por la venta de los bonos, estos fondos, la empresa securitizadora los entrega al banco, él cual hará uso de éstos para otorgar nuevos créditos a alumnos de educación superior.

I.2.2 Características de los Activos a Securitizar.

Las características “ideales” que deberán presentar los activos susceptibles de ser emitidos como Bono Securitizado son las siguientes:

a) Flujos de Caja Predecibles.

Para estimar con relativa certeza los ingresos del securitizador y, por ende, el riesgo del instrumento que éste emita, se necesita conocer el porcentaje de morosidad y recuperabilidad de los créditos, los que deben ser idealmente bajos. Para que el riesgo del título se minimice, es esencial que los deudores originales sean un número grande, es decir, que estén diversificados y que exista una independencia estadística entre la morosidad de los distintos grupos de deudores, para lo cual se requiere una diversificación demográfica, económica y geográfica de los mismos.



b) Calce o Concordancia Temporal entre la Amortización de Capital e Intereses del Título Emitido, y los Flujos que generan los Activos que lo respaldan.

El objetivo es construir un bono securitizado que responda a los requerimientos, principalmente, del inversionista institucional (Administradoras de Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros, entre otras), puesto que, por exigencia legal, deben responder a terceros de la administración de sus fondos, para que los valores en que inviertan tengan claramente establecidos los plazos y vencimientos consistente con una buena administración del riesgo financiero.

c) Valor de Liquidación Alto de los Activos.

Esto implica que los activos que son objeto del crédito del originador, es decir, el riesgo de incobrabilidad, por el lado del tenedor o inversionista, tiene que ser bastante bajo en caso de insolvencia del deudor. Esto contribuye a reducir la morosidad.

d) Rentabilidad de los Activos Securitizables mayor que la de los Títulos que Representen.

El objetivo es que se origine un flujo permanente, aunque no necesariamente constante, tanto para el securitizador como para el inversionista, de manera de generar un flujo positivo para aquel que origina, con la intención de asegurar el cien por ciento del pago de la obligación al inversionista, puesto que un mayor rendimiento en el origen del bono securitizado o activos securitizados garantiza un excedente con respecto al título emitido.

Los bonos securitizados no han sido concebidos para financiar capital de riesgo, ya que la idea no es generar un activo financiero con un potencial de ganancia muy grande si se dan determinadas condiciones en el mercado, esto apunta específicamente a lo que en lenguaje financiero es el premio de rentabilidad adicional si se dan condiciones favorables. La idea esencial es generar y financiar capital de trabajo, por esto, no es recomendable la securitización en empresas emergentes, ya que sus activos no tienen el suficiente atractivo financiero para los inversionistas.



Es por esto que, en esta etapa, se produce la primera actuación de las entidades clasificadoras de riesgo, para verificar la calidad de los activos comprados por el securitizador al originador. Esta primera clasificación de riesgo de las cuentas por cobrar u otros documentos representativos de los créditos otorgados a sus clientes por la empresa originadora, va a determinar la calidad crediticia, que se basa principalmente en una estructura que permita aislarlos de cualquier hecho adverso que afecte al vendedor de las cuentas por cobrar, de tal forma que los factores aleatorios que afecten al originador sean independientes de los factores aleatorios que afectan al inversionista. Así pues, es relevante analizar las características del activo que se pretende securitizar. Entre los factores a verificar destaca que los activos sean un buen reflejo de lo que el originador genera a través de su actividad productiva y proceso de venta, es decir, se trata de evitar la selección adversa de los activos escogidos para emitir un bono securitizado. Por otro lado, la calidad del activo físico, es decir, los bienes propiamente tal, que respaldan las cuentas por cobrar son también importantes de analizar, así como la información estadística tanto del securitizador como del originador, y por último estimar la variabilidad del porcentaje de pérdida así como el monto absoluto de las mismas.

1.2.3 Tipos de Securitización.

Las modalidades de la emisión de un bono securitizado se denominan MORTGAGE BACKED SECURITIES, que se componen de los siguientes tipos de securitización.

a) Obligaciones de Pase (Pass-Through).

La manera más simple de securitizar activos que generen un flujo regular es el de vender a los inversionistas participaciones directas en estos activos. Normalmente, esta estructura de financiamiento requiere que el activo en cuestión se venda a un fondo de custodia (entidad independiente que resguarda el activo durante el proceso de securitización, asegurando los intereses de ambas partes). Los inversionistas, entonces compran títulos que representan derechos sobre los activos del fondo y los flujos que éstos generan. La premisa fundamental de las estructuras de pase es que los flujos de caja provenientes de los títulos deben provenir de aquella que generen los activos del fondo. De otra manera, la ley clasificaría al fondo de garantía como una entidad sujeta a impuestos adicionales.

En esta modalidad, la cartera de créditos o parte de ella y que forma parte de los activos de una empresa, se vende a una sociedad securitizadora. Estos nuevos títulos financieros representan propiedad directa de un portafolio de créditos hipotecarios o de créditos comerciales.

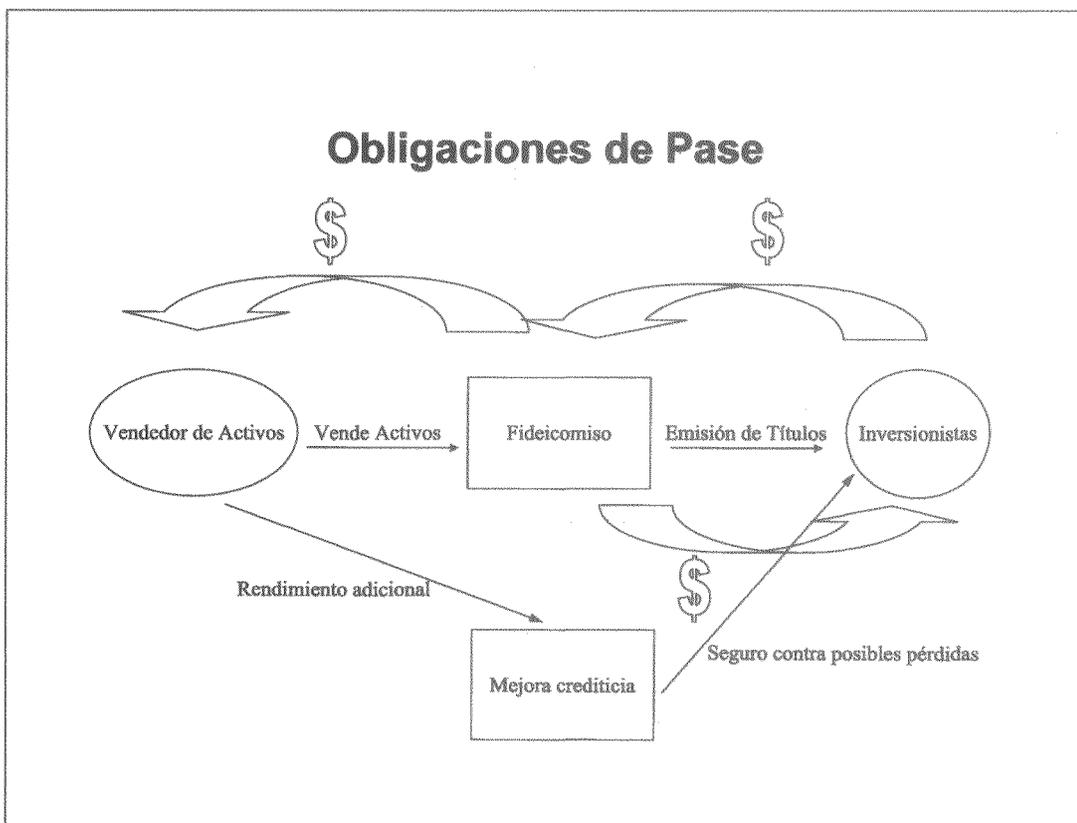


Los portafolios securitizados, al igual que lo que ocurre con los Fondos de las Administradoras de Pensiones (AFP), son un patrimonio separado del patrimonio de la sociedad securitizadora y en base a éstos se emiten y colocan en el mercado instrumentos de deuda, generándose derechos y obligaciones cuando son adquiridos por los inversionistas. Cuando los bonos securitizados son colocados en el mercado y el dinero ha sido recepcionado, entonces éste se destina al financiamiento de la cartera adquirida.

La empresa que originalmente vendió la cartera de créditos a la sociedad securitizadora mantiene la administración y gestión de cobro de los créditos, traspasando a los inversionistas la recaudación de la amortización de capital y los intereses, conforme a las cláusulas contractuales pactadas con el deudor, por lo cual cobran una comisión a los inversionistas por el servicio prestado.

En el caso de los bancos, donde sus cuentas por cobrar son créditos hipotecarios, la propiedad sobre éstos es del inversionista, por lo tanto, las Obligaciones de Pase no constituyen obligaciones del acreedor original, debido a que la securitización se genera o transa extracontablemente y por eso no se ve reflejada en los Estados Financieros del acreedor.

Los pagos periódicos tanto de intereses como del principal están garantizados por el emisor. Por esta razón, los inversionistas prácticamente no enfrentan ningún riesgo de crédito y, la existencia de un mercado secundario activo, les asegura un alto grado de liquidez.





b) Deuda Colateralizada (Mortgage Backed Bonds - MBB).

Es la estructura más tradicional de financiamiento respaldado por activos. Los dueños del activo piden prestado poniendo el activo como garantía. El valor de mercado del activo se debe medir de acuerdo a su valor de realización o a su habilidad para generar flujos. La estructura de flujos del instrumento de deuda no necesita coincidir con los flujos producidos por el activo en garantía. En esta estructura, la sobrecolateralización es la manera más práctica de aumentar la calidad crediticia de la deuda y, por ende, de reducir el costo de financiamiento.

En este tipo de securitización, al igual que la Obligación de Pase, se emite un valor respaldado por un conjunto de créditos hipotecarios, y en algunos casos por un portafolio de Obligación de Pase. A diferencia de las Obligaciones de Pase, las Deudas Colateralizadas constituyen una obligación del emisor, por lo que, el portafolio de créditos usados para emitir un bono securitizado permanece como activo en el balance del emisor, y las Deudas Colateralizadas constituyen un pasivo. Por otro lado, los flujos de caja que provienen del colateral, es decir, de la deuda hipotecaria, no se destinan directamente a los inversionistas.

En estos bonos que están usualmente sobrecolateralizados, el colateral es evaluado trimestralmente y si su valor está por debajo del nivel prescrito en el bono, deben agregarse a la deuda hipotecaria más créditos hipotecarios.

La razón que justifica la sobrecolateralización de las deudas colateralizadas, son:

- Provee protección adicional al tenedor del bono contra el riesgo de crédito de una hipoteca en particular dentro del portafolio.
- Protege al tenedor del bono de caídas en el valor de mercado del colateral entre fechas de valorización.

El monto de las emisiones de estos instrumentos en la experiencia internacional, ha sido menor que las emisiones de las Obligaciones de Pase. Esto se puede explicar por el hecho de que en las deudas colateralizadas, los créditos hipotecarios securitizados permanecen en el balance del emisor y éste debe cubrirlos con alguna proporción de capital, lo que hace que este tipo de emisión sea más costosa que la de las obligaciones de pase.

c) Obligaciones de Pago (Pay-Through).

En este tipo de Securitización se combinan características de las obligaciones de pase con algunas de las deudas colateralizadas.



Las estructuras financieras de títulos respaldados por activos pueden ser tal que se pueden configurar para respaldar deuda con estructura de flujos que difiera de la producida por los activos. Los activos se traspasan a una sociedad de propósito especial que emite deuda respaldada por los flujos de estos activos. La sociedad de propósito especial puede ofrecer títulos que confieren derechos patrimoniales en la forma de flujos residuales del activo o de una inversión patrimonial directa.

Estos instrumentos respaldados por créditos hipotecarios, aparecen en el balance del emisor como deuda al igual que las deudas colateralizadas. Los flujos de caja que genera la cartera de créditos hipotecarios se destinan directamente a los inversionistas, de manera similar a los que ocurre con las obligaciones de pase.

El poseedor de la cartera de créditos inicial, por ejemplo un banco, mantiene la propiedad de la cartera crediticia, usándola como garantía para emitir instrumentos financieros de deuda, que por supuesto aparecerán en su balance como pasivos.

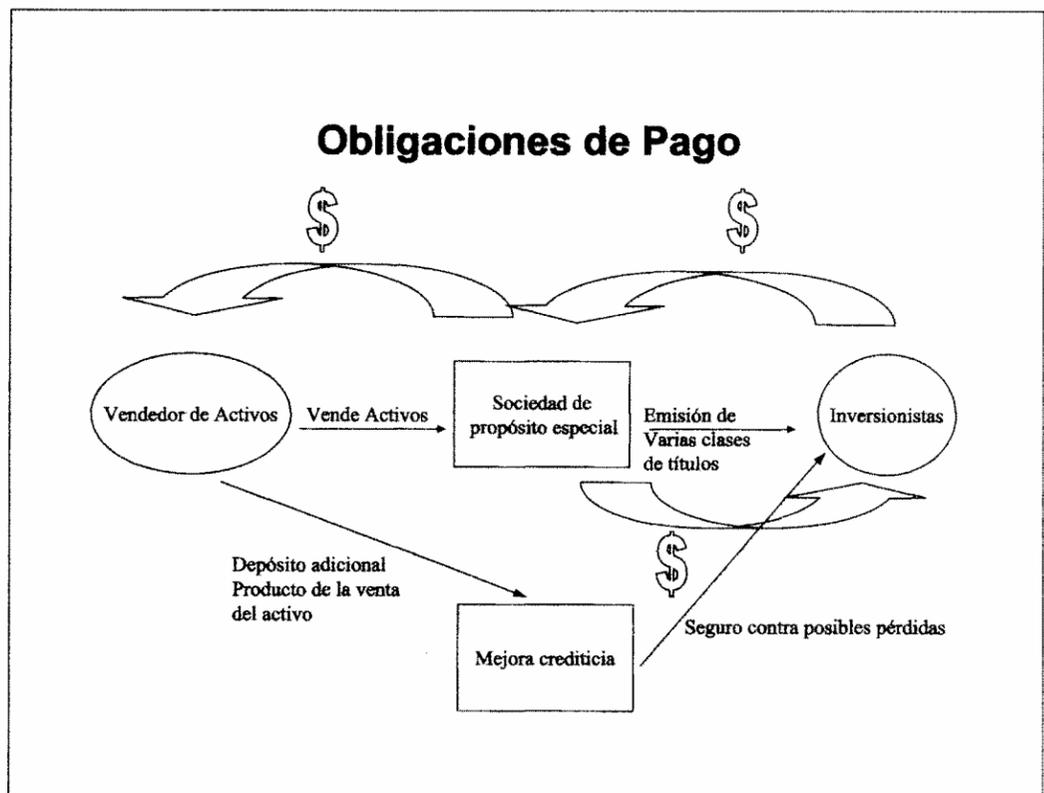
El banco es quien administra la cobranza y transfiere el dinero proveniente de las recuperaciones a los inversionistas.

