

Recuadro IV.2: Bonos securitizados de *revolving*

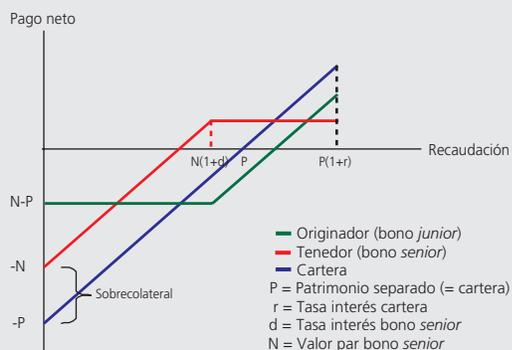
Un bono securitizado es un instrumento de deuda que paga cupones, donde los flujos de caja necesarios para estos pagos son generados por algún activo específico que posee la empresa originadora. Este activo se traspasa a un patrimonio separado, a fin de asegurar que no serán utilizados para garantizar otros pasivos del originador.

Para el originador la securitización es una fuente de financiamiento que le permite obtener liquidez a través de la venta de activos. Este financiamiento puede ser a un costo menor que el de un bono corporativo, puesto que la clasificación de riesgo de un bono securitizado, si bien no es totalmente independiente del originador, se relaciona más con la calidad de los activos que generan los flujos. Dado esto, un bono se puede estructurar de manera de lograr una mejor clasificación de riesgo que la obtenida por los bonos corporativos, y así acceder a un menor costo de financiamiento.

Además, no obstante la existencia de colateral, en la venta de un bono securitizado el originador está transfiriendo riesgo hacia el tenedor. Esto se verifica en el hecho de que el originador recibe un pago cierto a cambio de entregar activos cuyos flujos se perciben en el futuro, y, por lo tanto, revisten incertidumbre (gráfico IV.19).

Gráfico IV.19

Recaudación por la cartera securitizada y pagos netos de los bonos



Fuente: Banco Central de Chile.

Para cubrirse del riesgo, los inversionistas en general demandan sobrecolateralización, es decir, que el valor de los activos cedidos al patrimonio separado supere el valor recaudado por la colocación de bonos. Esta diferencia reduce la probabilidad de que no se cumpla con los pagos del bono colocado.

La particularidad de los bonos de *revolving*, es que el plazo al cual se emiten supera al de los activos que lo respaldan. Por esto, se debe establecer y mantener una relación activa en el tiempo entre el originador y el patrimonio separado, en virtud de la cual el originador provee de nuevos activos que van reemplazando como colateral aquellos que van venciendo. Una segunda implicancia es que estos vencimientos recurrentes van generando liquidez de manera regular en el patrimonio separado durante la vida del bono. Ello permite tener cláusulas de salida para los inversionistas en el caso de que ocurra un deterioro de la cartera.

La forma en que lo anterior se administra es a través del monitoreo permanente de indicadores de la calidad de la cartera securitizada, los cuales no pueden superar valores definidos como “gatillos” (*triggers*), los que al ser rebasados detonan acciones correctivas (sustitución de cartera por una de mejor calidad) o el prepago del bono. Estas cláusulas constituyen un resguardo para el inversionista, y eliminan los incentivos para que el originador transfiera al patrimonio separado una cartera de baja calidad.

En estos instrumentos, los activos securitizados son usualmente cuentas por cobrar, es decir, flujos de pagos de tarjetas de crédito, facturas o créditos sociales. El stock de deuda securitizada de *revolving* alcanzó en octubre del 2009 más de US\$1.000 millones, representando un 25% de la cartera total de las casas comerciales que emiten este tipo de instrumentos, y un 12% en la cartera total de las Cajas de Compensación de Asignación Familiar (CCAF).

Las mencionadas opciones de salida para los inversionistas hacen que los bonos securitizados de *revolving*, con todo lo demás constante, tengan menos riesgo que un bono securitizado normal. Sin embargo, este menor riesgo requiere un constante monitoreo de la calidad de la cartera durante la vida del bono.