

Se seca el mercado de bonos securitizados. 2013 sin emisión

Punto de Vista

Securitización, un instrumento confiable

—por ALDO REYES—

Varios factores influyeron en el prácticamente nulo dinamismo que han alcanzado, como la crisis subprime, La Polar e incluso, la complejidad de su estructura.

D.MORCHIO Y P.POBLETE

—La evolución del número de bonos securitizados inscritos en la Superintendencia de Valores (SVS) refleja que este tipo de instrumentos pareciera estar en franca extinción. Y es que las cifras no son muy auspiciosas: en lo que va del año aún no hay ningún bono inscrito. ¿Qué fue lo que pasó que terminó por secar este mercado?

El director ejecutivo de Feller-Rate, Marcelo Arias, explica que en 2004 se produjo el primer gran escenario de estrés. “La fuerte baja en los tipos de interés desembocó en un crash de refinanciamiento masivo de créditos hipotecarios que afectó de manera transversal la industria de financiamiento de vivienda (...) El impacto en el mercado de securitización llegó por la vía del prepago anticipado de varias transacciones vinculadas a carteras de créditos hipotecarios originadas en el sector bancario”.

Desde 2006, el número de bonos inscritos ha venido cayendo casi constantemente (ver gráfico). Y es que al fenómeno de 2004, le siguieron otros factores que incrementaron esta verdadera “sequía”, como la crisis subprime (este tipo de instrumentos aparecía como una de las causas). Arias agrega que “el mercado local se vio influido por las coyunturas asociadas a algunos actores del retail, segmento que venía gestionando varias operaciones de securitización”. En ese sentido, para el gerente general de Banchile Securitizadora, José Vial, “la crisis de La Polar llevó a los inversionistas institucionales y al mercado financiero en general, a buscar instrumentos de alta liquidez y bajo riesgo, descartando aquéllos



● **¿Qué pasó?** Las colocaciones de bonos securitizados ha sido decreciente, tras la crisis subprime.

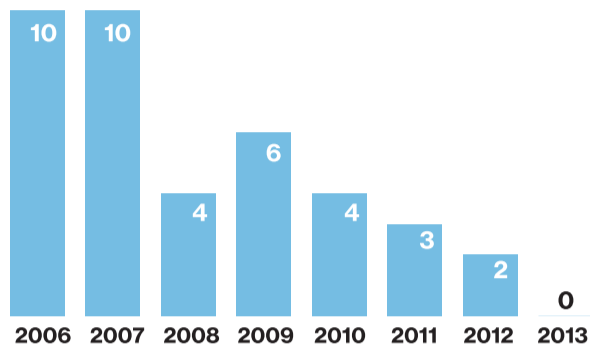
● **¿Qué son los bonos securitizados?** De acuerdo a la definición publicada por la SVS, son instrumentos de deuda emitidos por sociedades anónimas securitizadoras.

● **¿Cuál es el objetivo de estos instrumentos?** Básicamente, buscan anticipar los flujos de ciertos activos financieros de una empresa o institución financiera, tales como créditos hipotecarios, créditos automotores, contratos de leasing, tarjetas de crédito, cuentas por cobrar, etc., que son cedidos por el originador de esos activos o por el tercero que los detente, a esa sociedad securitizadora.

Según Feller-Rate, si bien este año no hay inscripciones, desde el inicio (1994) se han generado más de 100 transacciones, con un volumen de emisión acumulado total por más de US\$5.000 mills., sustentadas en diversos tipos de activos subyacentes.

Bonos securitizados inscritos en SVS

Número de bonos inscritos cada año



FUENTE: Superintendencia de Valores.

Paulina Padilla • PULSO

que en su estructura involucran mayor complejidad”. Esto, pese a que “el bono securitizado ha demostrado una excelente performance en tiempos de crisis. Por ejemplo, en el caso de La Polar el bono securitizado se pagó en su totalidad, lo que no ocurrió con los bonos corporativos”, agrega.