Este tipo de securitización, puede ser más costosa para el banco, pues al reconocer la deuda, aumenta su leverage financiero, que dependiendo de la normativa que regule la relación deuda/capital de estas entidades, puede llevarle a efectuar modificaciones patrimoniales, especialmente en el caso chileno, en donde se establecen límites máximos de endeudamiento de acuerdo a los índices de Basilea II (Recomendaciones sobre la legislación y regulación bancaria emitidos por el Comité de supervisión bancaria de Basilea).

Los plazos que se estimen de los préstamos hipotecarios usados como base para emitir los bonos, se dedican al cumplimiento del servicio de los cargos financieros, que incluyen la amortización del préstamo y los intereses que demandan los bonos adquiridos por los inversionistas. Así, una parte de los flujos de caja de los préstamos hipotecarios se pasa desde el emisor al poseedor definitivo del bono.

Como se puede apreciar, otra diferencia, al margen de la propiedad de la cartera de créditos, entre las modalidades de obligaciones de pase y de obligaciones de pago es que la periodicidad de los flujos de caja de los activos subyacentes se puede alterar bajo la modalidad de obligaciones de pago.

Por otro lado, la cláusula de pre-pago que puede existir en los préstamos hipotecarios, la que se da cuando bajan las tasas de interés, afectan la maduración del instrumento emitido, y este pre-pago potencial puede, en el caso de las obligaciones de pase, hacer que la maduración o vencimiento de la cartera de créditos sea incierta.



A continuación se describe, mediante un cuadro resumen, las principales variables diferenciadoras de los procesos que componen los Mortgage Backed Securities.

Modalidad Obligaciones de Pase, Deuda Colateralizada y Obligaciones de Pago.

	Obligaciones de Pase	Deuda Colateralizada	Obligaciones de Pago
Propiedad	Es traspasada al inversionista	Permanece en el emisor	Permanece en el emisor
Pagos de Intereses y Principal	Son traspasados directamente al inversionista	No son traspasados directamente al inversionista	Son traspasados directamente al inversionista
Posición Financiero-Contable	Deuda no aparece en los estados financieros del banco	Las deudas colateralizadas aparecen como un pasivo del emisor, mientras que los bienes aparecen como un activo	El instrumento emitido aparece como una deuda del banco
Comisión por Administración y Gestión del Cobro	Bancos cobran un cargo a los inversionistas por los servicios prestados		



En el caso del cuadro anterior, el inversionista se refiere al que compra el bono securitizado. Por otro lado, la obligación de pase se refiere específicamente a un valor respaldado por activos de traspaso, lo que implica que la Sociedad de Propósito Restringido se limita a cobrar y a traspasar al inversionista exactamente lo que cobra, en los mismos plazos y en los mismos montos. En los otros mecanismos, en los cuales no existe Cesión de Acreencias, el acto de cobrar no implica traspasar a la misma tasa o al mismo tiempo que al inversionista.

1.2.4 Legislación de la Securitización en Chile.

El objetivo de la ley es que, el sector privado tenga un rol preponderante en el financiamiento de los programas sociales de vivienda, fundamentalmente, a través de sociedades securitizadoras, y dentro del papel subsidiario del Estado, manteniendo los subsidios a los compradores. Por otra parte, con esta reforma se amplió el abanico de instrumentos y se abrieron nuevas áreas de inversión a los Fondos de Pensiones, que son los principales institucionales de nuestro país.

En la reforma del Mercado de Capitales se establecen dos mecanismos para realizar la Securitización de créditos. Por una parte se introduce en la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores un nuevo título denominado “De las Sociedades Securitizadoras”, que permite desarrollar la Securitización a través de la emisión de títulos de deuda. Por otra parte, en la ley de Fondos de Inversión se establece un Fondo de Inversión de Créditos Securitizados, que permite la emisión de certificados de participación que representan un interés en un conjunto de créditos relativamente homogéneos.

La ley establece la posibilidad de constituir sociedades anónimas especiales y que tendrán un patrimonio común y tantos patrimonios separados como emisiones de títulos de deuda efectúen. Cada patrimonio separado tendrá en su activo los créditos y demás activos que respaldarán la emisión de un bono.

a) Sociedades de Securitización.

La base del patrimonio, y tal como lo establece la ley chilena ^[4], está formada por un patrimonio común y tantos patrimonios separados como emisiones de títulos de deuda efectúen. Para la constitución de los patrimonios separados, la sociedad puede adquirir mutuos hipotecarios endosables y autorizados por ley.



Si se desea establecer una sociedad securitizadora se puede proceder de la siguiente forma: Para obtener la autorización de existencia se debe aportar un capital de al menos diez mil U.F. al patrimonio común de la sociedad de propósito restringido. Del cual, al menos cinco mil U.F. deberán permanecer en el patrimonio común invertidos en instrumentos que no estarán afectos a gravámenes.

El patrimonio común inicia la adquisición de mutuos hipotecarios y letras hipotecarias con el capital propio y con endeudamiento en el sistema bancario. Estas adquisiciones quedan en garantía de los créditos bancarios. La relación deuda/capital no podrá ser inferior a diez ni superior a un quince veces.

Una vez que se hayan adquirido mutuos en un volumen suficiente como para justificar una emisión, se procede a realizar los trámites para ello. Esto incluye el registro de la emisión con la identificación precisa de los mutuos hipotecarios que están en el patrimonio común, que integrarán el patrimonio separado, y los demás activos y garantías que se incorporarán al patrimonio separado y la contratación de dos clasificaciones de riesgo, de los encargados de la custodia de los activos del patrimonio separado y del representante de los tenedores de bonos.

Se deberán establecer los contratos de administración de carteras, una vez colocada la emisión, los fondos son colocados por el representante de los tenedores de bonos. Al terminar el proceso de securitización, el representante se encargará de pagar inicialmente al tenedor del bono, luego liberará los activos comprometidos, y para finalizar, en el caso de que hubieran excedentes los pagará a la sociedad, y ésta los incluirá en su patrimonio común.

b) Instrumentos Securitizables.

La ley de mercado de valores autoriza la securitización de mutuos hipotecarios endosables y letras de crédito emitidas por:

- Banco e Instituciones Financieras.
- Sociedades Inmobiliarias y Fondos de Inversión Inmobiliarios.
- Agencias Mutuarias de la ley de Seguros.

Adicionalmente, la Superintendencia de Valores y Seguros podrá determinar por norma de carácter general otros títulos de crédito que puedan ser adquiridos por estas sociedades y que deberán revestir el carácter de transferibles y constar por escrito. La Ley N° 19.623, del 28 de julio de 1999, modifica la Ley N° 18.045 en sus artículos 132 y 135, permitiendo a las securitizadoras adquirir derechos sobre flujos de pago y otros créditos o derechos que consten por escrito y tengan carácter de transferibles.



Esta Ley amplía el término “flujo de pago” a toda obligación existente o que se genere en el futuro de pagar una o más sumas de dinero por la adquisición de bienes o por la prestación de servicios, un ejemplo claro de esta modificación es la securitización de las deudas por tarjetas de crédito de casas comerciales.

c) Operación de la Securitizadora.

El contrato de emisión establece el valor mínimo de activos que deberá mantenerse siempre en el patrimonio separado para seguridad de los tenedores de bonos.

Con cargo al patrimonio separado, se deberá pagar las funciones de los administradores de crédito, del representante de los tenedores de bonos, del custodio y los impuestos a la renta que devengue la operación del patrimonio separado. Si luego de realizar estos pagos la operación del año ha dejado excedentes que permiten que el valor de los activos en el patrimonio separado exceda lo comprometido en el contrato de emisión, la sociedad securitizadora podrá retirar activos del patrimonio separado hacia el patrimonio común y pagar dividendos si lo desea.

En el caso de una securitización exitosa, en que la morosidad es menor a la esperada y que por lo tanto genera excedentes de caja, puede remunerar a los dueños del capital antes de que desaparezca el patrimonio separado por extinción de la deuda.

d) Tratamiento Tributario de la Sociedad Securitizadora.

En el caso de emisión de bonos con respaldo de mutuos hipotecarios, se eximen del Impuesto de Timbres y Estampillas al igual que las letras hipotecarias.

En relación con el impuesto a la renta, la sociedad securitizadora deberá calcular el impuesto devengado por la operación de cada patrimonio separado, poniendo estos recursos a disposición del patrimonio común.

El contribuyente es la sociedad securitizadora, que responde con su patrimonio común por las obligaciones tributarias de la sociedad y los patrimonios separados. En caso de quiebra de la sociedad securitizadora, el fisco es acreedor preferente del patrimonio común de la sociedad securitizadora. En caso del patrimonio separado serán los tenedores de bonos quienes tengan preferencia sobre la liquidación de éstos, si llegará a haber un excedente a favor de la sociedad securitizadora en la liquidación de algún patrimonio separado, el fisco podrá actuar como acreedor preferente, pero solo sobre el excedente obtenido.



e) Quiebra de la Sociedad Securitizadora.

La quiebra de la sociedad securitizadora sólo afectará a su patrimonio común y no originará la quiebra de los patrimonios separados que haya constituido.

Si la quiebra ocurriera, los activos que están en cada patrimonio separado no pasan a integrar el monto de la quiebra. Se procede a enajenar cada patrimonio separado como una unidad patrimonial, engrosando la masa de la quiebra sólo en el precio de la venta de cada patrimonio.

En caso de que no sea posible su enajenación como patrimonio separado, el representante de los tenedores de bonos, que actúa como liquidador del patrimonio separado con el acuerdo de estos tenedores de bonos, puede proceder a su enajenación de cualquier modo o decidir su continuidad de administración, de modo de maximizar la recuperación para los tenedores de bonos. Por otro lado, la insolvencia de un patrimonio separado no origina la quiebra de la sociedad securitizadora, debiéndose proceder en dicho caso a la liquidación del patrimonio separado.

De acuerdo con lo anterior, se impide una correlación estrecha entre la quiebra de una emisión con respecto a otra emisión, dando mayor garantía a los inversionistas.

1.2.5 Definición de Bonos.

Bono Senior.

Es el Bono emitido con un rating crediticio que permite ser elegible como inversión para los inversionistas institucionales.

Bono Subordinado (Sobrecolateral + Fondo de Liquidez).

Es la adición entre el Fondo de Liquidez y la Cartera Inicial Depurada de los bonos descontando el Saldo Inicial de éstos. Este bono se genera cuando se securitiza un bono ya securitizado.

Bono Subordinado Excess Spread.

Representa los flujos descontados a una tasa de carátula que en determinados períodos serán devueltos al originador por concepto de *Excess Spread*. Esta operación generalmente cumple las características de financiamiento con venta real (venta parcial), sin embargo, esta situación debe ser analizada al amparo de la IAS 39 (NIC 39, SIC 12), en virtud de que este tipo de operaciones no se encuentran normadas en Chile.



CAPITULO II

“BENEFICIOS DE LA SECURITIZACION”

Los beneficios de la securitización, al ser un instrumento financiero (bono securitizado), respaldado con activos, proporciona beneficios de una manera muy eficiente y muchas veces muy difícil de lograr por vías tradicionales. Así, para financiar una determinada cartera de activos, se emiten diversas series de bonos para satisfacer a distintos tipos de inversionistas con diferentes preferencias en cuanto a plazo y riesgo.

II.1 Beneficios Generales.

Reducción del Costo de Financiamiento.

Independientemente del tipo de instrumento financiero que sea respaldado por activos, estos se pueden usar para estructurar un título con mayor calidad crediticia y por ende menos costo financiero que el que la compañía podría obtener sobre sus títulos de deuda directamente.

Ahorro del Costo Patrimonial.

En casos en que la compañía no puede tomar más deudas, por ejemplo, por restricciones de apalancamiento. Una transacción securitizada que clasifique como una venta de activos para propósitos contables reduce la necesidad de obtener financiamiento caro. Como por ejemplo, el que se obtiene vía aumentos de capital. La securitización permite en muchos casos la venta de activos reteniendo en gran medida los ingresos que se puedan generar con este activo.

Estrategia de Financiamiento.

Dependiendo de la estructura elegida, la securitización puede ofrecer la eliminación de brecha de financiamiento en cuanto a la duración de los proyectos que se financian. Importa la modificación del mecanismo de financiamiento tradicional por otro más complejo que conlleva a la desintermediación del proceso y a la movilización de activos de baja rotación. Ello permite inyectar nuevos recursos al sistema, y en consecuencia, recomenzar el procedimiento.

Privacidad de Información.

Para compañías cerradas, ciertas formas de securitización requieren menos, en cuanto a divulgación de información, que la toma de deuda con el sistema financiero.

Mejorar la Liquidez.

Mejora la liquidez de la empresa al percibir hoy los flujos futuros que genera la venta de activos.



Mejora los Indicadores Financieros.

Mejora los indicadores financieros al reestructurar el balance.

Posible Acceso a un mejor Ranking.

La clasificación de riesgos que puede obtenerse a través de un bono securitizado puede ser superior a la clasificación de la empresa originadora de los activos.

Transformación de Activos.

Transforma los activos heterogéneos e ilíquidos en activos homogéneos y líquidos.

Transformación de Riesgos.

Transforma en forma individual, en riesgo de cartera y de estructura de emisión.

Amplía las Posibilidades de la Empresa.

En cuanto a las combinaciones de tasas y riesgos, genera valor agregado a las operaciones de crédito respaldados por activos, mejorando la estructura de capital, de endeudamiento y la liquidez del originador. Amplía las posibilidades de financiamiento lo que requiere procesos efectivos y expeditos, con un riguroso control, lo que permite acceder al mercado de los inversionistas institucionales a cualquier empresa que posea flujos importantes de créditos.

