



# Reporte Especial

Diciembre 2003

## Contacto

Aldo Reyes D.  
Carolina Fuentes O.  
(56-2) 204 72 93

## Securitización de Cuentas por Cobrar (Facturas) Una Alternativa al Factoring<sup>1</sup>

### Introducción

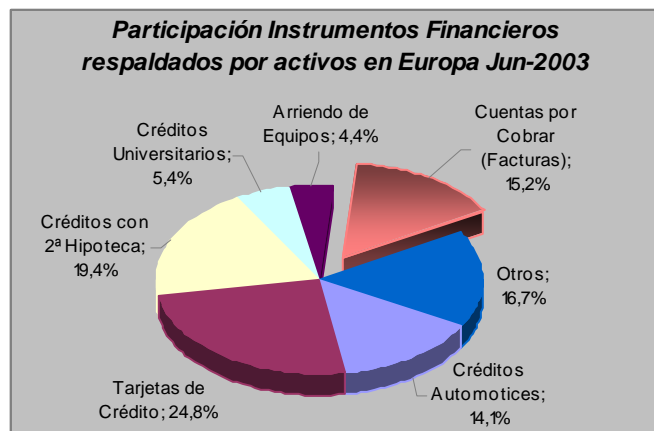
Dentro de las alternativas de financiamiento de las sociedades chilenas se ha hecho cada vez más frecuente la realización de operaciones de *factoring*<sup>2</sup>. Esta fuente de financiamiento se caracteriza por tener un elevado costo en término de tasa de interés efectiva; además, comúnmente, el cedente de los documentos de pago se hace solidariamente responsable del pago de los mismos (compromete su patrimonio).

Dentro de las sociedades que hacen uso del *factoring* se pueden encontrar empresas proveedoras de tamaño medio. En opinión de *Humphreys*, este tipo de entidades tienen como alternativa de financiamiento la securitización de sus cuentas por cobrar, mecanismo que en forma indirecta les permite el acceso al mercado de valores.

La securitización de cuentas por cobrar implica la emisión de un bono en el mercado de valores cuyo pago dependerá exclusivamente, salvo garantías adicionales, del comportamiento del conjunto de los activos cedidos. Este tipo de transacción está regulada específicamente en el Título XVIII de la Ley 18.045 (Ley de Mercado de Valores). En la página 2 de este documento se describe en más detalle el proceso de securitización.

La ventaja de la securitización de cuentas por cobrar respecto a una operación de *factoring* radica en su menor costo de financiamiento y en la mayor dimensión del mercado de valores como fuente para la captación de recursos. Asimismo, el proceso de securitización no debiera comprometer el patrimonio de la sociedad cedente de las cuentas por cobrar.

En Chile usualmente las cuentas por cobrar están respaldadas por facturas, documento regulado por el Servicio de Impuestos Internos y ampliamente difundido dentro del mercado. De esta forma, la emisión de bonos respaldado por cuentas por



<sup>1</sup> Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's") owns a minority interest in Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada ("Humphreys") and does not control the management or ratings activity of Humphreys. Moody's is not responsible or liable in any way for any ratings issued by Humphreys. Unless otherwise specified, Moody's is not responsible for any research or other information provided by Humphreys.

<sup>2</sup> En términos simples consiste en descontar documentos a plazos (facturas y letras, entre otros).

cobrar (securitización de cuentas por cobrar) pueden ser asimilables a la securitización de papeles comerciales (*trade receivables*) que se realizan en mercados más desarrollados (en Europa este tipo de transacciones representan –a junio de 2003– el 15% de las operaciones de securitización respaldadas por activos<sup>3</sup>).

En este informe mostraremos las particularidades de una securitización de facturas, los riesgos propios de esta operación y los criterios utilizados por **Humphreys** al momento de la clasificación de estas estructuras financieras. Finalmente nos referimos brevemente a los beneficios de las operaciones de securitización de facturas con multi-originadores.

## **El Proceso de Securitización**

El Artículo 132 de la Ley de Mercado de Valores hace referencia a las Sociedades Securitizadoras, quienes se constituirán como sociedades anónimas especiales y su objeto exclusivo será la adquisición de créditos, la adquisición de derechos sobre flujos de pago y la emisión de títulos de deuda, de corto o largo plazo. Cada emisión originará la formación de patrimonios separados del patrimonio común de la emisora. Para los efectos anteriores se entenderá por flujo de pago toda obligación, existente o que se genere en el futuro, de pagar una o más sumas de dinero por la adquisición o el uso de bienes o por la prestación de servicios.

La securitización de activos, en términos sucintos, consiste en la emisión de un instrumento de deuda respaldado por una cartera de activos, formando de esta manera un patrimonio separado. El proceso comienza con la compra de estos activos y sus flujos futuros por parte de una sociedad securitizadora, la cual a la vez emite un bono securitizado que se irá pagando con los flujos que generen los activos pertenecientes a este patrimonio separado. Los recursos captados en la colocación del bono, neto de los gastos propios de la operación, se destinan al pago de los activos transferidos al patrimonio separado.

La calidad del bono securitizado, en cuanto a nivel de riesgo, está dado por el exceso de activos entregados en relación al valor del título de deuda (sobrecolateral). El sobrecolateral puede adoptar diversas modalidades, entre ellas: bono subordinado (título que absorbe las pérdidas del activo en beneficio de un bono preferente); fondos de reservas y garantías reales o personales.

Algunos de los tipos más comunes de activos susceptibles de securitizar son los siguientes:

- Créditos Hipotecarios
- Contratos de Leasing Habitacional
- Créditos Automotrices
- Tarjetas de Crédito
- Facturas
- Flujos Futuros por servicios no realizados

A continuación se describe brevemente la función de las distintas entidades que intervienen en un proceso de securitización. El cuadro de la página siguiente presenta un diagrama simplificado de este proceso.

### Originador:

Corresponde a la compañía que originó los créditos u originará los flujos cedidos al patrimonio separado.

<sup>3</sup> Del inglés ABS: Asset-Backed Securities.



Sociedad Securitizadora:

Entidad encargada de la formación del patrimonio separado. Es quien emite el bono securitizado (emisor) y actúa como coordinador general de la transacción.