Pero además, hoy los intereses del mercado están en otras alternativas de financiamiento. El responsable credit Santander GBM, Cristián Eguiluz, recuerda que “hemos visto que el apetito por riesgo se ha incrementado por parte de los inversionistas institucionales. En efecto, compañías con rating A o BBB han colocado bonos en el mercado de capitales local y han sustituido bonos securitizados por bonos corporativos”.

Las propias características de estos bonos tampoco han contribuido mucho a su reactivación. Desde Fitch Rating, Juan Pablo Gil señala que “una securitización es un producto más caro para el emisor. Obviamente, tiene otro tipo de costos, entonces, eso también hace que sea menos rentable para ellos”.

Pero mientras este mercado retrocede, otras fuentes de financiamiento aprovechan el espacio. “Con el nivel de tasas que hemos visto en el último tiempo, también el crédito bancario se hace más competitivo”, sostiene Gil.

● **¿RESURGIMIENTO?** Aunque hoy el sector no está precisamente activo, no significa que esta “sequía” sea el preludio de su fin. En Feller-Rate señalan que “se aprecian algunos focos de interés por el lado de instrumentos de arbitraje, así como por el desarrollo del mercado hipotecario ligado al segmento de bajos ingresos, con subsidios y garantía estatal sobre el remate de activos fallidos. Por otro lado, se han reactivado algunas transacciones ligadas al sector retail”. Mientras, en Banchile Securitizadora afirman que “este mercado se podría reactivar en la medida que exista una mayor restricción al financiamiento tradicional en términos de costos y exista una mayor restricción de capital para empresas que son grandes generadoras de activos”.

No cabe duda que por su magnitud la “crisis subprime” caló hondo en la percepción de riesgo de los inversionistas locales, incluidos los institucionales. Y como en toda crisis, hubo múltiples damnificados, entre ellos la emisión de bonos securitizados en el mercado nacional. Si en 2007 se inscribieron 10 operaciones de securitización, en 2012 sólo se tuvo dos registros y, al parecer, estas transacciones estarán ausentes durante 2013. Siendo entendible que la experiencia en otros mercados respecto al comportamiento de algunos “instrumentos empaquetados” genere aprehensión con este tipo de productos, tal posición no se condice con el resultado exitoso que han mostrado en Chile las securitizaciones respaldadas con activos aportados por empresas que tuvieron un fuerte debilitamiento financiero y, finalmente, cayeron en default. De amplio conocimiento público es la insolvencia que en su respectivo momento tuvieron Johnson’s y La Polar, entidades que causaron fuertes pérdidas a sus acreedores, bancos y tenedores de bonos corporativos; con niveles de deuda que llegaban a los

US\$ 350 millones y US\$ 1.000 millones, cifran elevadísimas en el contexto nacional. Sin embargo, menor fue la difusión del hecho que a la sazón ambas compañías participaban en operaciones de bonos securitizados respaldados con préstamos a los usuarios de sus tarjetas comerciales y que tales títulos de deudas, clasificados en grado de inversión, fueron íntegra y oportunamente pagadas a los bonistas. Pero no fue fortuito el pago de los bonos securitizados con cuentas por cobrar de Johnson’s o de La Polar, pese al default de ambos originadores; sino que respondió a la sólida estructura financiera y especialmente operativa de estas transacciones (patrimonios separados) que permite que los activos subyacentes que respaldan el pago del bono conserven en todo momento su valor y calidad crediticia. Como experiencia positiva también se tiene la fortaleza financiera que ha mantenido un patrimonio separado conformado por facturas emitidas por otra empresa que, forzosamente, ha tenido que reestructurar sus pasivos bancarios. La economía chilena no puede prescindir de los bonos securitizados, instrumento financiero que permite que más empresas se beneficien del mercado de valores, incrementando con riesgo acotado las alternativas de inversión y, por ende, apoyando la diversificación de los portafolios de activos. La securitización es mucho más que un crédito respaldado con garantías. ●

El autor es gerente general de Humphreys.



Algunas empresas del retail tuvieron una activa participación en el mercado de los bonos securitizados. Sin embargo, las coyunturas por las que atravesaron influyeron en el ánimo de los inversionistas.