II.2 Beneficios para el Originador, Inversor y la Economía.

II.2.1 Originador.

- Reduce el costo financiero al distribuir y separar el riesgo de acuerdo a los requerimientos de los inversionistas. El aislamiento de determinados activos de su patrimonio o el otorgamiento de garantías adicionales (colateralización), disminuye el riesgo crediticio, lo que permite conseguir recursos a una mejor tasa de financiamiento.
- Permite dar liquidez a activos ilíquidos.
- Al ser una venta efectiva de activos permite mejorar el leverage. (o razón de endeudamiento o capital).
- Evita el descalce financiero (riesgo-liquidez), al dar más rotación a los créditos en cartera. Provocado por la asincronía entre activos y pasivos. La securitización destaca este inconveniente en razón del aumento de la rotación de créditos en cartera.



- Aumento de la capacidad prestable, al generarse la transacción extracontable, los Estados Financieros del originador no se verán afectados por la deuda contraída, por lo tanto, su capacidad económica no se verá disminuida ante entidades financieras que lo requieran.
- Propenden al desarrollo del mercado de capitales al suministrar nuevos títulos de oferta pública. Esta nueva alternativa de financiamiento dentro de un marco competitivo, conduce al mejoramiento de la calidad de los títulos, y en consecuencia, a un financiamiento cada vez más beneficioso para el tomador de fondos.
- Le permite captar nuevo financiamiento de acuerdo con la potencialidad de pago de los créditos securitizados, no obligándolo a ser una sociedad abierta y fiscalizada, en cambio, todas las sociedades securitizadoras son fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros.
- Al poder acceder a nuevas fuentes para originar ingresos, obtiene mayor flexibilidad en su estructura de financiamiento.
- Producto de la desintermediación, se reducen los costos de financiamiento. La desintermediación consiste en que las empresas de mayor tamaño ya no utilizan a los bancos como intermediarios financieros, sino que acuden directamente al Mercado de Capitales para captar los fondos que requieren para su financiamiento.
- En la eventualidad de que su credibilidad financiera no sea buena, el instrumento securitizado adquiere la credibilidad de la entidad securitizadora.
- Sustrahe las cuentas por cobrar fuera del balance, transportándolas a la entidad financiera, esto le permite ventajas del tipo regulatorio y financiero-comercial:
Por REGULATORIO, se entiende el lograr financiar fuera de la empresa, sacando de sus balances los activos securitizados, lo que sería un avance importante del proceso de clasificación, puesto que un elemento esencial que utilizan las instituciones calificadoras de riesgo es la cobertura de intereses; lo que implica que la utilidad operacional tiene que cubrir, en cierta proporción, el monto de los intereses que devenga el pasivo.

Por FINANCIERO- COMERCIAL, se requiere indicar las siguientes ventajas:

- Aumentar la liquidez de su capital de trabajo, al hacer más líquido un recurso que no lo era en su momento. Esto permite mejorar la rotación de activos dando un mayor rendimiento a éstos.
- Permite financiar nuevos clientes, o en otras palabras aumentar sus ventas a través de las ventas a crédito.
- Al mejorar la liquidez de sus activos, se liberan márgenes y límites con los bancos, puesto que no se afecta la relación deuda/patrimonio.



- Un manejo eventualmente más eficiente de las cobranzas, ya que, el originador es quien conoce a sus clientes. Lo anterior implicaría una disminución de las pérdidas por no pago y así mejoraría la rotación de cuentas por cobrar, lo que a su vez, posibilita mejorar el rendimiento sobre los activos.
- Reduce riesgos de descalce por plazos y tasas de interés mejorando el calce entre activos y pasivos.

II.2.2 Inversor.

- Mayor rendimiento en compensación al riesgo crediticio asumido, siendo un factor de estímulo para que se realice un esfuerzo de ahorro mayor. Es una nueva alternativa de inversión con riesgo acotado; el aumento y la diversidad de los títulos, valores a que pueden surgir dentro de una economía abierta y competitiva, logra mejorar la calidad de los mismos con una consecuente disminución del riesgo crediticio, incluso al aislar el activo del originante se atrae al inversor extranjero en razón de la reducción del riesgo país.
- Riesgo acotado, liquidez y homogeneidad. Da la posibilidad de hacer líquido el título en el mercado secundario, transmitirlo en pago o cederlo en garantía.
- Simplifica la evaluación crediticia (Clasificadores de riesgo), a través de la clasificación del título efectuado por especialistas sobre la base de criterios objetivos de análisis.
- Mejora el riesgo a través del tiempo en el mercado.
- Permite la participación directa en grandes inversiones que por otros medios podría acarrear al ahorrista el desembolso de importantes sumas de dinero o le estarían vedadas.
- Le proporciona un nuevo instrumento financiero, posibilitando una mayor diversificación de su cartera de inversiones, a través de títulos con plazos superiores y/o riesgos menores que los activos subyacentes y que este inversionista no encontraba disponibles en el mercado.
- Le permite reducir el riesgo de descalce por los plazos y tasas, tanto de activos como de pasivos.
- Al tratarse una nueva alternativa de inversión, inicialmente podría permitirles mayores rentabilidades que las de instrumentos existentes en el mercado, aunque esta es una ventaja de corto plazo ya que se producirá un ajuste por los arbitrajes en los precios.

II.2.3 Para el Mercado Financiero.

- Se crea un nuevo instrumento de inversión ampliando la gama de activos financieros existentes en la economía y específicamente en el mercado de capitales.



- En la práctica constituye una nueva forma de financiamiento para las empresas.
- Da liquidez a una obligación que no era endosable o transable en el mercado secundario. Esta ventaja proviene del hecho de que es un nuevo activo financiero el que está transado, dado que no se trata de la cartera de créditos que lo respalden, la cual no es transable como activo financiero individual.
- Permite valorar la deuda a través del mercado. Esto implica valorar el riesgo del crédito del originador, como consecuencia de la valoración a precios de mercados de las deudas por cobrar por parte de alguna entidad clasificadora de riesgos, lo que permite estimar el precio del bono securitizado que se pretende emitir.
- El riesgo de la cartera de créditos es asumido por más de un agente como es la empresa propietaria de este activo. En efecto, ahora ese riesgo también es asumido por los inversionistas que compran el bono securitizado.
- Mayor desarrollo de mercados de valores, no tan sólo por la esencia del proceso de securitización como nuevo negocio, sino que también crea una nueva área de actividades en el caso de los intermediarios de valores, lo que ampliaría el campo para la colocación y transacción de títulos, puesto que la intervención de bancos de inversión, consultores, instituciones financieras, agentes de valores y clasificadores de riesgos, se da principalmente porque el bono securitizado emitido se puede diseñar especialmente para satisfacer las necesidades específicas de determinados inversionistas en cuanto a tasas, plazos, flujos, tributación y clasificación de riesgos.
- Permite una mayor eficiencia de los agentes del mercado, ya que con su misma infraestructura pueden generar nuevos negocios.

II.2.4 Para el Gobierno y Agentes Reguladores.

- Consolida el mercado de valores aumentando la oferta de instrumentos públicos a través de la creación del marco regulatorio adecuado.
- Profundiza mercados financieros, permitiendo a través de estos valores la participación de pequeños inversores en la adquisición de los mismos.

II.3 Desventajas de la Securitización.

- Se produce una reducción de los ingresos no operacionales del originador puesto que al vender la cartera a una tasa menor, éste no recibirá la totalidad de los intereses pactados con los deudores, es decir, uno realiza las ganancias de un año en particular, pero después ya no tiene los intereses por venta en el estado de resultado.



- Existen costos de transacción tales como: costo de inscripción, escrituras, fiscalización y, en general, de la oferta pública de valores. Estos costos influyen en la rentabilidad de la sociedad securitizadora al actuar como comisionista, disminuyendo el spread a percibir. A mayor abundancia las Normas IFRS obligan a los dueños a entregar dicha información.
- La divulgación de información privada a inversionistas y clasificadores. Esto puede implicar la pérdida del control absoluto de la información que generan los negocios, de las sociedades familiares y pocos propietarios. Esta desventaja, desde un punto teórico y de la teoría de mercados eficientes, no debería ser tal ya que si efectivamente hay mercados eficientes de todas formas la información por privada que sea igual será conocida en el mercado.

Como conclusión final, se puede afirmar que la contribución básica de la securitización está representada por la mayor oferta de instrumentos de inversión, tanto en cantidad como variedad, que proveerá al mercado y que además por tratarse de títulos con garantías, se constituirán en alternativas con menor riesgo.



CAPITULO III

“ESTRUCTURA DE UNA SECURITIZACION”

Los activos se pueden usar para respaldar instrumentos de deuda o instrumentos de patrimonio con características de un instrumento de deuda. Es fundamental que el valor de los activos, o el valor de los flujos que estos generan se puedan estimar. Se debe considerar los efectos contables e impositivos de securitizar el activo como una venta, o de alguna otra forma que permita la ley.

En el centro de la securitización está el proceso de estructuración, la misma institución (un banco o una compañía financiera) debe originar los préstamos, estructurar los términos, absorber el riesgo de crédito, financiar el activo, y la cobranza del principal e intereses. Bajo este sistema, muchas instituciones diferentes se ven envueltas, cada una jugando un rol funcional distinto. Por ejemplo, una institución podría originar el préstamo, otra como un banco de inversión podría estructurar la transacción dentro de un título de oferta pública, una tercera podría asegurar el riesgo crediticio, otra podría colocar el título con los inversionistas y transarlo en el mercado secundario, y finalmente otra institución podría servir el préstamo subyacente.

Una transacción financiera estructurada tiene tres partes: el colateral que respalda la transacción, la entidad que alberga la transacción, y la tercera es un conjunto de títulos emitidos por la entidad para financiar la transacción. El Principal estructurador trata de juntar todas las partes, más o menos simultáneamente para ganar un *spread* entre el costo del colateral y los recursos provenientes de la venta de los bonos securitizados. El resultado de la transacción financiera estructurada es una entidad independiente que posee los préstamos, contrata el servicio de éstos y la administración de los bonos, y emite sus propios instrumentos derivados. Esta entidad, es un intermediario que no origina nuevos préstamos, por lo tanto, el proceso de securitización descrito divide el mercado en originadores, intermediarios y servidores.

En los siguientes párrafos se describen los participantes involucrados, así como los derechos y obligaciones que estos tienen.



III.1 Participantes Involucrados Directamente.

a) El Originador.

Es la sociedad que requiere del financiamiento, originalmente dueña de los activos que se venderán a otra entidad, cuyo giro es la securitización como negocio central. El originador debe ser una sociedad que cumpla la gran mayoría o la totalidad de los siguientes requisitos:

- Otorgar créditos documentados, por letras, pagarés, mutuos y otros.
- Tener un volumen significativo de ventas y una cartera de créditos grande y homogénea dirigida a un mercado específico y objetivo, de características similares.
- Tener copado su acceso al crédito.
- No estar interesadas en emitir títulos de oferta pública directamente.

b) La Entidad Securitizadora.

Aquella que es independiente o relacionada con la originadora, que adquiere los activos y emite un bono securitizado respaldado por los activos ilíquidos, como son las carteras de créditos, pagarés, cheques a fecha no endosables del originador, y representar dichas garantías por un título homogéneo y transable en el mercado secundario, a cambio de un determinado flujo de recursos, que dependerá de la estructura jurídica que asuma.

En la realidad internacional hay casos en que la entidad securitizadora existirá primero y buscará una cartera de garantías que adquirir; en otros casos un originador tendrá definida esa cartera y buscará o contribuirá a crear una entidad securitizadora.

III.2 Participantes Involucrados Indirectamente.

a) Los Inversionistas o Tenedores de Título Emitido.

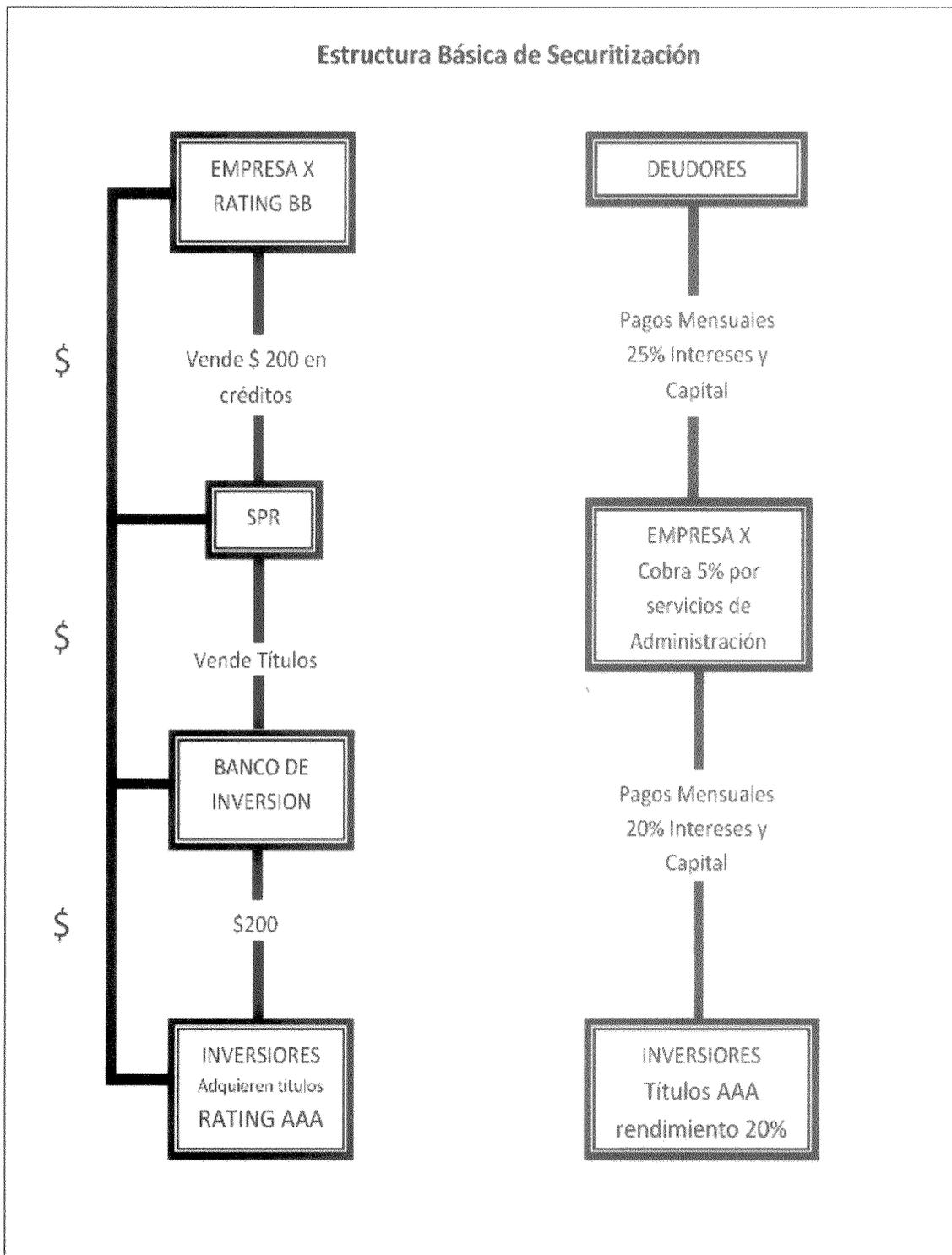
Son los que adquieren los títulos, los cuales están respaldados por los derechos sobre el flujo que genera la cartera o los instrumentos securitizados. Entre dichos inversionistas se pueden señalar: fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos mutuos, fondos de inversión y a otras instituciones financieras e inversionistas individuales.



b) Otras Entidades Participantes.