Administrador:

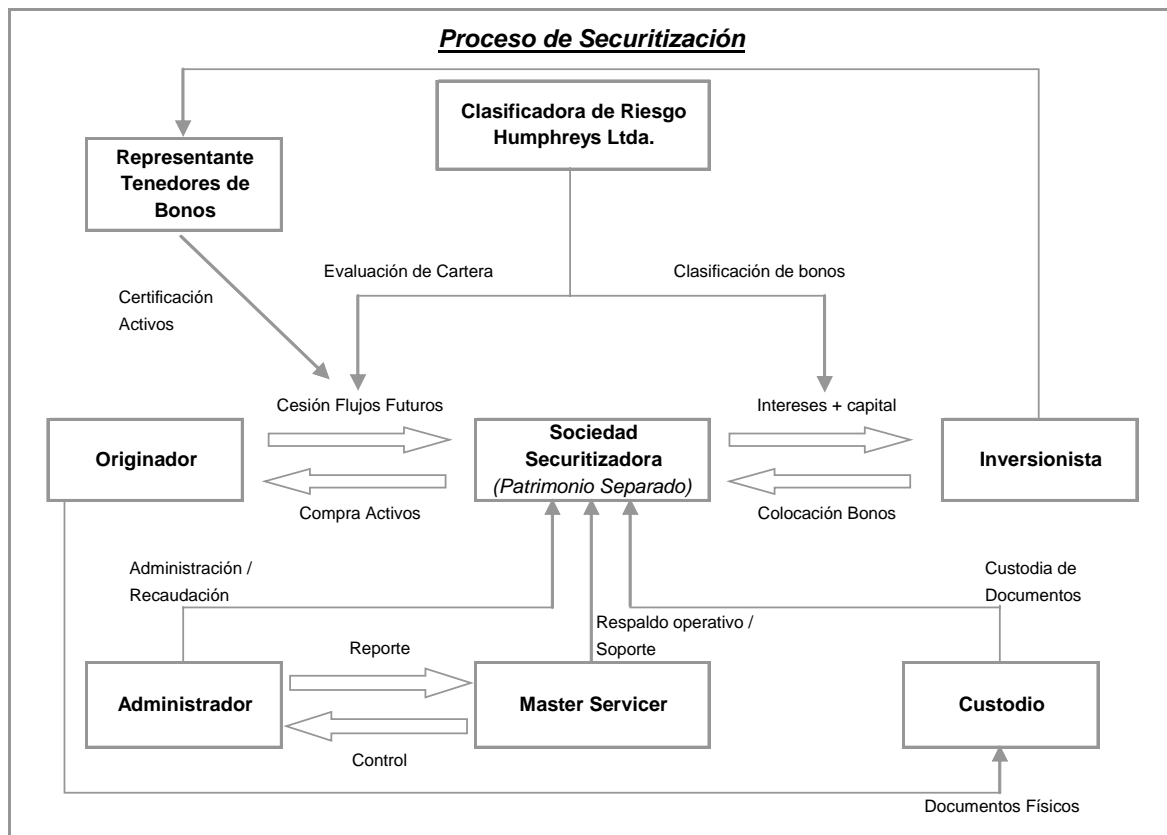
Encargado de administrar los activos del patrimonio separado, realizando las labores de cobranza y recaudación, teniendo la responsabilidad de tener debida y oportunamente informada a la sociedad securitizadora de los resultados de su gestión (independiente de los procesos que delegue a terceros). La función es remunerada y, generalmente, es ejercida por el propio originador.

Master Servicer:

Es quien vela por el respaldo operativo y el soporte informático de la transacción. Ejerce control sobre el administrador y genera información a la sociedad securitizadora y a todos los usuarios de la información.

Custodio:

Es responsable por la custodia y almacenamiento de los activos físicos que fueron transferidos al patrimonio separado.



Clasificadores de Riesgo:

Son quienes otorgan la clasificación de riesgo del instrumento securitizado, función que se mantiene durante toda la vigencia del bono. La opinión se basa en el nivel de sobrecolateral entregado y en la calidad de la estructuración (proceso de compra de activos, calidad de la administración, resguardos, etc.).

Representante de los Tenedores de Bonos:

Controla, en representación de los bonistas, el cumplimiento de los términos estipulados en el contrato de emisión. También es el responsable de certificar que los activos han sido debidamente aportados al patrimonio separado, libres de prohibiciones y gravámenes (certificado de entero). Mientras no entregue el certificado de entero, la sociedad securitizadora no puede disponer de los fondos captados en la emisión del bono.

---

## **Securitización de Cuentas por Cobrar**

### Reconocimiento del Activo Transferido

En primera instancia, un proceso de securitización requiere reconocer los activos que efectivamente se están traspasando al patrimonio separado. De acuerdo con la legislación chilena las sociedades securitizadoras pueden adquirir, entre otros activos, créditos y derechos que consten por escrito y que tengan el carácter de transferibles. Dado lo anterior sería posible transferir:

- Las cuentas por cobrar, y
- Los derechos sobre las cuentas por cobrar<sup>4</sup>

En el caso de transferencia de cuentas por cobrar es importante destacar que la ley establece que para efectos de la securitización se entiende que los títulos tienen el carácter de transferibles incluso si fueren nominativos. Asimismo, la notificación al deudor del cambio de acreedor es un elemento importante dentro de la operación.

Si se trata de una transferencia de derechos sobre cuentas por cobrar también es importante reconocer la existencia de éstas. Como medios probatorios se tiene la factura, la guía de despacho y la orden de compra o de venta (con aceptación del deudor).

La regulación y fiscalización existente en cuanto al uso de las facturas y de las guías de despacho son elementos que favorecen la securitización de cuentas por cobrar.

Con todo, la definición del activo transferible es un tema netamente legal y escapa a los propósitos de este informe. Sin embargo, dada la relevancia del tema se debe tener en consideración tres elementos:

- 1.- Humphreys** consulta las operaciones con su abogado interno.
- 2.-** Se exige la opinión de un abogado independiente que se pronuncie en cuanto a que el activo vendido es susceptible de ser transferido, que los términos contractuales de la operación implican una venta efectiva de los créditos o derechos y, por ende, que no puede ser discutida la propiedad de ellos.
- 3.-** Para que se pueda hacer uso de los fondos captados en la colocación del bono es necesario que el representante de los tenedores de bonos entregue un certificado en donde se acredite que los activos están debidamente aportados, en custodia y libres de gravámenes, prohibiciones o embargos.

---

<sup>4</sup> Los derechos sobre cuentas por cobrar no corresponde a la modalidad de securitización de flujos futuros, ya que este tipo de operación implica la cesión de flujos derivados de servicios que aun no han sido entregado. Los derechos sobre cuentas por cobrar representan activos existentes por cuanto responden a ventas ya efectuadas.



---

### *Características de las Cuentas por Cobrar (Facturas)*

---

- De muy corto plazo (no más de 60 días, por lo general).
- No están afectas al pago de intereses.
- La inexistencia de intereses no genera incentivo para que los deudores paguen en los plazos estipulados. Morosidad puede ser elevada.
- Generalmente tiene mayor concentración que otros tipos de activos (dada la importancia como compradores, según sea el caso, de las tiendas por departamentos, supermercados y Homecenter).
- Los grandes compradores tienen fuerte poder de negociación.
- Existe la dilución (devolución de mercaderías), descuentos por metas de ventas y por otros conceptos que pueden disminuir los valores inicialmente facturados.