Debido a la complejidad de este proceso, adicionalmente se involucran: bancos comerciales, de inversión y agentes de valores, compañías de seguros, clasificadores o consultores de riesgos, entre otros.

III.3 Descripción del Funcionamiento de la Securitización.





En el cuadro se describe la securitización, explicando luego, las posibles relaciones que se derivan de la emisión de un bono securitizado. Mediante un ejemplo ficticio, el cual se verá en el capítulo, se describirá esta alternativa de financiamiento, poniendo esta vez mayor énfasis en la secuencia del proceso, más que en las diversas combinaciones y formas que puede generar la emisión de un título respaldado por una cartera de activos.

El originador que puede ser una empresa que otorga créditos de consumo tiene que transferir una cartera de cuentas por cobrar a una sociedad de propósito restringido, quien las va a adquirir. Esta sociedad de propósito restringido posee en sus activos estas cuentas por cobrar y, por el lado de los pasivos, emite los valores (instrumentos de deuda) con respaldo del activo, los cuales son vendidos a los inversionistas. El flujo que la sociedad de propósito restringido recibe del inversionista es usado para pagarle al originador, financiar la venta de las cuentas por cobrar, es decir, los fondos son entregados por la sociedad de propósito restringido al originador.

Aquí tiene que haber un agente “fiduciario”, un tercero, que se encargue de administrar los derechos que dan origen a que la sociedad de propósito restringido pueda pagarle la cartera de cuentas por cobrar al inversionista.

Desde el punto de vista financiero, la sociedad de propósito restringido no tiene un giro en sí mismo; es simplemente una estructura legal que permite mantener estos activos en su balance.

Por otro lado, debe existir un “mandatario”, que cumple el rol de comisión de confianza, equivalente a lo que en un banco son las comisiones de confianza, quien administrará y se preocupará de velar para que los derechos de los inversionistas estén bien protegidos. Este tercero ingresa al proceso con una carta de crédito o con una garantía de que existirá un respaldo para pagarle a los inversionistas.

Normalmente la administración de cobranza queda en manos del originador, puesto que éste, con mayor probabilidad, conoce mejor a su cliente y está en mejores condiciones de otorgar ese servicio.

En muchos casos el servicio de cobro es recurrente, no se agota en el pago o no pago de una cuota, ya que al proveer el servicio está en mejores condiciones para asegurarse el cobro, debido a que controla el servicio futuro.



Si el originador se queda con la cobranza, entonces tiene que garantizar que estos instrumentos van a ser pagados oportunamente. Los mecanismos que se utilizan son, cartas de crédito, fondos de reserva o disposición, básicamente de un monto de dinero que permita garantizar los créditos impagos.

Esto significa juntar en una sociedad con propósito restringido un conjunto de cuentas por cobrar con una cierta cantidad de dinero fresco, para tener una garantía adicional que compense cualquier variabilidad de la morosidad. Por último, también es posible que la sociedad con propósito restringido pueda devolver “EX-post”, una cierta cantidad de originales de cuentas por cobrar que ha adquirido.

En general, el originador es quien administra y cualquier utilidad que quede después del vencimiento de los bonos securitizados se le traspasa, pensando en esta retribución como un pago a la garantía provista por el originador de que la morosidad no va a pasar de un cierto límite.

Por otra parte, los bonos securitizados tienen que ser clasificados por alguna institución y para esto es necesario contar con algún mecanismo de clasificación de riesgo, de manera de establecer por medio de este tercero independiente la calidad crediticia del bono securitizado.



CAPITULO IV

“CLASIFICACION DEL RIESGO DE UNA SECURITIZACION”

En caso de que los activos estén constituidos por un conjunto grande de pequeños componentes (por ejemplo, una cartera de cuentas de tarjetas de crédito), se hace un análisis crediticio de tipo actuarial, analizando pérdidas históricas, tendencias de default y el comportamiento de activos comparables al que se estudia.

En el caso en que los activos a securitizar estén compuestos por un grupo pequeño, en el que cada componente represente una fracción importante del total de los activos, se analiza el riesgo crediticio de cada componente por separado.

En cualquier caso, la naturaleza del entorno económico y el de las condiciones generales de negocios que puedan influenciar el rendimiento de los pagos que generan los activos se analiza detalladamente.

IV.1 Calificación Crediticia.

Las agencias de calificación crediticia son parte esencial del estructuramiento de títulos de inversión. Analizando detalladamente los riesgos involucrados en cada aspecto de la emisión, éstas determinarán niveles mínimos de mejoramiento crediticio, con el propósito que la emisión pueda alcanzar una predeterminada calificación.

Las agencias de calificación crediticia no solo evalúan los riesgos financieros de la emisión, si no además, la documentación legal que respalda los títulos que se emiten. Igualmente se revisa la opinión de banca rota dado por los abogados del emisor. La finalidad es establecer que en caso de quiebra de la compañía cuyos activos se están securitizando, estos quedarán protegidos o separados de aquellos activos a los cuales tienen derechos el resto de los acreedores financieros de la compañía.

Producto de la importancia relevante que representa para el negocio de la securitización la clasificación de bonos, es que a continuación veremos la metodología de clasificación y para un mejor entendimiento, analizaremos esta sección desde el punto de vista de Feller Rate, conocida y respetada empresa mundial que se dedica a clasificar riesgos.

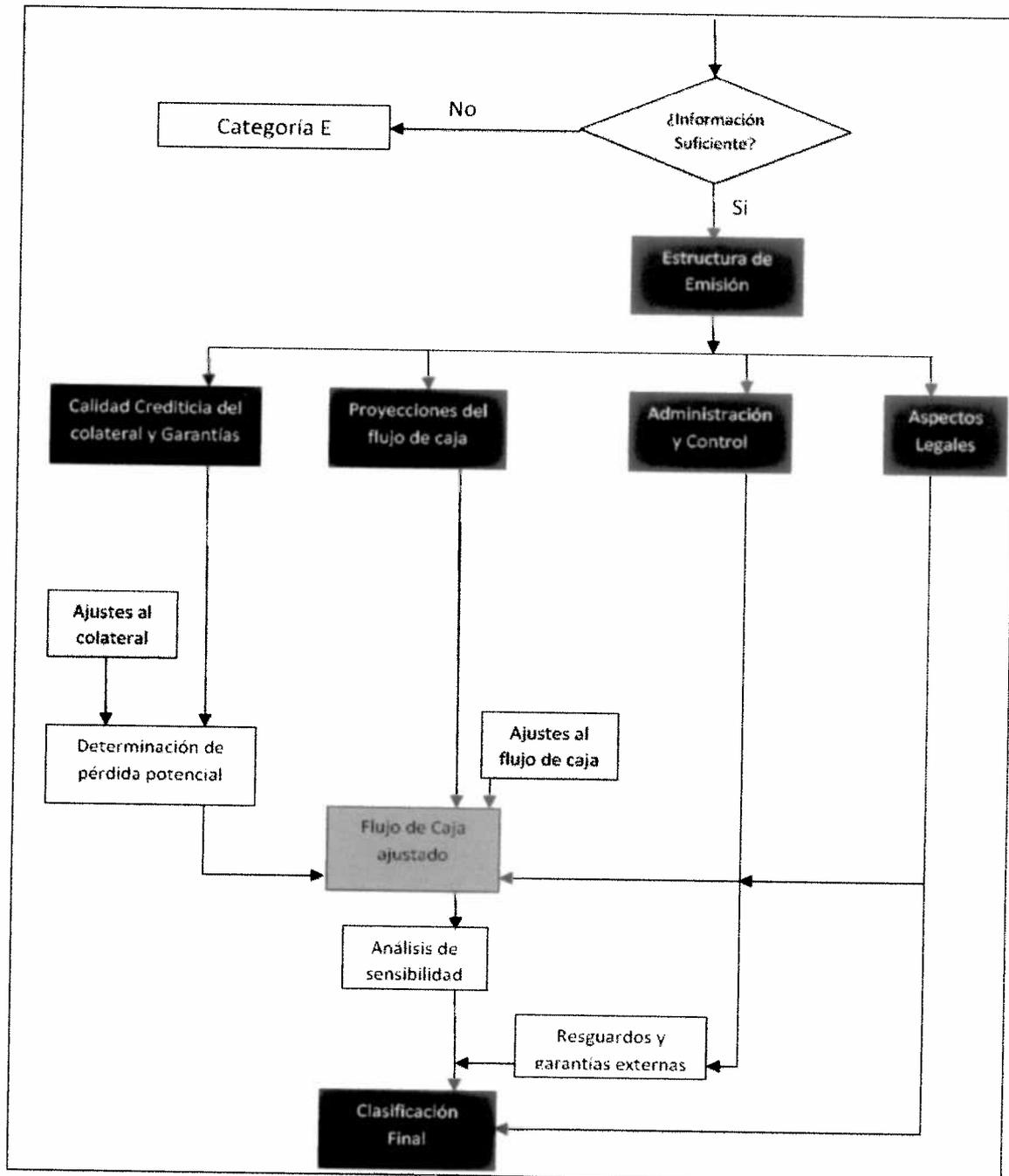


IV.2 Metodología General de Clasificación de Bonos de Securitización.

La clasificación de riesgo de bonos de securitización, como la de todo instrumento de deuda, es una opinión sobre la probabilidad que dicho título en tiempo y forma, conforme con lo prometido en el contrato de emisión. Estos bonos tienen como fuente exclusiva o principal de repago los flujos de caja de los activos entregados en garantía. Así, la clasificación difiere sustancialmente de la tradicional, en que la fuente de repago es la capacidad de pago de la empresa emisora.

En el siguiente gráfico se puede observar en forma simplificada la metodología de clasificación de bonos de securitización.

Clasificación de Bonos de Securitización según Feller Rate.





IV.3 Estructura de Emisión.

Se analiza las características generales de la emisión, tipo de activos que forman el colateral, grado de concentración del colateral, garantías y resguardos, agentes involucrados contratos y flujos de caja bases. Esto permite tener una visión global de la estructura de la emisión y de las variables de riesgo relevantes que deben ser observados, dentro del marco regulatorio respectivo.

Para cada categoría de clasificación se establecen los supuestos sobre el comportamiento de estas variables en escenario de crisis. Los supuestos generan ajustes que pueden afectar los ingresos generados por los activos que forman el colateral o directamente los flujos netos de caja del patrimonio separado.

IV.4 Calidad Crediticia del Colateral y Garantías.

En esta etapa se analiza el grado de certidumbre en el pago de los activos que forman el colateral, con el fin de proyectar los flujos de ingresos y el nivel de riesgo asociado a los originadores de los instrumentos de crédito o activos.

Para ello, un elemento previo a considerar es el grado de concentración de los activos que forman el colateral. En general, los colaterales conformados por activos concentrados en uno o pocos deudores, u otros generadores de ingresos primarios se evalúan individualmente, mientras en los portafolios diversificados la evaluación es de tipo actuarial.

Para el caso de los instrumentos de crédito, esta etapa es esencialmente cualitativa y considera los siguientes aspectos:

1. Proceso de Originación.
2. Características de la Cartera.
3. Garantías y Prendas.
4. Determinación de la Pérdida Potencial.

En el caso de securitización de activos concentrados, el análisis se efectúa individualmente. El colateral está conformado de flujos generados por empresas que tienen condiciones dominantes de mercado o tienen contratos de largo plazo con clientes de buena clasificación de riesgo. Según el tipo de estructura diseñada, el análisis de riesgo de este tipo de cartera puede recaer en la capacidad de las empresas generadoras de los flujos o en las de sus



IV.4.1 Proceso de Originación.

La evaluación de la calidad crediticia de los activos del patrimonio separado depende del tipo de activo securitizado. Según el tipo de activo, se define el énfasis que se la dará al originador y al proceso de originación.

En el caso de letras hipotecarias emitidas por instituciones bancarias el elemento fundamental es la calidad crediticia del banco emisor y en segundo lugar la calidad de los créditos asociados a esas letras.

En la evolución de proceso de originación se evalúan, entre otros aspectos, los antecedentes generales de la empresa, la preparación general de sus ejecutivos, la situación financiera, los volúmenes de negocios, los recursos con que cuentan y las proyecciones de recursos futuro. Además, se considera en la evaluación: la política crediticia, su formalización en manuales, su correspondencia o adecuación al marco legal, y el proceso de aprobación de las operaciones. En el caso de portafolios grandes se comprueba la consistencia del proceso de originación con las políticas, haciendo un muestreo aleatorio de algunas operaciones concretas, generalmente a través de la revisión de carpetas.

IV.4.2 Características de la Cartera.

La cartera de activos a securitizar es analizada en su conjunto, buscando las características que las distinguen. Si el portafolio está concentrado en unos pocos activos, se hace una revisión individual de los activos. Lo mismo sucede cuando el colateral está conformado por derechos sobre obligaciones o créditos de uno o pocos deudores.

Si el portafolio está compuesto por activos homogéneos y está suficientemente diversificado, se identifican las características que pueden ser relevantes para un análisis de riesgo del tipo probabilístico o actuarial.

En el caso de créditos hipotecarios, por ejemplo, algunas de las características que se identifican como condicionantes de la probabilidad de incumplimiento en el pago (default) de un crédito particular son: seguros tomados por el deudor, saldo de los créditos, valor de las garantías, razón deuda/garantía, carga financiera de los deudores, moralidad crediticia del deudor y comportamiento histórico de pago.



IV.4.3 Garantías y Prendas.

En la mayoría de los casos existen garantías y prendas que respaldan los créditos, que forman partes del colateral de un patrimonio separado. Estas pueden tomar la forma de garantías hipotecarias, estatales, bancarias o de terceros.

Si el colateral está formado por unos pocos activos que tienen garantía o prendas de algún tipo, Feller Rate considera en las proyecciones de flujo de ingresos, únicamente aquellos activos que en forma individual tengan una clasificación mayor o igual al patrimonio separado. En este caso, las garantías que no sean líquidas no se consideran en las proyecciones.

Un segundo caso es el de los grandes portafolios con créditos homogéneos y diversificados. En este tipo de colaterales, Feller Rate realiza un análisis actuarial, estimando un porcentaje de incumplimiento de pago y recuperaciones diferidas por liquidación de garantías. Para ello, se calcula para cada categoría de riesgo:

- La probabilidad de no pago de los créditos o default.
- El plazo de recuperación de garantía o ejecución de las mismas.
- La pérdida probable por caída del valor de las garantías y los costos asociados a su liquidación.
- Garantías externas: estatales, del originador, de terceros.

Estas estimaciones dependerán de las condiciones del contrato de crédito, del marco legal y de las características propias de las garantías. En el caso de garantías reales, las principales variables analizadas son:

- La evolución histórica, la situación y las proyecciones de precios de las garantías.
- La estabilidad y factores que provocan volatilidad de precios.
- Elasticidad-precio de la garantía con respecto a variables macro y microeconómicas.
- Su grado de liquidez.

Además, se revisan los aspectos legales relacionados al proceso de liquidación de garantías, transferencias de títulos, deudas preferentes, quiebras de sociedades o personas naturales e instancias de apelación. También se toma en cuenta el posible impacto político-social de dichas liquidaciones.



IV.4.4 Determinación de la Pérdida Potencial.

La metodología de Feller Rate contempla ajustes a los flujos futuros originados por la cartera de activos, de modo de reflejar sus pérdidas potenciales ante eventuales escenarios adversos.

➤ **Identificación de Variables Relevantes.**

Para determinar las pérdidas potenciales, se evalúan las principales fuentes de incertidumbre en los flujos futuros originados por los activos que forman parte del colateral. Para ello se identifican las principales variables de riesgo que condicionan estos flujos futuros.

Por ejemplo, para carteras de mutuos hipotecarios diversificados, dos de las variables más relevantes son: la probabilidad de incumplimiento de cada mutuo y el valor de las garantías en escenarios de crisis, en caso de liquidación.

➤ **Definición de Supuestos.**

Según el tipo de activos, y para cada categoría de riesgo, se determina supuestos base sobre el comportamiento de las variables que se han identificado como relevantes.

Supongamos, que el colateral está conformado por activos basados en ingresos de empresas de una industria específica, cuyo crecimiento depende del desempeño futuro de la compañía. Feller Rate podría establecer supuestos, para cada categoría de riesgo, sobre el crecimiento futuro PIB y sobre la elasticidad-ingreso de la demanda futura de dicha industria.

La determinación de los supuestos base se realiza mediante estudios del comportamiento históricos de pago de cada tipo de activos en diferentes situaciones de crisis, evidencias internacionales y apreciaciones cualitativas de expertos. Asimismo, se utiliza la información histórica que el originado es capaz de entregar respecto del comportamiento de sus activos.

La calidad de la información estadística y estudios de comportamiento de las variables relevantes en una securitización en particular, mejoran el grado de precisión de los supuestos y pueden incidir en mejores niveles de clasificación.

La magnitud de los escenarios de crisis es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo. Así, los supuestos y ajustes correspondientes a un escenario AAA son más exigentes que para uno AA, y los asociados a éste, mayores que los de un escenario A.

➤ **Aplicación de Ajustes.**

Los supuestos establecidos para cada categoría de riesgo, están relacionados directamente al tipo de activos y a un portafolio de calidad crediticia normal o estándar.



Sin embargo dos carteras conformadas por el mismo tipo de activos pueden tener diferente calidad crediticia. Feller Rate observa estas diferencias y aplica ajustes a los supuestos anteriormente definidos. Estos ajustes se aplican de acuerdo a las características particulares de la cartera en su conjunto o a cada activo en particular.

Para colaterales conformados por mutuos hipotecarios endosables, los ajustes se aplican crédito por crédito, en función del valor que toman algunas características como: la relación deuda/garantía, la relación dividendo/renta, la relación carga financiera/renta, el monto del crédito, la morosidad observada, la finalidad de la vivienda, las deficiencias crediticias en la originación.

Así, se obtiene la pérdida potencial de la cartera de activos que servirá para calcular el flujo esperado de los ingresos de cada crédito y el de la cartera en su conjunto. La cobertura entre pérdidas potenciales de una emisión es llamada sobrecolateral.

Algunas de las formas que puede tomar el sobrecolateral son: aporte inicial de capital por parte del emisor, spread de tasas entre los bonos y los activos, garantías líquidas de instituciones financieras que cubran los casos de default (cartas de crédito), formación de fondos de reserva contingentes generados mediante los mismos flujos netos de caja del patrimonio separado, subordinado de series, garantías estatales líquidas, reemplazo de los activos en default por parte del originador (si tiene alta clasificación de riesgo y así se determina contractualmente).

IV.5 Administración y Control.

Feller Rate debe tener la seguridad que todas las partes involucradas en la emisión van a cumplir sus obligaciones contractuales a cabalidad. Feller Rate deberá tener una opinión de la calidad crediticia de todo agente que intervenga en forma directa en la transacción, ya sea en la administración de activos, en la administración de dineros, en respaldos o garantías crediticias o financieras. Esta opinión puede basarse en una clasificación de riesgo formal o a través de una evaluación crediticia específica. En el primer caso, el agente deberá tener una clasificación de riesgo acorde con lo prometido y con la transacción que se está evaluando.

Generalmente, la contratación y los reemplazos de servicios, así como los respaldos o garantías financieras, están condicionados, en el contrato de emisión, a cierto nivel de clasificación.



Si cualquiera de estos agentes no cumple con una clasificación de riesgo apropiada, deberá establecerse un mecanismo de reemplazo por otras entidades que sí la cumplan. Lo mismo ocurre cuando, luego de la emisión, el agente cae en su clasificación por debajo de la requerida durante la vida del bono.

Una institución sin clasificación de riesgo puede eventualmente ser partícipe directo en la transacción, siempre que no otorgue un respaldo financiero, sino con otro tipo de obligaciones.

Si mantiene obligaciones financieras con el patrimonio separado, deberá efectuarse un análisis de riesgo acorde con dichas obligaciones, en lo que respecta a montos comprometidos y plazos.

➤ **Administración de los Activos.**

La cartera de activos que forman el colateral debe ser administrada apropiadamente, para que los flujos generados lleguen al patrimonio separado, en los montos y condiciones estipulados al momento de la emisión.

La ley chilena autoriza a la securitizadora a contratar los servicios de administración a terceros o efectuar la administración ella misma. Las obligaciones y facultades de las administradoras de cartera de patrimonios separados se establecen mediante contratos.

En el caso de una cartera de crédito, la evaluación de la administración deberá considerar, entre otros aspectos:

- Las políticas de cobranzas normales, prejudiciales y judiciales. Correspondencia de políticas con procedimientos efectivos. Su flexibilidad ante requerimientos del propietario de la cartera.
- La existencia de procedimientos formales de cobranza.
- Avisos a los deudores morosos.
- Los procedimientos de recaudación y transferencia de fondos.
- La capacidad y flexibilidad de su estructura organizativa y sus recursos, para cumplir con los estándares de administración de cartera comprometida.
- Los sistemas de información con que cuenta, la frecuencia de los controles, los programas computacionales y el almacenamiento de documentos.
- El desempeño histórico de los activos bajo su administración.
- Las características y condiciones de los avances comprometidos en el contrato de administración.



- Los compromisos contractuales del administrador a recomprar o sustituir créditos de mal desempeño o de pagar indemnizaciones, si corresponde.
- Las tarifas de los servicios de administración y los incentivos relacionados al desempeño de la cartera. El valor tarifa con respecto a los costos en que incurre al realizar las actividades de administración. La vigencia de las tarifas y los mecanismos de reajustabilidad.
- La situación financiera de la administradora.
- La propiedad de la administradora. Políticas de capitalización y retiro de dividendos.
- Sistemas de respaldo de los principales documentos de la transacción, ya sean escritos o informáticos. Sistemas de seguridad en el almacenaje de estos documentos.

La securitizadora debe tener la posibilidad de sustituir al administrador sin que estos impidan el pago oportuno de los cupones de los bonos. Además, se debe considerar cualquier conflicto de interés que pudiera tener la administradora, y que pudiera influir negativamente en los incentivos a la ejecución transparente de sus actividades de información y control. Por lo tanto, deberá informar cualquier relación que el administrador o sus filiales, pueda tener con el o los deudores de la cartera, garantes u otros agentes involucrados en la transacción.

➤ **Administración Maestra del Patrimonio Separado (Master Servicing).**

En una emisión de bonos securitizados, la fuente principal de repago es el conjunto de activos que forman el colateral de la emisión. El desempeño que tenga el colateral dependerá en alguna medida, de la calidad del seguimiento que se haga del comportamiento de la cartera. El control que realiza cada administrador de activos debe ser monitoreado y controlado. Este monitoreo o administración puede ser contratado por terceros o realizado por la misma securitizadora.

El monitoreo del comportamiento del colateral debe ser continuo y preciso. Deben existir indicadores del desempeño de la cartera que permitan el seguimiento fácil y exacto y que puedan activar decisiones correctivas.

Para ellos, la información relevante sobre el comportamiento del colateral debe ser consolidada y verificada. Luego, debe ser analizada en función de las proyecciones iniciales. De comprobarse negligencia por parte de los administradores en el servicio comprometido, o que la calidad de la información enviada es inexacta, incompleta o fraudulenta, la securitizadora deberá tomar las medidas del caso para evitar nuevos comportamientos similares o cambiar al administrador.



En algunos casos, es preciso hacer un seguimiento al precio de mercado de los activos que forman el colateral y/o al valor de las garantías, las tarifas vigentes de otros servicios pagados por el patrimonio separado, los cambios legales o tributarios, y otros elementos relevantes que puedan incluir en los flujos de ingresos o egresos futuros.

Hay otras actividades que deben ser realizadas por el administrador maestro externo o la misma securitizadora, como la contratación de servicios externos y otras actividades relacionadas al cumplimiento de los contratos firmados por la securitizadora, que pueden ser realizados por ella misma o subcontratados por terceros.

Todas estas actividades deben ser centralizadas y realizadas de manera continua, con el fin de garantizar el pago de los títulos de deuda de acuerdo a lo comprometido en el contrato de emisión. De no ser así, existe el riesgo de caer en incumplimientos del contrato. Feller Rate pone especial atención en la capacidad organizativa y de recursos del administrador maestro o de la misma securitizadora para cumplir con sus responsabilidades de seguimiento y control.

IV.6 Proyecciones de Flujo de Caja.

Esta parte del análisis se centra en las características de la estructura de pagos comprometidos en la emisión. Una emisión de bono de securitización puede tener diversas estructuras de pagos, que son determinantes a la hora de realizar el trabajo de clasificación.

El marco legal chileno define la operatoria y responsabilidades de los agentes que intervienen en los procesos de securitización. Sin embargo, existe cierto grado de flexibilidad que condiciona el enfoque que se da al análisis de flujos de cada emisión en particular.

La estructuración de la emisión responde a un proceso de ingeniería financiera muy cuidadoso del emisor, en el cual los ingresos netos ajustados, generado por el patrimonio separado, se calzan con los egresos por pagos de cupones de bonos, manteniendo los resguardos y reservas mínimas consideradas en el contrato de emisión.

➤ Proyección de Flujo Base.

Las características de la estructura de ingresos generados por los activos, la tabla de desarrollo de los bonos emitidos y los costos estimados del patrimonio separado, determinan las proyecciones base de ingresos y egresos.

Lógicamente para garantizar la factibilidad de la emisión, los flujos acumulados al final de cada período estimados sin ajustes, deben ser positivos durante la vigencia del bono. Para ello, se considera tanto la existencia de fondos de reservas como los retiros de excedentes permitidos en el contrato de emisión.



➤ **Ingresos Ajustados.**

A la proyección de ingresos base se le aplican las pérdidas potenciales estimadas en la etapa anterior que se proyectan nuevos flujos de ingresos originados por los activos.

En función de la estructura de la securitización en particular, se aplican supuestos adicionales sobre la forma como determinados escenarios de crisis pueden afectar los flujos de ingresos del patrimonio separado.

Por ejemplo, para mutuos hipotecarios endosables, los supuestos de Feller Rate aplica para todas las categorías de riesgo, y que afectan directamente al flujo de ingresos por la presencia de defaults, son:

- El primer defaults se produce en el mes trece.
- La distribución de los defaults es constante.

En los flujos de ingresos respaldados por hipotecas líquidas, también se incluyen las recuperaciones netas de gastos, por concepto de ejecución o liquidación de garantías producidas por eventos de defaults. Se considera un período pre-determinado entre el evento de defaults y la recuperación por liquidación de garantías o ejecución de las mismas. Este período depende del tipo de activo y el monto de las recuperaciones depende del valor ajustado de la garantía en el momento de la liquidación, para cada escenario de crisis.

Para mutuos hipotecarios endosables, por ejemplo, los supuestos de Feller Rate establece que la recuperación de garantías luego de 18 meses de ocurrido el default.

Los ingresos financieros producidos por los fondos de propiedad del patrimonio separado también se incluyen en los flujos. Estos fondos pueden haber sido originados por aportes iniciales de capital, prepagos, recuperaciones por liquidación de garantías, flujos netos acumulados, intereses acumulados, acumulación de excedentes no retirados, o por otros resguardos establecidos en el contrato de emisión.