---

### *Estructura de la Operación*

---

En términos sucintos, una securitización de cuentas por cobrar presenta las siguientes características:

- Operación *Revolving*: Considerando que la vigencia de los bonos excede en plazo al vencimiento de las facturas, se hace necesario que el patrimonio separado esté recurrentemente comprando activos al originador (proceso de *revolving*).
- *Fijación de Criterios de Compra*: Se establece con el propósito que la cartera de activos mantenga sus características durante toda la vida del bono.
- *Compra de Activos con Descuento*: Se aplica un descuento para cubrir los intereses del bono, responder a los gastos del patrimonio separado y compensar los riesgos propios de la cartera (*default* de clientes, dilución y otro tipo de riesgo si los hubiere).
- *Existencia de Gatilladores (triggers)*: Cláusulas contempladas en los contratos y que implican el pago anticipado del bono (por ejemplo, imposibilidad de continuar con el proceso de *revolving*, presunción de ello o comportamiento de la cartera más desfavorable a lo que inicialmente se estimó).

---

## **Riesgos Asociados a la Securitización de Cuentas por Cobrar (Facturas)**

---

Dentro de este tipo de operación se pueden observar riesgos asociados directamente a las características de los activos y riesgos propios de la estructuración financiera.

<i>Riesgo de los Activos</i>	<i>Riesgos de la Estructura</i>
<ul style="list-style-type: none"><li>- <i>Default</i></li><li>- Dilución</li><li>- Estacionalidad de las Ventas</li><li>- Concentración de Clientes</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Tasa de Interés de los Bonos</li><li>- Cobertura de Gastos del Patrimonio</li><li>- Riesgo de Recaudación (<i>Cash Commingling</i>)</li></ul>

---

### *Riesgo de los Activos*

---

#### **Riesgo por Default**

Los *default* dentro de una cartera de facturas se caracterizan por el alto grado de variabilidad en comparación con otros tipos de activos (que usualmente son más atomizados; por ejemplo, tarjetas de crédito y mutuos hipotecarios). Esta situación lleva a que sea más esporádica la cesación de pago de clientes individuales, pero mayor su impacto sobre el patrimonio separado.

Dentro de los aspectos que influyen sobre el nivel de *default* de la cartera se tienen:

- Calidad del Originador/Administrador: La política de otorgamiento de créditos como la habilidad para efectuar la cobranza y hacer un adecuado seguimiento a los clientes afecta la exposición a eventuales *default* por parte de los clientes.



- Mercado de Clientes: Existen sectores industriales más vulnerables a los ciclos económicos.
- Solvencia de los Deudores: Clientes financieramente más solventes (en lo posible con buena clasificación de riesgo) son menos susceptibles a caer en cesación de pago.
- Criterio de Elegibilidad de Cartera Securitizable: Una selección más rigurosa de los clientes a securitizar debiera repercutir favorablemente en los niveles de *default*.
- Concentración de Deudores: Mayor diversificación atenúa el impacto asociado a la cesación de pago de clientes individuales.
- Tipos de Clientes: Distinta es la situación si la cartera de clientes incluye personas relacionadas y entidades gubernamentales.

### **Riesgo por Dilución**

Los montos que los clientes efectivamente pagan a sus proveedores muchas veces son menores a los que originalmente se consignaron en las respectivas facturas; a esta práctica se le conoce como dilución.

Los riesgos por dilución dicen relación con el hecho que los recursos que dispondrá el patrimonio separado para responder al pago del bono será menor que el valor conjunto de las facturas securitizadas, ello independiente que ningún cliente caiga en cesación de pago.

Entre las situaciones que pueden influir sobre el nivel de dilución se tienen:

- Devolución de mercaderías por parte de los clientes
- Errores en la facturación
- Descuentos por volúmenes
- Reembolsos

Al momento de evaluar los riesgos de la dilución es importante tener en consideración las características de cada mercado en particular. En la medida que los clientes tengan una fuerte posición negociadora existe mayor posibilidad de aumento en los niveles de dilución.

### **Ejemplo**

Supóngase que un patrimonio separado dispone de \$ 1.000 en facturas para emitir un bono sin intereses. Además, se sabe que los únicos riesgos existentes son por *default* y por dilución, los cuales son conocidos y ascienden al 3% y 7% de la cartera de activos, respectivamente. De ser así, el balance del patrimonio separado quedaría de la siguiente forma:

<b>Activos</b>		<b>Pasivos</b>	
Facturas	1.000	Bono	900
		Deuda Sub.*	100
<b>Total</b>	<b>1.000</b>		<b>1.000</b>

\* Deuda subordinada al bono.

De esta forma se resguarda el pago a los tenedores de los bonos por cuanto se recaudaría lo suficiente para responder a las obligaciones derivadas del título de deuda:

	Total Factura	1.000
(menos)	Impagas ( <i>default</i> )	30
(menos)	Devoluciones (dilución)	70
	-----	
	<b>Total Recaudado</b>	<b>900</b>



### **Riesgo por Estacionalidad en las Ventas**

Las ventas de las empresas no suelen ser estables a través del tiempo; muchos productos son marcadamente estacionales y otros tienen un fuerte incremento en meses particulares (por ejemplo, en diciembre).

Considerando que la securitización de facturas es una operación de *revolving*, la estacionalidad en las ventas conlleva el riesgo que en un momento dado el originador no disponga de las facturas mínimas necesarias para respaldar adecuadamente el pago del bono.

### **Riesgo por Concentración de Clientes**

Los riesgos asociados a la concentración de clientes se pueden reflejar en las siguientes situaciones:

- La cesación de pago de un cliente individual tiene un efecto significativo dentro del patrimonio separado (mayor es el riesgo mientras menor sea la solvencia financiera del deudor).
- Elevados niveles de concentración aumentan el poder de negociación de los clientes, quedando más expuesto a decisiones discrecionales por parte de éstos (en la práctica se puede traducir en mayores niveles de dilución y/o cambios en los plazos de pago).
- Problemas puntuales de liquidez por parte de los clientes tienden a traducirse en retraso en los pagos en relación con las fechas previstas. Situaciones de esta índole pueden provocar – de existir niveles de concentración elevada – descalces en los flujos de caja del patrimonio separado (en general las empresas privilegian sus compromisos con bancos y con el mercado de valores en perjuicio de sus proveedores).

### **Riesgo de la Estructura**

#### **Riesgo de Tasa de Interés de los Bonos**

Este riesgo se da principalmente cuando los bonos son emitidos a tasa variable. Si bien, por lo general, se provisionan los intereses a pagar a futuro (uno, seis o más meses) siempre se queda expuesto a aumentos significativos y repentinos de la tasa de interés. Con todo, el riesgo de fluctuación puede ser eliminado mediante operaciones de cobertura de tasas de interés.

#### **Ejemplo**

Supóngase que se tiene \$ 1.100 en facturas que no están expuestas a ningún tipo de riesgo y que se decide emitir un bono que devengará un interés de TIP + 2% anual. Para acotar el riesgo por tasa de interés se crea una reserva de 9,09% del saldo de activo (100 / 1.100). En consecuencia el balance del patrimonio separado quedaría de la siguiente forma:

<b>Activos</b>		<b>Pasivos</b>	
Facturas	1.100	Bono	1.000
		Deuda Sub.	100
<b>Total</b>	<b>1.100</b>		<b>1.100</b>

\* Deuda subordinada al bono

A continuación se muestra al cabo de un año la situación de pago del bono para distintos escenarios:

	3%	8%	15%
TIP			
Tasa Bono	5%	10%	17%
Amortización bono	1.000	1.000	1.000
Intereses Bonos	50	100	170
Cupón Bono	1.050	1.100	1.170
Recaudación Facturas	1.100	1.100	1.100
Default Bono	No	No	Si
Excedente d/Pago Bono	50	0	(70)
Pago Deuda Subordinada	50	0	0



Las transacciones con bonos a tasa de interés fija tampoco están exentas de riesgo, aun cuando éste es menor en comparación con operaciones a tasa variable. Este riesgo se manifiesta en la eventualidad que cese la operación de *revolving* y el plazo de pago de los bonos exceda el período para el cual se han provisionado los intereses. Obviamente este tipo de riesgo es extensivo a operaciones con tasa variable.

**Ejemplo**

Supóngase que se tiene \$ 1.100 en facturas que no están expuestas a ningún tipo de riesgo y que se decide emitir un bono a un año, a una tasa del 10% anual simple. Para provisionar intereses se crea una reserva de 9,09% del saldo de activo. En consecuencia el balance del patrimonio separado quedaría de la siguiente forma:

<b>Activos</b>		<b>Pasivos</b>	
Facturas	1.100	Bono	1.000
		Deuda Sub.*	100
<b>Total</b>	<b>1.100</b>		<b>1.100</b>

\* Deuda subordinada al bono

A continuación se muestra la situación de caja de la operación asumiendo que el bono se paga en un año, si el pago se anticipa en un mes y si se retrasa en un mes:

Plazo de Pago Efectivo	11 meses	12 meses	13 meses
Tasa Bono Anual	10%	10%	10%
Amortización bono	1.000	1.000	1.000
Intereses Bonos	92	100	108
Cupón Bono	1.092	1.100	1.108
Recaudación Facturas	1.100	1.100	1.100
Default Bono	No	No	Si
Excedente d/Pago Bono	8	0	(8)
Pago Deuda Subordinada	8	0	0

**Riesgo de Cobertura de Gastos del Patrimonio**

Los activos que respaldan una operación de securitización, además de ser suficientes para responder al pago del bono, deben ser capaces de cubrir los gastos asociados al patrimonio separado.

Si bien usualmente se provisionan los gastos del patrimonio separado, subsiste el riesgo que éstas sean insuficientes, lo cual podría darse en los siguientes casos:

- Incremento significativo en los gastos producto de condiciones de mercado o por la existencia de desembolsos no previstos.
- Escenarios de inflación severa. Generalmente las tarifas asociadas al patrimonio separado están pactadas en unidades de fomento y las facturas se expresan en pesos.
- Si el plazo de pago de los bonos excede el período para el cual se han provisionado los gastos (evento sin *revolving*)

**Riesgo de Recaudación (Cash Commingling)**

Debido a los mecanismos comerciales y operativos que se han ido asentando en Chile, se ha establecido como una práctica común el hecho que los originadores de una operación de securitización mantengan su calidad de administrador de los activos transferidos. Esta situación por si misma no implicaría ningún tipo de riesgo relevante si no fuera porque los dineros recaudados no van directamente al patrimonio separado.





Dado lo anterior, mientras las recaudaciones no sean entregadas por el originador al patrimonio separado, este último necesariamente asume los riesgos propios del primero.

Este tipo de riesgo tiene más relevancia en securitizaciones de facturas que en operaciones estructuradas de otras características, por cuanto la elevada rotación de las cuentas por cobrar que se da en estos casos incrementa la importancia de los montos recaudados diariamente y, con ello, aumenta el impacto que se tendría sobre el pago del bono si dichos recursos en definitiva no se enteran en forma oportuna al patrimonio separado.

En general las situaciones no deseadas que se identifican en el proceso de recaudación son el riesgo de entrapamiento de dinero y el riesgo de desviación de dinero.

Por entrapamiento se entiende la posibilidad que se discuta la propiedad sobre los ingresos percibidos por concepto de cobranza. Esto podría darse en casos de embargo del originador o ante la quiebra de éste (acción del síndico). Aun cuando finalmente los fondos sean traspasados al patrimonio separado, una prolongación en la disputa de propiedad de los fondos podría impedir que el bono sea pagado en los términos y plazos acordados en el contrato de emisión (incluso debe considerarse la eventualidad de tomar acciones judiciales para poder recuperar los importes).

El riesgo por entrapamiento puede ser atenuado o eliminado mediante reservas adicionales o a través de la estructuración propia de patrimonio separado.

La desviación de dinero implica cualquier situación, incluida las de carácter transitoria, que implique que los ingresos por recaudación no sean traspasados al patrimonio separado de acuerdo con lo establecido en el contrato de administración, independiente de las causas que conllevaron al hecho (error no intencional; acto individual o concertado; acción de personal interno o externo; etc.).

La situación antes descrita implica la responsabilidad civil directa del administrador; además, generalmente se establecen multas adicionales por este tipo de sucesos. No obstante, tanto la capacidad de pago de la multa como la devolución de los importes desviados, dependerá del nivel de solvencia del originador (clasificación de riesgo). Dado ello, de no existir resguardos para contrarrestar los efectos de este tipo de eventos, la clasificación del patrimonio separado debiera corresponder a la categoría de riesgo del originador (ello producto de la importancia de las recaudaciones diarias en relación con el monto del bono).

Como elementos de resguardo para el riesgo por desviación de recursos se pueden tener reservas adicionales, seguros específicos o una estructura operativa diseñada para evitar o minimizar el riesgo en cuestión.

---

## **Metodología y Criterios de Riesgo**

En los párrafos siguientes se explica en forma sucinta la metodología y criterios aplicados por **Humphreys** en créditos estructurados con respaldo de facturas. Para efectos de explicación se han desglosado los distintos elementos incluidos en la evaluación; no obstante se debe tener en consideración que en la práctica todos ellos son analizados tanto individualmente como en conjunto, siendo lo más relevante cómo se relacionan entre sí y los efectos de los distintos factores en las restantes variables.

### *Análisis del Mercado*

Los procedimientos de clasificación de **Humphreys** no representan modelos estandarizados que se apliquen sin diferenciamiento en todo tipo de transacción; por el contrario, cada operación se estudia como una situación particular, en especial en lo que respecta a securitización de cuentas por cobrar.

Particularmente en operaciones de cesión de cuentas por cobrar es relevante conocer las singularidades propias del mercado en que opera el originador y con ello establecer los riesgos a los cuales pudiere estar afectada una operación de securitización.