Existe el riesgo de que los fondos no puedan invertirse a las tasas de rentabilidad estimadas al momento de emisión. Para atentar el riesgo, el emisor puede firmar contratos de largo plazo, con entidades de alta clasificación de riesgo, que le garantice una mínima tasa predeterminada. Ante la ausencia de estos contratos, Feller Rate calcula una rentabilidad de los fondos tomando en cuenta un vector de tasa pesimista, considerando las limitaciones al tipo de inversiones especificadas en el contrato de emisión.



➤ **Egresos Ajustados.**

Los egresos ajustados del patrimonio separado están conformados básicamente por tres componentes: el pago de cupones de los bonos, los costos imputables al patrimonio separado autorizados en el contrato de emisión y que incluyen los de administración de activos, y una partida para imprevistos.

El pago de cupones de los títulos de deuda se aplica a los flujos según la tabla de desarrollo programada y condiciones establecidas en el contrato de emisión. Si en éste así se estipula, la tabla de desarrollo se ajusta a situaciones que aceleren el pago de los bonos.

En el contrato de emisión se establecen los costos imputables al patrimonio separado por concepto de administración de cartera, representante de tenedores de bonos, custodia de activos, auditoría externa, seguros y otros servicios. **Ningún costo adicional, que no haya sido considerado en el contrato de emisión, debe ser imputable al patrimonio separado.** En éste se deben incluir los pagos actuales y máximos que serán considerados para los servicios prestados al patrimonio separado.

La determinación de los costos de administración de los activos es un elemento importante en el análisis. Feller Rate compara la tarifa acordada con la administradora, con respecto a los gastos normales para administrar la cartera en los términos pactados, y sus posibles fluctuaciones a lo largo del tiempo. Si el administrador es reemplazado, la tarifa máxima establecida en el contrato debe ser suficientemente atractiva, para que otro administrador pueda brindar sus servicios o, en su defecto, que la securitización por sí misma pueda realizar las actividades de administración, como se establece en la ley, sin disminuir la calidad de dicha administración.

A la proyección de costos se pueden aplicar ajustes, si existen indicios que los costos en el largo plazo pueden ser diferentes a los estimados. Esto, debido a la no existencia de contratos de largo plazo, o por que se presume que los costos futuros de renovación o reemplazo de prestadores de servicios del patrimonio separado, pueden ser mayores a los presupuestados.

La capacidad del patrimonio separado debe hacerse cargo de todos sus gastos, éste es tan importante como su capacidad de cumplir con el pago de los bonos emitidos. El no pago de los servicios contratados podría generar la terminación de los servicios o reclamos legales. También pueden surgir gastos legales o financieros relacionados a estos incumplimientos. Feller Rate asegura que el flujo de caja generado por los activos va a ser suficiente para cumplir con sus obligaciones. Además, es recomendable incluir una partida para imprevistos de monto determinado en función de la emisión y la volatilidad de los flujos de ingresos.



➤ **Resguardos y Garantías Externas.**

De acuerdo a la ley chilena, el patrimonio común tiene derechos a los excedentes generados por el patrimonio separado. Estos excedentes pueden ser retirados periódicamente, según se establezca en el contrato de emisión. Si no se establecen explícitamente dichos resguardos, Feller Rate supone que se retirarán todos los excedentes. Si existen resguardos que establecen límites a los retiros, Feller Rate supone que los retiros se harán por el máximo permitido.

Hay estructuras en las que el desempeño financiero del emisor, originador o garante, puede tener implicancias directas en las proyecciones de flujo del patrimonio separado. En estos casos, el contrato de emisión puede contemplar algunos resguardos que limitan el riesgo asociado al comportamiento de éstos. Lo más frecuente es observar que se condicione el retiro de excedentes del patrimonio separado al cumplimiento de ciertos indicadores financieros mínimos del emisor, originador o deudor. Estos indicadores mínimos limitan la capacidad de endeudamiento, situación de liquidez o cobertura de deuda.

En el flujo ajustado se ingresan estas restricciones que condicionan el retiro de excedentes y formación de fondos de reserva.

Un tratamiento diferente recibe, dentro de la clasificación de riesgo, la presencia de entidades que brindan respaldo financiero externo a la emisión y las garantías otorgadas por aseguradoras de bonos.

Las garantías en una emisión se evalúan sobre la base de su nivel de liquidez y el cumplimiento en las condiciones pactadas.

El agente que brinda la garantía deberá tener una clasificación de riesgo acorde con la transacción que se está evaluando. En ciertas estructuras, es posible que este agente no cuente con clasificación de riesgo. En tal caso, Feller Rate hace una evaluación de riesgo de esta entidad, que será función de las características del compromiso de respaldo asumido y sus plazos.

➤ **Análisis de Sensibilidad.**

La estructura de ingresos netos ajustados, incluidos fondos de reserva y otras garantías líquidas, debe ser suficiente para pagar cada uno de los cupones de los bonos en los plazos y condiciones pactados.

Los ajustes responden a supuestos específicos sobre el comportamiento de ciertas variables relevantes en el tiempo. El desempeño de dichas variables podría diferir marginalmente de los supuestos para el escenario de crisis analizados. Además, pueden existir variables que a pesar de no ser relevantes y por ellos no haber sido consideradas en los ajustes, podrían tener cierto impacto negativo en los flujos. Por ello, Feller Rate realiza un análisis de sensibilidad de dichas variables.



La determinación de la profundidad de las sensibilizaciones, estará en relación con la clasificación de riesgo evaluada.

En el caso de mutuos hipotecarios, algunas de las variables que se sensibilizan son:

- Porcentaje de la cartera que realiza prepagos voluntarios en forma periódica.
- Prepagos masivos durante ciertos períodos.
- Momento en que se produce el primer evento de default.
- Distribución de los eventos de default.
- Tasa de interés.
- Morosidad friccional o de corto plazo.

IV.7 Aspectos Legales.

Luego de haber analizado la estructura de emisión, las características del colateral y haber hecho las evaluaciones de flujo de caja, Feller Rate revisa cuidadosamente los antecedentes legales que formalizan la transacción. Para ello, evalúa el marco legal y regulatorio, los contratos de emisión y administración, y otros antecedentes legales relacionados a la emisión en particular.

La estructura legal de la emisión debe garantizar que los flujos de dinero, de información y operativos, se realicen en condiciones claras e inequívocas, con el fin de ser totalmente consistente con la estructura económica y financiera diseñada.

IV.8 Marco Legal y Regulatorio.

Aunque en algunos países ha sido posible la securitización de títulos sin una ley específica sobre la materia, la posibilidad de securitizar una cartera de activos depende de la existencia de un marco legal y regulatorio apropiado. Los principales aspectos normativos que se deben evaluar adecuadamente son: la quiebra de sociedades, las transferencias y venta de activos o instrumentos, y las características de los derechos sobre dichos activos.

Chile tiene en la Ley de Mercado de Valores, en sus leyes modificatorias, y en las normas de carácter general elaboradas por la Superintendencia de Valores y Seguros un marco legal explícito y adecuado, que establece los elementos básicos para el funcionamiento de este mecanismo.



La normativa establece una sociedad de giro exclusivo, llamada securitizadora, que puede formar uno o más patrimonios separados de su patrimonio común. Estos patrimonios separados cumplen con una característica esencial para el funcionamiento de este mecanismo, ser remotos a la insolvencia o la quiebra, tanto del emisor, como de los otros patrimonios separados de la securitizadora.

Los activos se enmarcan en una normativa legal establecida por la Superintendencia de Valores y Seguros, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, el Banco Central u otra entidad del gobierno. En ella pueden establecerse entre otros: los potenciales originadores, los motivos de la originación, los procedimientos de emisión y colocación, los montos de originación, la moneda, la reajustabilidad, la transferencia, el cálculo de intereses, los plazos, las formas de amortización, los períodos de pago, las fechas de pago, su liquidez, las garantías y la embargabilidad.

Un aspecto vital es la certeza de la transferencia total de cada uno de los activos que forman el colateral, incluyendo la transferencia de todos los derechos sobre dichos activos y, si es el caso, de las prendas y garantías asociadas. La normativa sobre los mecanismos, costos y plazos en la liquidación de garantías es otro de los elementos importantes en el análisis legal.

De no existir una normativa explícita sobre algún punto importante de los antes mencionados, Feller Rate puede solicitar al emisor un pronunciamiento legal independiente sobre la materia.

IV.9 Contrato de Emisión.

El documento principal que Feller Rate revisa para otorgar la clasificación definitiva de un bono de securitización, es el contrato de emisión. Frecuentemente los contratos son complejos y tienen un extenso proceso de elaboración y discusión. De ser necesario, Feller Rate puede revisar borradores finales de estos documentos, siempre que en ellos se establezcan claramente los aspectos principales de la emisión. La opinión final de Feller Rate estará condicionada a que las versiones definitivas de los documentos legales, sean consistentes con la estructura general de la emisión y los borradores finales revisados previamente.

En la norma de Carácter General N°58 de la Superintendencia de Valores y Seguros del 2 de marzo de 1995, y sus posteriores modificaciones, se establecen las pautas que rigen a las emisiones de títulos de deuda de securitización, su inscripción en el registro de valores, la difusión y publicidad de dichas emisiones y su información continua.



Para la inscripción en el registro de Valores la Superintendencia de Valores y Seguros requiere el contrato de emisión, el prospecto, y otros antecedentes relacionados con la emisión. En la NCG N°58 se describen detalladamente los elementos que deben contener cada uno de estos documentos.

IV.10 Otros Documentos Legales.

Parte importante de la evaluación legal recae en el contrato de administración de los activos. La NCG N°55 de la Superintendencia de Valores y Seguros del 27 de enero de 1995, y sus posteriores modificaciones regulan los elementos mínimos que deben contener los contratos de administración de los bienes que conformen el activo de los patrimonios separados.

Los aspectos más relevantes que Feller Rate toma en cuenta en la revisión de los convenios de administración de activos se señalaron anteriormente. De ser necesario, se revisan otros documentos legales que se consideren relevantes para una evaluación completa de los riesgos de la estructura de securitización específica.

IV.11 Clasificación Final.

La decisión respecto de la clasificación final de una emisión recae en el comité de clasificación de Feller Rate. En él, el analista responsable presenta un resumen de los antecedentes cuantitativos y cualitativos de la estructura de securitización que fundamenta la transacción, de acuerdo a la metodología planteada.

Dentro de los instrumentos representativos de deuda, Feller Rate distingue para efectos de clasificación los emitidos a plazo de vencimiento de hasta 1 año y aquellos a un plazo superior.

Los títulos de deuda de corto plazo se clasifican en una de las siguientes categorías de riesgo creciente: Nivel 1 (N-1), Nivel 2(N-2), Nivel 3 (N-3), Nivel (N-4), Nivel 5 (N-5).

Para el caso de bonos, Feller Rate emplea las siguientes categorías de riesgo creciente: AAA, AA, A, BBB, como indicativas de títulos de alta calidad crediticia o de “grado de inversión”; y BB, B y C para los de menor calidad crediticia o “no grado de inversión”. Adicionalmente, utilizan la categoría D para señalar un título que está en incumplimiento, ya sea total o parcial de algún pago comprometido. Para las categorías de riesgo entre AA y B, Feller Rate utiliza en algunas ocasiones la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.



Adicionalmente, la metodología contempla la asignación de un “Creditwatch” o Revisión Especial, que señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación esencial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una clasificación en “Creditwatch” cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose por tanto de antecedentes adicionales para revisar la clasificación vigente.

El que una clasificación se encuentre en “Creditwatch” no significa que su modificación sea inevitable. Las clasificaciones colocadas en creditwatch pueden tener una calificación positiva, negativa o en desarrollo. La designación positiva significa que la clasificación puede subir, si la designación es negativa, que puede bajar, la designación en desarrollo indica que puede subir, bajar o ser confirmada.



CAPITULO V

“CASO PRACTICO DE UNA SECURITIZACION”

En este capítulo nos referiremos al proceso de securitización desde el punto de vista práctico. Este análisis nos permitirá visualizar la forma en que se contabiliza, en todas sus partes, una securitización.

V.1 Ejemplo de una Securitización.

La empresa “The Taparahi Moa Inc. S.A.” (En adelante el Originador), se dedica a la venta de departamentos. El directorio decidió invertir en un nuevo negocio. El departamento de análisis de mercado de la empresa, después de un arduo estudio decidió financiarse a través de una securitización, de los flujos futuros, de su cartera de créditos hipotecarios, ya que, los créditos convencionales de financiamiento no cubren sus necesidades en cuanto a monto y plazos.

Para realizar esta operación, el gerente de finanzas, se ha contactado con su ejecutivo bancario quien le informa que dentro del mismo Banco existe un área destinada a la securitización de carteras de crédito, bajo el nombre de “A la Segura Securitizadora S.A.”, (en adelante la Sociedad Securitizadora). El ejecutivo a cargo de esta área le informa acerca de los costos asociados, los cuales son convenientes para el originador y por ende acepta la transacción.

Por otro lado, la Sociedad Securitizadora se ha contactado con un inversionista dispuesto a adquirir bonos.

Los datos, tasas y costos se detallan a continuación:

➤ Monto necesario por el Originador para su proyecto:	MM\$ 1.200.-
➤ Cartera de Créditos del Originador (Valor Presente):	MM\$ 1.500.-
➤ Spread Bancario por la Securitización:	2,69%
➤ Plazo de Financiamiento:	15 años
➤ Tasa de Interés para Inversionistas:	1,50%
➤ Gastos de Administración del Patrimonio Separado:	2,90%

Los bonos serán emitidos en dos series “A” y “B”, la primera serie serán los Bonos Seniors y la segunda, la serie B, serán los Bonos Subordinados.



A continuación presentaremos los pasos de un proceso simple de securitización, describiendo los asientos a contabilizar en el libro diario de cada uno de los participantes de esta transacción, el originador, la sociedad securitizadora (Patrimonio Común y Patrimonio Separado) y el inversionista. **Para un mejor análisis el proceso de securitización a ejemplificar, será solo de una cuota, demostrado todos los movimientos de pago, transferencias, costos y cierres del ejercicio.**

El primer paso después del contacto entre el originador y la sociedad securitizadora es la clasificación del riesgo de la cartera de activos. En nuestro caso será Feller Rate quien se encargará de esta clasificación. Una vez finalizado la clasificación viene la estructuración de los requisitos del contrato con el originador.