Sin pretender ser exhaustivo, entre los elementos a considerar se tienen:

- Nivel de riesgo propio del Mercado de Clientes, es decir, qué tan vulnerable es el sector a los ciclos económicos (distinto es abastecer al sector pesquero que al comercio).
- Prácticas Comerciales: Entre otros aspectos se evalúa el grado de formalidad en que se realizan las transacciones y la estabilidad en el tiempo de las prácticas propias de la industria.
- Poder de Negociación de Clientes: Cuál es la posibilidad que los clientes impongan sus condiciones de compra.
- Características del Producto Transado: Rotación del producto en los puntos de venta, importancia de la marca y otros aspectos similares (por ejemplo, un proveedor gana poder negociador si tiene un producto con alta rotación y una marca bien posicionada).

En general, el análisis del mercado permite presumir cuál es la posibilidad que a futuro cambien las condiciones que tradicionalmente se han dado en la industria. Por ejemplo, un originador que históricamente ha presentado bajos niveles de *default* podría experimentar a futuro un crecimiento en este indicador si la industria que atiende, producto de las condiciones de mercado, se ha vuelto más riesgosa.

---

### *Análisis del Originador/Administrador*

El cedente de las cuentas por cobrar es evaluado tanto en su rol como originador de las facturas como en su calidad de administrador de los activos (gestión de cobranza de las cuentas por pagar).

Las políticas y procedimientos implementados por el originador para autorizar y establecer líneas de crédito a sus clientes, así como la forma en que controla el comportamiento de éstos, son elementos de relevancia para estimar los riesgos implícitos de la cartera de cuentas por cobrar. Esta evaluación sirve de complemento a los antecedentes históricos que pueda exhibir la empresa (por ejemplo, una cartera con bajos niveles de morosidad podría ser consecuencia de ciclos económicos positivos más que el resultado de una adecuada originación).

Paralelamente se analiza la capacidad de la empresa para llevar a cabo las gestiones de cobranza; en especial prácticas, experiencia, equipo humano y sistemas tecnológicos utilizados. El énfasis está dado en determinar la habilidad para ejercer su función en períodos de crisis (en donde aumentan los niveles de morosidad y de *default*) y en el grado de competencia para informar debida y oportunamente a la sociedad securitizadora en cuanto al desempeño de la cartera de clientes.

Los procesos de clasificación de **Humphreys** incluyen una evaluación formal del administrador primario, proceso que se denomina Calificación de la Capacidad de Administración. Las calificaciones están tipificadas por las siglas CA1, CA2, CA3, CA4 y CA5; la primera de ellas representa sociedad con la mejor calidad para ejercer la función de administrador primario; CA5 se



asigna a empresas que manifiestan debilidades importantes para ejercer la función de cobranza; las restantes categorías implican situaciones intermedias.

Paralelamente se clasifica la solvencia de la empresa (*Shadow Rating*) de manera de medir su capacidad de pago con relación a la deuda financiera. El análisis se realiza a través de la aplicación del procedimiento utilizado en la evaluación de emisores de bonos. La clasificación del originador, además de permitir detectar los riesgos propios de la empresa, es utilizada como referencia al evaluar su habilidad para originar, controlar y cobrar los créditos asociados a su negocio (debilitamientos en la situación financiera repercuten negativamente en las distintas áreas de una sociedad).

---

### Análisis de Reservas

Comúnmente las reservas exigidas en este tipo de operaciones son por: *default*, dilución, gastos del patrimonio separado, tasa de interés, concentración y por riesgos de recaudación.

#### Reservas por Default y de Dilución

Para determinar el nivel de reservas por *default*, **Humphreys** analiza el comportamiento histórico de la cartera de créditos del originador, asumiendo como *default* niveles de morosidad por sobre 90 días y las pérdidas efectivamente incurridas.

Para la determinación del nivel de reservas por dilución también se realiza un análisis de las series históricas, específicamente de las notas de créditos.

El nivel de reservas mínimo por *default* y por dilución, que se determinan en forma independiente, dependen de las siguientes variables:

- Promedio histórico de los *default* y de la dilución de ventas (correlación directa con el nivel de reservas)
- Desviación de los niveles de *default* y dilución respecto a sus medias respectivas (correlación directa con el nivel de reservas).
- Factor de seguridad. Se incrementa en la medida que se desea una mejor clasificación de riesgo.
- Elementos cualitativos que se desprenden luego de analizar las series estadísticas, estudiar el mercado y evaluar al originador/administrador.

Adicionalmente, **Humphreys** establece mecanismos que eventualmente podrían incrementar los niveles de reserva. El criterio general implica aumentar los niveles de reserva en la medida que el comportamiento futuro de la cartera se comience a distanciar de manera significativa en relación con los niveles de *default* y/o de dilución que la empresa ha exhibido en el pasado.

Con todo, no se permite que la dilución o los *default* sobrepasen niveles previamente establecidos; de alcanzarse dichos niveles se exige que se rescate anticipadamente el bono. Este resguardo protege al bonista por cuanto le da mayor seguridad que las provisiones efectuadas serán suficientes para cubrir las menores recaudaciones por concepto de dilución o por cesación de pago de los clientes.

#### Reservas por Intereses

Para el caso de bonos a tasa de interés fija, la reserva mínima debe ser aquella que permite cubrir el pago de intereses durante toda la vigencia del bono.

En la eventualidad que los bonos sean a tasa de interés variable, **Humphreys** analiza el comportamiento histórico de la tasa de interés de referencia utilizada en la operación. De no haber

antecedentes por más de 10 años, se estudia el comportamiento de otras tasas de características similares. Las reservas determinadas deben cubrir el riesgo de aumentos drásticos en la tasa de interés.

Adicionalmente se asume que el plazo de pago de las facturas se incrementa, lo cual extiende el plazo en que los bonos generan intereses (evento de aceleración sin *revolving*). En la práctica si se acelera el pago de un bono, éste podría pagarse antes de los 60 días (dado el plazo de las facturas); sin embargo, **Humphreys** asume un período mucho mayor, cuadruplicando el plazo esperado para un escenario normal.

En un evento de aceleración, lo más probable es que el originador hubiese cesado sus operaciones. La posibilidad de interrumpir la reposición de productos es el mejor mecanismo de presión que tiene un proveedor para incentivar el pago oportuno de las cuentas por cobrar. El no contar con esta herramienta debiera repercutir negativamente en los plazos de pago.

Si la operación contempla fondos especiales por concepto de intereses, éstos se incluyen en el análisis de determinación de las reservas.

#### Reservas por Gastos del Patrimonio Separado

Para determinar estas reservas se considera el nivel de gastos propios del patrimonio y los incrementos que éstos pudieren tener por efecto de las condiciones de mercado y por inflación (ya que generalmente están pactados en unidades de fomento). Las reservas por este concepto serán mayores en la medida que el precio de los servicios contratados por el patrimonio separado sean menos predecibles y exista una mayor probabilidad de incurrir en gastos no previstos.

También se considera la eventualidad que el plazo de pago de las facturas se extienda, lo cual alarga el período en que los bonos generan intereses y, por ende, el período en que el patrimonio separado está en operación (evento de aceleración sin *revolving*).

Si la operación contempla fondos especiales por concepto de gastos, éstos se incluyen en el análisis de determinación de las reservas.

#### Reservas por Concentración de Clientes

Por regla general, **Humphreys** no acepta que los clientes que integran una cartera que respalda un bono securitizado tengan una importancia relativa superior al 3%.

Sin perjuicio de lo anterior, en casos particulares se permite niveles de concentración superior al 3%. En todo caso es requisito indispensable que el cliente tenga clasificación de riesgo independiente y que ésta sea igual o superior a categoría BBB en escala local.

Las reservas se determinan en forma individual a cada deudor en particular; para ello, previamente, se asigna un "factor de riesgo" a los clientes en función de los siguientes elementos.

- Clasificación de riesgo del cliente (mejor clasificación permite mayor nivel de concentración, *ceteris paribus*<sup>5</sup>)
- Relación entre la clasificación del cliente y categoría de riesgo del bono securitizado (a un mismo cliente, por ejemplo clasificado en categoría AA, se le permitirá mayor concentración en un bono securitizado categoría A que en otro que tenga categoría AA).
- Comportamiento de pago del cliente en relación con las deudas mantenidas con el originador (clientes con menor morosidad podrán tener menor nivel de reservas).

<sup>5</sup> Término proveniente del Latín y significa "todo lo demás constante". Es utilizado comúnmente para hacer referencia a los efectos que causaría una acción particular sin modificar otras variables.



- Características propias del producto transado (cuán importante es el producto para el cliente).

Estas reservas son esencialmente dinámicas por cuanto dependen del nivel de concentración efectiva que tenga el cliente en cada momento; así se tiene que la reserva para cada caso en particular se determina de la siguiente forma:

$$\text{Reserva Concentración Cliente X} = (\text{Concentración Efectiva Cliente X} - 3\%) * \text{Factor de Riesgo Cliente X}$$

#### Reservas por Recaudación

Las reservas por concepto de recaudación son solicitadas ante la eventualidad que se materialicen los riesgos de entrapamiento o de desvío de dineros. En general, este tipo de reserva depende de los mecanismos que establezca la estructura para minimizar o atenuar el impacto de este tipo de riesgo.

Sin ser taxativo, en general, se solicita que las reservas por recaudación representen en torno a tres, cuatro o cinco días de recaudación (incluyendo sólo la recaudación con riesgo efectivo de entrapamiento o de desvío de dinero). Por otra parte, la existencia de mecanismos eficientes de control podría llevar a no exigir este tipo de reserva.

También cabe señalar que para estos efectos, y sólo para ellos, **Humphreys** puede aceptar que los excesos de concentración sean utilizados para constituir parte de las reservas por recaudación (por excesos de concentración de los clientes se entiende los montos superiores al 3% de la cartera).

#### Análisis de la Estructura

Esta evaluación tiene como objeto analizar el funcionamiento operativo del patrimonio separado, orientándose en aspectos tales como: procedimientos de compra de activos, mecanismos de control del patrimonio separado, planes de contingencias y restricciones al originador.

#### Procedimientos de Compra de Activos

Dentro de este aspecto se analizan, entre otros, los siguientes procedimientos:

- Mecanismos para verificar que las cuentas por cobrar adquiridas corresponden a ventas efectivamente realizadas.
- Formas de control para constatar que las cuentas por cobrar adquiridas se ajusten a los criterios de selección previamente definidos.
- Certificación que las cuentas por cobrar se ajustan a la legislación vigente.
- Capacidad para determinar correctamente el precio de adquisición de los activos.

#### Mecanismos de Control del Patrimonio Separado

Este análisis implica evaluar la capacidad de la sociedad securitizadora para controlar permanentemente el comportamiento del patrimonio separado, ya sea en forma directa o mediante la subcontratación del servicio. Entre otros aspectos evaluados, se tiene:

- Cuadratura periódica del patrimonio separado.
- Sistemas de custodia de los activos.
- Control de la información entregada por el administrador primario.
- Verificación de la información aportada por el administrador primario

#### Planes de Contingencias

Este análisis se orienta a evaluar los mecanismos que se han establecido para actuar diligentemente ante la eventualidad que el administrador primario tenga que ser reemplazado en forma repentina y urgente.

En particular es importante conocer la forma en que se comunicará a los deudores el hecho que el administrador ha sido sustituido y los resguardos tomados para que una nueva entidad asuma la administración sin producir perjuicios significativos en el proceso de cobranza.

#### Restricciones al Originador/Administrador

Por definición un patrimonio separado es una entidad independiente al originador/administrador; no obstante la actuación de este último puede influir en el primero. Dado ello, es importante evaluar los mecanismos definidos para evitar que el patrimonio separado asuma riesgos producto del desempeño del originador.

En general, el análisis se centra en las prohibiciones, limitaciones o resguardos exigidos al originador/administrador. Entre ellas se tiene:

- Restricciones a las políticas de descuento y plazo en las ventas del originador.
- Límites de endeudamiento.
- Incentivos o desincentivos para el originador con el fin que el desempeño de éste se encuentre alineado con los objetivos del patrimonio separado.
- Exigencias en cuanto a informar respecto al desempeño de la empresa.

---

#### Análisis de Contratos y Opiniones Legales

Finalmente **Humphreys** realiza un análisis detallado de cada uno de los contratos involucrados en el proceso de securitización, de manera de verificar que éstos reflejan fielmente el contexto de la operación que fue tomado como referencia para efectuar la clasificación del bono securitizado.

Este punto es de vital importancia por cuanto los contratos son la herramienta principal que tiene el bonista para exigir sus derechos y exigir el cumplimiento de las obligaciones de la sociedad securitizadora. Entre los contratos analizados se tienen:

- Contrato de emisión del bono securitizado.
- Contrato de cesión o venta de activos.
- Contrato de administración.

Adicionalmente, para entregar los certificados de clasificación de riesgo, **Humphreys** exige opiniones legales independientes relacionadas con diversos aspectos de relevancia en la operación. Si bien las opiniones solicitadas dependen de la forma en que se hubiese estructurado la transacción, en todos los caso se exige un pronunciamiento respecto a que la cesión corresponde a una venta efectiva de los activos.