V.1.1 Clasificación del Riesgo de la Cartera de Activos.

El informe entregado por Feller Rate es el siguiente:

“La clasificación de riesgo asignada por Clasificadora de Riesgos Feller Rate Ltda. a los bonos emitidos por A la Segura Securitizadora S.A. se basa en los niveles de protección que otorgan los flujos esperados de los activos securitizados a cada una de las series clasificadas, ello en consideración al nivel de riesgo de dichos activos, los cuales están conformados por créditos hipotecarios, originados por The Taparahi Moa Inc. S.A.

La cartera de activos que respalda el patrimonio separado, ha sido originada entre los años 2005 a 2007, y su perfil responde a las políticas y experiencia que el originador tiene en relación con el otorgamiento de créditos hipotecarios.

Con respecto a la aplicación misma del modelo evaluativo utilizado por Feller Rate, en éste se han considerado, entre otras variables, las características particulares de los activos a securitizar, tipos de viviendas a financiar y perfil de pago de los deudores, las políticas de suscripción de contratos aplicadas por el originador y la capacidad de cobranza y de gestión del administrador.

De esta forma, de acuerdo con un proceso dinámico aplicado por Feller Rate, la cartera securitizada fue sometida a pérdidas que fluctuaron entre 2,42% y 12,40% con una media de 5,40%. En el presente patrimonio separado, esta pérdida es absorbida prioritariamente por el sobrecolateral implícito en la estructuración, el cual está dado por el diferencial de tasas de interés entre los activos y los pasivos que conforman el patrimonio separado.



La clasificación de los bonos serie A en categoría AAA, de los bonos serie B en categoría BB:

- La existencia de un marco legal y contractual adecuado que delimita en forma clara los derechos y obligaciones del patrimonio separado, de su administrador, de la sociedad securitizadora y de los tenedores de los bonos.
- El sobrecolateral ofrecido por la estructuración, el cual está representado por el diferencial de tasas entre los activos y pasivos que conforman el patrimonio separado.
- Un exceso de spread suficiente para dar cumplimiento a todas las obligaciones originadas por la emisión de los títulos de deuda preferente, incluida la eventualidad de sustitución del administrador de la cartera. Este asciende a 2,69%, calculado como el diferencial anual de tasas entre los activos y pasivos, menos los gastos anuales del Patrimonio Separado expresado como porcentaje de los bonos preferentes.
- La calidad de la originación, la cual se enmarca dentro de los parámetros de exigencia prevalecientes en el mercado y la experiencia del originador en la administración de los activos.
- La ausencia de riesgo inflacionario que conlleva al hecho que el flujo de los activos y pasivos del patrimonio separado estén sujetos a los cambios que experimente la unidad de fomento.
- En cuanto a los bonos serie B, éstos han sido clasificados en categoría BB dada su calidad de subordinados y a la mayor probabilidad de pérdida que pueden sufrir los tenedores de estos títulos (la pérdida probable esperada asciende a 3,98%). “

V.1.2 Requisitos del Contrato de Securitización.

The Taparahi Moa Inc. S.A. es una empresa que posee una larga y amplia experiencia en el mercado nacional. En la actualidad se han clasificado sus deudas de largo plazo en AA.

Los activos que conforman el patrimonio separado, créditos hipotecarios, han sido originados en un 100% por The Taparahi Moa Inc. S.A.

V.1.2.1 Requisitos Exigidos a los Potenciales Clientes.

Dentro de los requisitos mínimos exigidos a los clientes potenciales está en no tener una renta líquida inferior a UF 35; no tener protestos vigentes, ni deuda vencida, castigada o morosa. Además el cliente debe presentar un saldo neto positivo en su patrimonio personal, incluyendo los efectos del potencial crédito hipotecario.



Por otra parte, los procedimientos distinguen entre trabajadores dependientes, independientes y jóvenes profesionales, adecuando los requisitos de permanencia laboral del solicitante a las características propias de la actividad que desempeñan.

Cabe señalar que el o los codeudores solidarios deben cumplir con los mismos requisitos exigidos al deudor.

V.1.2.2 Seguros.

Dentro de los requisitos exigidos a los solicitantes de créditos se encuentra la obligación de presentar una declaración jurada de salud al momento de solicitar el crédito, condición necesaria para contratar un seguro de desgravamen. Éste último y la contratación de un seguro de incendio es de carácter obligatorio, no así un seguro de terremoto el cual es voluntario.

V.1.2.3 Documentación de Respaldo.

Documentación general: Cédula de identidad del postulante, certificado de matrimonio o declaración de soltería, declaración personal de salud y certificado de antecedentes comerciales.

Trabajadores Dependientes: Seis últimas liquidaciones de sueldo, certificado que se encuentra con contrato vigente y con carácter de indefinido por el empleador, liquidaciones de sueldo y certificado de cotizaciones de AFP de los últimos doce meses.

Independientes y Profesionales: Declaración anual de impuesto de los últimos dos años, boletas de honorarios emitidas los últimos seis meses, título profesional y certificado de iniciación de actividades.

Comerciantes: Declaración anual de impuesto de los últimos dos años, pagos mensuales de IVA de los últimos seis meses, dos últimos balance e iniciación de actividades.

V.1.3 Asientos Contables.

Una vez formalizado todos los contratos y las clasificaciones de riesgos se producen los movimientos contables.

Los montos que se apreciarán a continuación están expresados miles de millones de pesos.



V.1.3.1 Entrega del Activo a Securitizar.

Originador.

_____X_____		
Caja	1.500	
Cuotas Hipotecarias Securitizadas		1.500
G: Entrega de la Cartera de Activos a la Sociedad Securitizadora		
_____X_____		

La cuenta "Cuotas Hipotecarias Securitizadas" será tratada como complementaria de activo, dentro del rubro cuentas por cobrar, de la siguiente forma:

<u>Cuentas</u>	<u>MM\$</u>
Créditos Hipotecarios por Cobrar	2.000
Cuotas Hipotecarias Securitizadas	<u>(1.500)</u>
Créditos Netos	500

Securitizadora, Patrimonio Común.

_____X_____		
Patrimonio Separado	1.500	
Caja		1.500
G: Pago del Activo Securitizado		
_____X_____		

Securitizadora, Patrimonio Separado.

_____X_____		
Carteras Securitizadas	1.500	
Patrimonio Separado		1.500
G: Recepción del Activo a Securitizar		
_____X_____		

"Patrimonio Separado" es una cuenta puente, solo sirve para conectar el patrimonio común con el patrimonio separado en la sociedad securitizadora. Cada cargo que se realice en el patrimonio común debe ser abonado en el patrimonio separado y viceversa.



Inversionista.

El inversionista en esta etapa no participa por que él no sabe cual es la procedencia del bono que comprará, y en esta fase solo se vincula el originador con la sociedad securitizadora.

V.1.3.2 Emisión de los Bonos.

Serie	Bono	Monto MM\$	Riesgo	Fecha Vencimiento
Serie A	Bono Senior	1.200	AAA	Julio 2023
Serie B	Bono Subordinado	300	BB	Julio 2023

Originador.

_____ X _____		
Inversión en Bonos L/P	300	
Caja		300
G: Compra del Bono Subordinado		
_____ X _____		

Como en nuestro ejemplo solo se trata de una cuota, el bono será asignado a la cuenta "Inversión en Bonos L/P" dentro del largo plazo, pero al tratarse de más cuotas debe hacerse la correspondiente distinción entre corto y largo plazo.

El originador compra el bono subordinado para asegurar que parte de su cartera le será restituida y para minimizar su riesgo. El bono subordinado es el más riesgoso, por eso, al ser comprado por el originador se minimiza el riesgo de la inversión.

Securitizadora, Patrimonio Común.

_____ X _____		
Caja	1.500	
Patrimonio Separado		1.500
G: Emisión de Bonos		
_____ X _____		



Securizadora, Patrimonio Separado.

_____X_____		
Patrimonio Separado	1.500	
Oblig. Títulos de Deuda Securizados Senior		1.200
Oblig. Títulos de Deuda Securizados Subordinado		300
G: Emisión de los Bonos		
_____X_____		

Para la sociedad securizadora no es necesario separar entre bonos seniors o bonos subordinados, pero para mejor entendimiento del ejemplo serán separados.

Inversionista.

_____X_____		
Inversiones en Bonos L/P	1.200	
Caja		1.200
G: Compra del Bono Senior		
_____X_____		

Al emitir los bonos y ser comprados por el inversionista, y el subordinado por el originador, se termina la primera etapa del proceso, los pasos posteriores corresponden a los pagos de los bonos y la restitución de la cartera al originador.

V.1.3.3 Cobro Gastos de Administración.

Los gastos de administración del patrimonio separado son cobrados al originador por el patrimonio común de la sociedad securizadora.

Cálculo del Gasto de Administración.

Monto Bonos	*	% Gastos de Administración	=	Valor a Resultado
MM\$ 1.500	*	2,90%	=	MM\$ 43,50.-

Originador.

_____X_____		
Gastos Financieros	43,50	
Caja		43,50
G: Pago por Administración del Patrimonio Separado		
_____X_____		



Securitizadora, Patrimonio Común.

_____ X _____		
Caja	43,50	
Ingresos por Administración de P.S.		43,50
G: Cobro por Administrar el Patrimonio Separado		
_____ X _____		

Este cobro se realiza mensual, semestral o anualmente, dependiendo del tipo de contrato. Se formaliza a través de una factura, pero para una mejor apreciación lo presentamos como un gasto directo.

V.1.3.4 Pago de Spread e Intereses.

El pago de los intereses al inversionista se realiza a través del cobro del spread al originador, esta transacción la realiza el patrimonio separado de la sociedad securitizadora.

Cálculo del Spread.

Monto Bonos	*	% Spread	=	Valor a Resultado
MM\$ 1.500	*	2,69%	=	MM\$ 40,35.-

Cálculo del Interés Bono Senior.

Monto Bonos	*	% Interés	=	Valor a Resultado
MM\$ 1.200	*	1,50%	=	MM\$ 18,00.-

Cálculo del Interés Bono Subordinado.

Monto Bonos	*	% Interés	=	Valor a Resultado
MM\$ 300	*	1,50%	=	MM\$ 4,50.-

Originador.

_____ X _____		
Comisiones por Securitización	40,35	
Caja		40,35
G: Pago del Spread al Patrimonio Separado		
_____ X _____		



<hr style="width: 20%; margin-left: auto; margin-right: 0;"/> X		
Caja	4,50	
Intereses Ganados por Inversiones		4,50
G: Recepción de los Intereses por Bono Subordinado		

X

Securizadora, Patrimonio Separado.

<hr style="width: 20%; margin-left: auto; margin-right: 0;"/> X		
Caja	40,35	
Ingresos por Securitización		40,35
G: Cobro de Spread al inversionista		

X

Intereses por Títulos de Deuda	22,50	
Caja		22,50
G: Pago de Intereses a los Inversionistas		

X

Inversionista.

<hr style="width: 20%; margin-left: auto; margin-right: 0;"/> X		
Caja	18,00	
Intereses Ganados por Inversiones		18,00
G: Cobro de Intereses por Bono Senior		

X

Al igual que el cobro de la comisión estas transacciones se realizarán según lo que se indique en el contrato.

V.1.3.5 Restitución de la Cartera de Activos y Pago de los Bonos.

Pasado los quince años y sus correspondientes amortizaciones de gastos de administración, spreads e intereses, corresponde generar la restitución de la cartera de créditos hipotecarios desde la securitizadora al originador y el pago del capital de los bonos, senior y subordinado, a los inversionistas.



Originador.

_____ X _____		
Cuotas Hipotecarias Securitizadas	1.500	
Caja		1.500
G: Restitución de la Cartera de Activos		
_____ X _____		
Caja	300	
Inversión en Bonos L/P		300
G: Cobro del Bono Subordinado		
_____ X _____		

Securitizadora, Patrimonio Común.

_____ X _____		
Caja	1.500	
Patrimonio Separado		1.500
G: Restitución de la Cartera de Activos al Originador		
_____ X _____		
Patrimonio Separado	1.500	
Caja		1.500
G: Pago del Capital a los Inversionistas		
_____ X _____		

Securitizadora, Patrimonio Separado.

_____ X _____		
Patrimonio Separado	1.500	
Carteras Securitizadas		1.500
G: Restitución de la Cartera de Activos al Originador		
_____ X _____		
Oblig. Títulos de Deuda Securitizados Senior	1.200	
Oblig. Títulos de Deuda Securitizados Subordinado	300	
Patrimonio Separado		1.500
G: Pago del Capital a los Inversionistas		
_____ X _____		



Inversionista.

_____X_____		
Caja	1.300	
Inversión en Bonos L/P		1.300
G: Cobro del Bono Senior		
_____X_____		

V.1.3.6 Cierre del Patrimonio Separado.

Securitizadora Patrimonio Común.

_____X_____		
Patrimonio Separado	17,85	
Ingresos Ganados por Securitizaciones		17,85
G: Traspaso del Resultado al Patrimonio Común		
_____X_____		

Securitizadora Patrimonio Separado.

_____X_____		
Resultado del Ejercicio	17,85	
Patrimonio Separado		17,85
G: Traspaso del Resultado al Patrimonio Común		
_____X_____		

Al traspasar el excedente de utilidades desde el patrimonio separado al patrimonio común, se da por terminado el proceso de la securitización.

V.2 Valoración de una Securitización.

“El Marco Conceptual para la Preparación y Presentación de los EE.FF.” explica en sus postulados básicos sobre el concepto de devengado, según este postulado las transacciones o hechos contables deben reconocerse cuando ocurren para una mejor comprensión y mejor toma de decisiones.

Esta misma norma indica que tipos de transacciones deben ser incorporadas a los estados financieros, debe ser un elemento que cumpla con los siguientes dos criterios:

- Que su beneficio económico este asociado con una partida llegue o salga de la empresa.



- Que la partida tenga un costo o valor que pueda ser medido con fiabilidad.

Al cumplir con estos criterios la transacción está calificada para ser incorporada en los estados financieros.

Actualmente la normativa de contabilidad aceptada en Chile no contempla instrucciones específicas sobre las operaciones de securitización, por lo que de acuerdo a lo señalado en el Boletín Técnico N°56, corresponde aplicar las Normas Internacionales de Contabilidad.