Es importante destacar que la evaluación de la clasificadora se orienta a:

- Constatar que la estructura de la operación sea eficaz en evitar o minimizar acciones o comportamientos que puedan afectar los intereses de los tenedores de los bonos.
  - Validar la efectividad de las multas y sanciones establecidas ante eventuales incumplimientos por parte de lo agentes que intervienen en la transacción.
  - Verificar que existen las herramientas legales para actuar judicialmente en defensa del patrimonio separado.
-



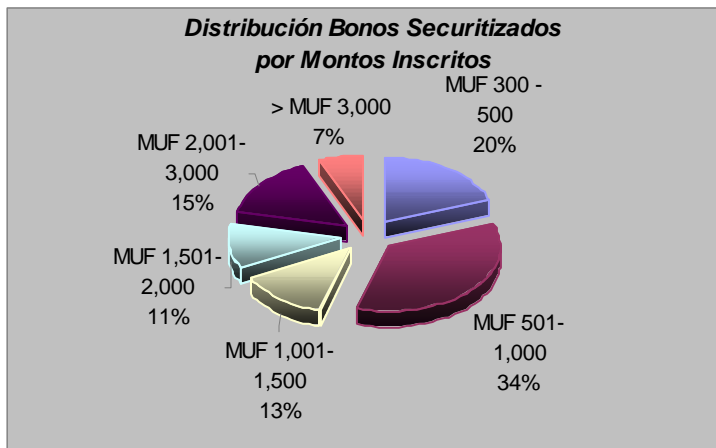
## Operaciones con Multi-Originadores

Nada impide que los activos que conforman un patrimonio separado sean aportados por distintos originadores; en el caso de la securitización de facturas podría ser un elemento que contribuya al desarrollo del mercado.

### *Incorpora Originadores al Mercado*

Las emisiones de títulos de oferta pública, en particular si es mediante procesos de securitización, tienen asociadas una serie de gastos fijos que inciden en el costo efectivo de una transacción (pago al representante de los tenedores de bonos y costos de auditoría, entre otros), muchos de ellos no contabilizables (por ejemplo, el esfuerzo inicial en términos administrativos y operativos).

Dado que los costos fijos incrementan su importancia relativa en la medida que disminuye el monto de la transacción, emisiones de bajo valor pueden resultar financieramente inconvenientes (aún cuando la tasa de colocación del bono sea inferior al costo financiero bancario).



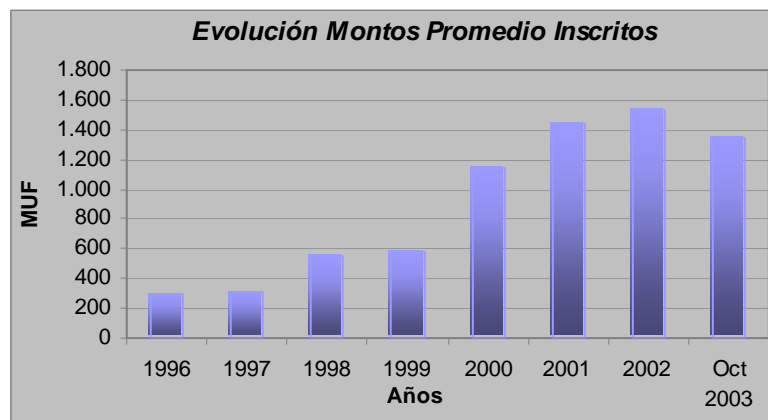
La experiencia chilena muestra que no ha habido emisiones de bonos securitizados por montos inferiores a las UF 302.000.

En el gráfico adjunto se muestra la distribución de los bonos securitizados a octubre de 2003 por montos inscritos en la Superintendencia de Valores y Seguros. Como se observa, sólo el 20% de ellos fue de un valor inferior a las 500 mil unidades de fomento; en contraposición, el 22% fue mayor a UF 2.000.000.

El valor promedio de los bonos securitizados de cada patrimonio separado ha sido del orden de UF 1.300.000; sin embargo, salvo por la baja el año 2003 (datos a octubre de ese año), se observa una tendencia al alza.

Como se observa en el gráfico, el valor promedio de las emisiones de bonos en los últimos tres años se ha situado en torno a un millón cuatrocientas mil unidades de fomento, cifra muy superior a las registradas en los inicios del mercado de securitización.

El incremento más significativo en el valor promedio de las emisiones de bonos se da entre los años 1999 y 2000.



Bajo el supuesto que los montos históricos emitidos son un buen referente para títulos respaldados por facturas, el valor nominal de este tipo de instrumento no debiera ser nunca inferior a UF 300.000. De esta forma, si se tiene un solo originador, se requeriría que éste tuviera cuentas por cobrar disponibles para securitización en torno a los M\$ 5.610 (suponiendo un sobrecolateral del 10%). Si la emisión fuese por UF 1.000.000 las cuentas por cobrar debieran ser del orden de M\$ 18.700.

La alternativa de utilizar varios originadores en una transacción permitiría la incorporación de empresas con menores volúmenes de cuentas por cobrar (bajo los M\$ 5.610) o, en su defecto, efectuar emisiones de bonos de mayor monto (lo cual permite absorber en mejor forma los costos fijos de la operación).

En síntesis, dado el perfil de las empresas proveedoras de tamaño medio, la alternativa de multi-originadores incrementa las posibilidades de desarrollar el mercado de securitización de facturas y de reducir el costo efectivo de estas operaciones.

#### *Favorece Diversificación de Carteras*

La incorporación al patrimonio separado de originadores que atienden a distintos mercados favorece la securitización de facturas, disminuyendo los riesgos por concentración de clientes y por tipos de industrias y, por ende, las reservas exigidas en la operación.

En las empresas proveedoras es común observar una demanda en donde pocos clientes concentran un elevado porcentaje de las compras. En general, dependiendo del rubro, la concentración se da en las grandes cadenas de supermercado, en las tiendas por departamentos, en los *homecenter* y en las cadenas de farmacias; en donde dos o tres clientes alcanzan una importancia relativa igual o superior al 35%.

De acuerdo con los criterios de clasificación de **Humphreys**, por regla general no se permite incorporar a las carteras de respaldo clientes con niveles de concentración superiores al 3%; en caso de aceptarse, se exige reservas adicionales (Ver acápite *Reservas por Concentración de Clientes* en la página 6 de este documento). Por ello, cualquier medida que contribuya a la desconcentración repercute positivamente en el volumen de la cartera a securitizar y/o en el nivel de reservas exigido.

Supóngase un proveedor que atiende a las tiendas por departamento y cuyas cuentas por cobrar se distribuyen de la siguiente forma:

Cliente A (Clasificado en AA)	:	18%
Cliente B (Clasificado en A)	:	15%
Cientes C (Sin clasificación)	:	10%
Cientes Atomizados (menor al 3%)	:	57%

Suponiendo que la cartera de cuentas por cobrar es por \$ 100, en definitiva la cartera efectivamente a securitizar sería la siguiente:

Cliente A (Clasificado en AA)	:	18,00	19,40% (se exige reserva adicional por exceso de 16,4%)
Cliente B (Clasificado en A)	:	15,00	16,17% (se exige reserva adicional por exceso de 13,17%)
Cientes C (Sin clasificación)	:	2,78	3,00%
Cientes Atomizados (menor al 3%)	:	57,00	61,44%

-----	
Total Cartera Elegible	92,78
Cartera que se excluye	7,22

Eventualmente la cartera a excluir podría ser superior si se establecieran límites máximos a la





concentración de los clientes clasificados en categoría AA y categoría A.