En términos generales, la securitización es el proceso de agregar los derechos de cobro futuros y venderlos como un título negociable. Por lo tanto, su valoración debe ser fiable y razonable, en la NCG N° 190 del 27 de diciembre de 2005, la Superintendencia de Valores y Seguros indica el tratamiento que se le debe dar a una securitización, en resumen, indica que deben ser tratados dentro del rubro de las existencias todos los activos que están destinados a formar parte de un patrimonio separado. Se deben considerar los activos a Securitizar a su valor de costo de adquisición, neto de provisiones.

V.3 Contabilización de una Securitización en base a Normas Internacionales de Información Financiera.

De acuerdo a normas internacionales, las operaciones de securitización deben ser contabilizadas de acuerdo a los criterios contenidos en la NIC 39 “instrumentos financieros; reconocimiento y valoración”.

La norma establece básicamente que la sociedad securitizadora debe contabilizar esta transacción en un patrimonio separado o reservado, en el cual debe imputar todos aquellos movimientos que tengan relación con el proceso de securitización, hablamos del reconocimiento de ingresos o gastos que tengan relación con la emisión de los bonos o la securitización de una cartera de mutuos o créditos.

La figura que se plantea en una sociedad securitizadora es muy interesante desde el punto de vista de la auditoria de estados financieros, existe un patrimonio común, el de la empresa securitizadora y por otro lado habrán tantos patrimonios separados como procesos de securitización este llevando a cabo, es aquí donde se genera el problema, cómo congeniar los patrimonios separados con el patrimonio común en la sociedad securitizadora.

Para hacer esto se utiliza una cuenta puente, una cuenta que estará presente en el patrimonio común y en los patrimonios separados, el beneficio práctico que tendrá esta cuenta es que permitirá relacionar todos los patrimonios separados que la sociedad pueda tener con su único patrimonio común, todo cargo que se realice en el patrimonio común de la sociedad securitizadora debe significar un abono en alguno de los patrimonios separados que la sociedad maneje y viceversa. Es posible comparar este tratamiento contable al que utilizan las empresas que manejan contabilidad en doble moneda, estas empresas utilizan una cuenta puente denominada habitualmente “conversión” para comunicar su contabilidad en pesos con su o sus contabilidades en otras monedas. En el caso de nuestro ejemplo denominamos a la cuenta puente “Patrimonio Separado”, en el caso de haber más de un patrimonio separado, como es lo habitual en una empresa de este tipo se deberá usar una nomenclatura mucho más amplia para identificar correctamente todos los movimientos realizados entre patrimonios.



El auditor a cargo de revisar estas transacciones debe poner más de la habitual atención a esta situación, pues de no estar correctamente calzadas las cuentas puentes entre el patrimonio común y el separado estaría presenciando una anomalía en la contabilidad de la securitizadora.

V.3.1 Registro del Bono Subordinado.

El bono subordinado proveniente del proceso de securitización que se mantenga en el activo deberá valorarse a su valor razonable, considerando los flujos futuros netos estimados del patrimonio separado, luego de pagar el bono principal y todas las obligaciones remanentes.

V.3.2 Registro de Cuentas por Cobrar al Patrimonio Separado.

En los contratos de securitización la compra de créditos hipotecarios por parte del patrimonio separado, se realiza tanto para los créditos originales, con una parte pagado al contado y otro a plazo. El pago del precio se realiza en la medida que los flujos de caja del patrimonio separado sean positivos, de acuerdo con la prelación de pagos establecida en el contrato respectivo. Por consiguiente atendida la contingencia de este activo se deberá dar un tratamiento similar al bono subordinado, esto es, se registrará a su valor razonable.

V.3.3 Valor Razonable

Se entenderá por valor razonable el precio que alcanzaría un instrumento financiero en un determinado momento, en una transacción libre y voluntaria entre partes interesadas, debidamente informadas e independientes entre sí.

Por lo tanto el valor razonable de un instrumento financiero debe estar debidamente fundado y reflejar el valor que la entidad recibiría o pagaría al transarlo en el mercado. Dicho valor no incluye los costos en que se incurriría para vender o transferir los instrumentos de los que se trate. El valor razonable puede ser calculado a precio de mercado o de modelación.

Se entenderá por valor razonable de la cuenta por cobrar el valor que incorpore todos los riesgos de no recuperar este activo.



CONCLUSION

La securitización es una operación financiera por medio de la cual una sociedad especializada emite bonos en el mercado, los cuales tienen como respaldo un activo previamente evaluado que generará flujos en el futuro, es decir, transformará activos ilíquidos, heterogéneos, con un riesgo de crédito significativo y transables en un mercado muy restringido en valores o títulos líquidos, homogéneos, transables, con un bajo riesgo de crédito y que pueden acceder a un mercado secundario más amplio. Con este proceso, se flexibiliza la gestión financiera de las empresas o instituciones financieras, facilitando el acceso a financiamiento para operar con mayor fluidez y más eficientemente, de esta manera la empresa que realiza la securitización de sus activos puede obtener recursos financieros a un costo más bajo en relación a otras opciones de financiamiento existente en el mercado. Si bien hasta el momento la emisión de bonos securitizados ha sido esencialmente respaldado por mutuos hipotecarios, canalizando sus recursos hacia el sector inmobiliario.

La Superintendencia de Valores y Seguro ha emitido las Normas de Carácter General números 58 y 59 del 02 de Marzo 1995, 67 de 05 de Septiembre 1996, 94 de Marzo 2000 y 214 de fecha 01 de Febrero de 2008, en las cuales permitió ampliar la gama de activos que pueden ser securitizados, como por ejemplo los créditos y derechos sobre flujos de pagos emanados de obra pública, de bienes nacionales, de infraestructura o de sus concesiones y en general, todo crédito o derecho que conste por escrito y tenga el carácter de transferible.

A pesar del esfuerzo legislativo, en nuestro país, a objeto de perfeccionar el proceso de securitización, todavía no ha sido posible el logro de los siguientes objetivos:

- Ampliar las posibilidades de financiamientos para la sociedad.
- Disminuir los costos de financiamiento.
- Dar mayor profundidad al mercado y nuevas alternativas de financiamiento.

Uno de los principales riesgos en la securitización de activos, corresponde a la asignación de la calidad crediticia de éstos. Este proceso es realizado por las clasificadoras de riesgo. Una de las crisis más grandes presentadas en EEUU, denominada “**Crisis Subprime**”, se vio involucrada una entidad clasificadora. Esta fuerte crisis fue provocada por el otorgamiento de préstamos hipotecarios para personas que no cumplían con los requisitos mínimos para comprar casas (subprime mortgages) e igualmente las agencias clasificadoras de riesgo se equivocaron y subestimaron la calidad crediticia de estos préstamos.



Las subidas en las tasas de interés para poder controlar la inflación, provocaron un incremento en las tasas de morosidades y como consecuencia las entidades involucradas comenzaron a tener problemas de liquidez, en el plazo de un año la crisis fue trasladada a la Bolsa, lo cual afectó los índices bursátiles y los mercados internacionales, arrastrando por este concepto a uno de los bancos de inversión más grandes de EE.UU. llamado Bear Sterns.

Nuestro país no ha quedado ajeno a esta realidad, introduciendo este mecanismo de financiamiento a través de la promulgación y publicación de la Ley N° 19.301 de 1994, esta actuó de forma tímida y dejando el desarrollo del mismo en manos de agentes públicos como la Superintendencia de Valores y Seguros. Posteriormente, por medio de la Ley N° 19.623, el sistema fue perfeccionado, produciéndose un incremento en la utilización de esta figura a nivel local.

Ahora bien, no cabe duda que en nuestro país no se ha desplegado con plena potencialidad la securitización, desarrollándose ésta, básicamente, respecto de créditos con garantías hipotecarias. Al igual que se produjo en los inicios de la securitización en EE.UU, a la fecha, en nuestro país ya se han visto casos como la securitización de la forestación de bosques o la securitización de créditos universitarios, ambos avalados por el gobierno, por lo que todo hace indicar que el camino de crecimiento de la securitización tenderá hacia los flujos futuros de diversas clases de créditos o activos.

Cabe preguntarse las razones del lento desarrollo de la securitización en Chile. En este sentido, es necesario considerar que la securitización permite el acceso al mercado de capitales a entidades que por su naturaleza no tienen acceso al mismo, lo cual teóricamente abre las puertas para que dichas entidades puedan optar a formas alternativas de financiamiento.

Resulta probable que actualmente la securitización no represente una alternativa financiera atractiva dados los costos asociados, los cuales no son lo suficientemente competitivos en comparación a las formas de financiamiento clásico, por lo que se sigue obrando por estas últimas. En este sentido, el mercado no ha sido lo suficientemente profundo como para masificar esta forma de operación, de forma tal que los costos asociados puedan ser disminuidos conforme a las reglas de la oferta y la demanda.

Por otra parte, es necesario reconocer la desconfianza de los inversionistas nacionales en adquirir productos nuevos como éstos, junto con la aversión al riesgo que es propio de nuestra idiosincrasia.



Para finalizar, es interesante destacar el poco conocimiento que existe sobre la securitización, encontrándonos con pocas personas que saben al respecto y es muy poca la información que se puede encontrar. De acuerdo al ejemplo práctico es fácil percatarse de lo complicado que es para la sociedad securitizadora generar los movimientos entre sus patrimonios y ante la ausencia de una norma, sea nacional o internacional específica. Su estudio y aprendizaje es muy complejo y por ende, su revisión desde el punto de vista de una auditoria de estados financieros es muy complicada. El auditor no solo debe revisar y analizar las transacciones de la sociedad securitizadora con el mercado en general, sino que también, los movimientos que la sociedad realiza entre sus patrimonios.

En definitiva, la plataforma legal actual del esquema de securitización chileno es razonablemente apta, pero para su desarrollo futuro, lo cual es de esperar que ocurra en el transcurso de los próximos años, la normativa existente deberá mejorar en la medida que el mercado se profundice y los costos asociados a la operación se hagan más competitivos.



ANEXO N° 1

“TABLA DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS”

Categoría	Definición
AAA	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía.
AA	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía.
A	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenecen o en la economía.
BBB	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenecen o en la economía.
BB	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenecen o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de intereses y del capital.
B	Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenecen o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y del capital.
C	Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con la capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital.



D	Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, presentando incumplimiento efectivo de pago de intereses o de capital, o requerimiento de quiebra en curso.
E	Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.



REFERENCIAS

- [1] Pérez M., Francisco; “Securitización: Una nueva herramienta financiera”, Tercer Congreso de Finanzas, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago, 29-30 de agosto de 1990.
- [2] Calce, equilibrar en términos de plazos o en términos monetarios los activos y los pasivos de la empresa, en el caso de los plazos calzar que para el vencimiento de una deuda en 10 años, exista un activo cobrable en esa fecha que asegure los flujos; en términos monetarios asegurarse de tener flujos, por ejemplo a través de forwars, para evitar los problemas de tipo de cambio.
- [3] Fondo de Garantías Complementarias y Apoyo a Proyectos Productivos del Estado.
- [4] Ley de Mercado de Valores N° 18.045 del 22 de octubre de 1981, Ley de Mercado de Valores N° 19.301 del 19 de marzo de 1994 y Norma de Carácter General N° 214 de la Superintendencia de Valores y Seguros del 1° de febrero de 2008.



BIBLIOGRAFIA

LIBROS

- Título: "Instrumentos de Financiamiento de Inversión, Factoring, Leasing, Securitización, ADR."
Autor: Rigoberto Parada Daza.
Editor: Editorial Jurídica Conosur
Fecha Publicación: 1995

- Título: "Una forma de financiamiento estructurado: La securitización, y un análisis en paralelo."
Autores: Mauricio Alejandro López Lastra.
Juan Pablo Baraona Rufatt
Editor: Universidad de Chile.
Fecha Publicación: 2003

CONGRESOS

- Título: "Securitización: Una nueva herramienta financiera", Tercer Congreso de Finanzas, Pontificia Universidad Católica de Chile.
Orador: Francisco Pérez M.
Fecha Congreso: Santiago, 29-30 de agosto de 1990.

REVISTAS

- Nombre Revista: "PHAROS", Revista Semestral de la Universidad de las Américas.
Artículo: "Crédito de Largo Plazo, Securitizable, para Educación Post-Escolar".
Autor: Beatriz Gimbernat D.
Editor: Universidad de las Américas.
Fecha Publicación: Noviembre-Diciembre de 2002.



NORMATIVA

- “Marco Conceptual para el Preparación y Presentación de los Estados Financieros”, aprobado por el Honorable Consejo Nacional del Colegio de Contadores de Chile A.G. en su sesión ordinaria del 18 de abril de 2006.
- Boletín Técnico N° 56, aprobado por el Honorable Consejo Nacional del Colegio de Contadores de Chile A.G. en su sesión ordinaria del 23 de septiembre de 1997.
- Ley de Mercado de Valores N° 18.045, del 22 de octubre de 1981.
- Ley de Mercado de Valores N° 19.301, del 19 de marzo de 1994.
- Ley N° 19.623 Sobre Securitización y Depósitos de Valores, del 26 de agosto de 1999.
- Norma de Carácter General N° 58, de la Superintendencia de Valores y Seguros, del 02 de marzo de 1995.
- Norma de Carácter General N° 59, de la Superintendencia de Valores y Seguros, del 02 de marzo de 1995.
- Norma de Carácter General N° 67, de la Superintendencia de Valores y Seguros, del 05 de septiembre de 1996.
- Norma de Carácter General N° 94, de la Superintendencia de Valores y Seguros, del 10 de marzo de 2000.
- Norma de Carácter General N° 190, de la Superintendencia de Valores y Seguros, del 27 de diciembre de 2005.
- Norma de Carácter General N° 214, de la Superintendencia de Valores y Seguros, del 01 de febrero de 2008.
- Norma Internacional de Contabilidad N° 39, del 01 de enero de 2005.

PAGINAS WEB

- www.google.com
- www.feller-rate.cl



INTEGRANTES Y FIRMAS

Profesor Guía:

Claudio R. Olate Connell.

Integrantes:

Andrés E. Figueroa Espinoza.

Carolina J. Paredes Ortiz.

Cristian A. Velásquez Tapia.

Germán E. Sánchez Mayorga.

Rodrigo M. Reyes Banda.