Supóngase que se tienen tres clientes, los cuales venden a tiendas por departamentos, supermercados y *homecenter*, con los siguientes niveles de concentración:

	<i>Proveedor Tiendas Dpto.</i>	<i>Proveedor Supermercados</i>	<i>Proveedor Homecenter</i>
Cliente Máxima Concentración (todos AA)	18,00%	22,00%	25,00%
Cliente Segunda Máxima Concent. (todos AA)	15,00%	18,00%	8,00%
Cliente Tercera Máx. Conc. (Sin clasificación)	10,00%	7,00%	5,00%
Clientes Atomizados (menor al 3%)	57,0%	53,00%	62,00%

Suponiendo que todas las carteras son por \$ 100 y que en ninguna de ellas se permite una concentración superior a 20%, las cuentas por cobrar disponibles en securitizaciones individuales sería la siguiente:

	<i>Proveedor Tiendas Dpto.</i>	<i>Proveedor Supermercados</i>	<i>Proveedor Homecenter</i>
Cliente Máxima Concentración (todos AA)	18,00	18,44	18,18
Cliente Segunda Máxima Concent. (todos AA)	15,00	18,00	8,00
Cliente Tercera Máx. Conc. (Sin clasificación)	2,78	2,77	2,73
Clientes Atomizados (menor al 3%)	57,00	53,00	62,00
Total Cartera Elegible (securitizable)	92,78	92,21	90,91
Cartera Eliminada por Excesos	7,22	7,79	9,09

La forma de reducir el porcentaje de cartera a eliminar, así como las reservas por excesos, sería mediante la conformación de un patrimonio separado que incluyera las cuentas por cobrar de los tres proveedores

Un patrimonio separado que incluyera a los tres proveedores tendría la siguiente conformación (suponiendo que la cartera de cada proveedor es por \$ 100):

	<i>Valor Cartera</i>	<i>Importancia Relativa</i>	<i>Observación</i>
Tienda por Departamento 1	18,00	6,02	Reduce fuertemente reserva por exceso
Tienda por Departamento 2	15,00	5,02	Reduce fuertemente reserva por exceso
Tienda por Departamento 3	8,98	3,00	Mínima eliminación por exceso
Otras Tiendas por Departamento	57,00	19,06	
Supermercado 1	22,00	7,36	Reduce fuertemente reserva por exceso
Supermercado 2	18,00	6,02	Reduce fuertemente reserva por exceso
Supermercado 3	7,00	2,34	No hay exceso
Otros Supermercados	53,00	17,73	
<i>Homecenter</i> 1	25,00	8,36	Reduce fuertemente reserva por exceso
<i>Homecenter</i> 2	8,00	2,68	Reduce fuertemente reserva por exceso
<i>Homecenter</i> 3	5,00	1,67	No hay exceso
Otros <i>Homecenters</i>	62,00	20,74	
<b>Total Cartera</b>	<b>298,98</b>		Mínima eliminación por exceso

De los ejemplos dados se desprende que al securitizarse conjuntamente las cuentas por cobrar, la cartera elegible se incrementa desde \$ 275,9 a \$ 298,98 (incremento del 8,36%); además de reducirse la necesidad de reservas adicionales por concentración (reduce proporción de activos inmovilizados).

Por otra parte, la opción de multi-originadores reduce substancialmente la exposición del patrimonio al riesgo de una industria en particular.

---

#### Facilidad en la Asignación de Reservas a Cada Originador

Las operaciones con más de un originador, en muchos casos, pueden dificultarse por la imposibilidad de determinar objetivamente el valor a pagar a cada uno de ellos por los activos aportados al patrimonio separado. Esta situación no se da en los procesos de securitización de facturas.

Los procedimientos aplicados por **Humphreys** permiten identificar clara y objetivamente las reservas exigidas a cada originador. Tanto las reservas por *default* como por dilución se establecen en conformidad al comportamiento de cada cartera en particular. Las reservas por concentración de clientes también responden a las características propias de las cuentas por cobrar del originador.

Las reservas por intereses y por gastos del patrimonio separado dependen de la estructuración que tenga cada operación y pueden ser prorrateadas de acuerdo al volumen de las carteras aportadas por los originadores y distribuirse uniformemente entre ellos o aplicarse otro método de asignación establecido por la sociedad securitizadora. Con todo, en general, este tipo de reservas son de baja importancia relativa dentro del contexto total.

---

#### Sin Riesgo por "Contaminación de Riesgos"

Una aprehensión atendible dice relación con el hecho que el comportamiento de un sólo originador influya negativamente en la capacidad de pago del patrimonio separado, independiente de los resultados de las restantes carteras incluidas en la transacción.

Básicamente los riesgos atendibles dicen relación con: i) aumentos significativos en los niveles de *default* y/o de dilución de la cartera de cuentas por cobrar de un originador y; ii) baja substancial en el nivel de actividad de un originador (reducción de cuentas por cobrar).

#### Aumentos Significativos en los Niveles de Default y/o Dilución

Este tipo de riesgo se puede neutralizar mediante el establecimiento de cláusulas en el contrato de emisión del bono que conlleven al prepago parcial de los títulos de deuda en la eventualidad que los niveles de *default* y/o dilución alcancen niveles cercanos a los porcentajes determinados como reservas (*triggers*). Por ejemplo, si la reserva por dilución para un originador en particular se estableció como 10% de su cartera, señalar en el contrato que el bono debe pagarse anticipadamente cuando la tasa de dilución de dicho originador llegue a un 8%.

El proceso de clasificación de **Humphreys** incorpora el análisis de la racionalidad de las cláusulas de aceleración del pago del bono, en especial para determinar su efectividad para proteger los intereses de los tenedores de los bonos. La evaluación también considera los incentivos que tienen los originadores para administrar adecuadamente sus respectivas carteras.

#### Baja Substancial en el Nivel de Actividad

Siempre existe la posibilidad que un originador disminuya la cantidad de facturas disponibles para ser traspasadas al patrimonio separado. Esta disminución puede ser estacional o producto de un deterioro sostenido en la actividad de la empresa proveedora.

En caso de disminuciones estacionales, la situación no reviste riesgo por cuanto la estructura debe contemplar la posibilidad que el sobrecolateral pueda estar conformado transitoriamente por inversiones de corto plazo en el mercado de valores. La baja rentabilidad de este tipo de



inversiones no reviste inconveniente por cuanto las facturas no generan intereses. Lo importante es que los valores negociables, inversiones de corto plazo, sustituyan íntegramente las facturas no aportadas por el originador.

Ante la eventualidad de una baja sistemática en el nivel de actividad, se hace necesario que la escritura de emisión de bonos establezca mecanismos para acelerar parcialmente el pago del bono (por ejemplo, si durante tres meses consecutivos no se puede reponer la cartera mínima exigida).