

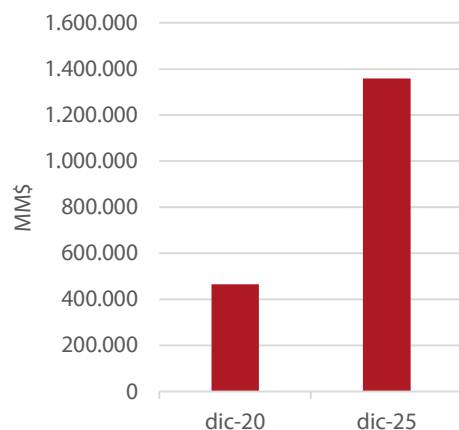
La securitización de activos como alternativa de financiamiento y liquidez

FICHA TÉCNICA

Marcelo Marambio Llanco
marcelo.marambio@humphreys.cl

Savka Vielma Huaiquínir
savka.vielma@humphreys.cl

Stock Bonos Securitizados



Bonos Securitizados

Las estructuras securitizadas corresponden a operaciones financieras en las que una entidad transfiere activos —habitualmente cuentas por cobrar o derechos sobre flujos futuros— a un patrimonio separado, el cual emite títulos de deuda en el mercado de valores para financiar la adquisición de dichos activos.

La capacidad de pago oportuno de este tipo de bonos se sustenta, principalmente —en caso de haberse mitigado adecuadamente los riesgos operativos—, en la generación de flujos provenientes de los activos de respaldo, sin que el originador asuma la responsabilidad directa por el cumplimiento de las obligaciones de los títulos emitidos.

Relevancia de la securitización en el mercado local

En los últimos años, la securitización de activos ha comenzado a adquirir una mayor visibilidad dentro del mercado de renta fija local, posicionándose gradualmente como una alternativa complementaria a las fuentes tradicionales de financiamiento. Si bien este tipo de operaciones presenta aún un grado de desarrollo acotado en el mercado chileno —lo que se refleja en el menor tamaño relativo de su *stock* de deuda frente al de los bonos corporativos—, su evolución reciente evidencia un dinamismo superior al observado en otros segmentos del mercado de deuda.

En efecto, entre 2020 y 2025, el *stock* de deuda de los bonos securitizados aumentó desde \$ 465.962 millones a \$ 1.358.484 millones, lo que representa un crecimiento nominal de 191,5%. En contraste, durante el mismo período, la deuda vigente de los bonos corporativos pasó de \$ 30.020.317 millones a \$ 41.844.747 millones, registrando un incremento nominal de 39,4%.

Este comportamiento ha implicado que la securitización incremente gradualmente su participación relativa dentro del mercado de deuda local, pasando de un 1,6% del *stock* de deuda vigente de los bonos corporativos en 2020 a un 3,1% en 2025. Lo anterior da cuenta de una mayor relevancia de este instrumento dentro del mercado local, aun cuando su escala continúa siendo acotada en términos absolutos.

En este contexto, a pesar de su menor escala relativa, la securitización ha mostrado ser una alternativa efectiva de financiamiento para diversas instituciones, permitiendo, en determinados casos, el refinanciamiento parcial o total de bonos corporativos previamente emitidos, el acceso a financiamiento por parte de entidades que atraviesan períodos financieros más complejos y, en otros, facilitar indirectamente el acceso al mercado de capitales mediante estructuras distintas a la deuda corporativa tradicional. Este atributo se explica, en gran medida, por la flexibilidad inherente a este tipo de operaciones, las cuales pueden estructurarse —bajo determinadas condiciones— de manera tal que permitan alcanzar una clasificación de riesgo objetivo.

De igual forma, la ingeniería financiera puede posibilitar la securitización de activos intrínsecamente poco líquidos que, mediante estructuras adecuadas, logran alcanzar elevadas clasificaciones de riesgo, favoreciendo así un mayor acceso a liquidez en el mercado, como se observa en los ejemplos que se presentan más adelante.

Flexibilidad estructural y efectos sobre la clasificación de riesgo

Esta flexibilidad ha resultado particularmente relevante en contextos de menor liquidez o mayor selectividad del mercado de renta fija, como ocurrió en el período posterior a la pandemia, facilitando a ciertas compañías el acceso a financiamiento cuando la emisión de bonos corporativos tradicionales

Ejemplo ilustrativo¹

A modo ilustrativo, puede considerarse un ejemplo simplificado que permite comprender la lógica subyacente a la estructuración y clasificación de un bono securitizado. Supóngase una operación en la que se emiten \$ 100 de deuda para financiar la adquisición de activos valorizados en \$ 110, lo que implica una razón de cobertura de 1,1 veces entre activos y deuda, consistente, para este ejemplo, con una clasificación de riesgo en “Categoría A”. En caso de que el objetivo sea alcanzar una clasificación superior, como “Categoría AA”, la estructura podría ajustarse reduciendo el monto de la emisión, manteniendo constantes los activos subyacentes. Así, si la deuda emitida se reduce a \$ 85 para adquirir los mismos activos valorizados en \$ 110, la cobertura aumentaría a aproximadamente 1,29 veces, fortaleciendo la capacidad de pago del instrumento al existir un mayor respaldo de activos y flujos para un menor nivel de obligaciones.

Asimismo, en caso de existir potenciales inversionistas interesados en adquirir bonos respaldados por un mismo conjunto de activos, pero con perfiles de riesgo diferenciados, la estructura puede contemplar la emisión de distintas series. Por ejemplo, considerando una emisión total por \$ 85, podría estructurarse en una serie preferente por \$ 68 y una serie subordinada por los \$ 17 restantes.

En este escenario, la serie preferente presentaría una cobertura equivalente a 1,62 veces, nivel que —en este ejemplo— podría permitir alcanzar una clasificación en “Categoría AAA”. Por su parte, la serie subordinada mantendría una cobertura cercana a 1,29 veces, la cual incorpora el efecto de la subordinación, dado que su pago se encuentra supeditado al cumplimiento previo de las obligaciones de la serie preferente. En consecuencia, la clasificación de esta última podría ubicarse en “Categoría AA” o eventualmente en una categoría inferior, dependiendo de las condiciones específicas de subordinación y de la estructura de mitigadores de riesgo contemplados en la operación.

Si bien, en la práctica, la evaluación de un bono securitizado es más compleja —donde **Humphreys** incorpora un modelo dinámico para estimar el comportamiento de los flujos de los activos mediante simulaciones de Montecarlo, además de realizar un análisis exhaustivo de los riesgos operativos de cada operación—, este ejemplo permite ilustrar conceptualmente cómo el diseño de la estructura financiera incide directamente en el perfil de riesgo y, en consecuencia, en la clasificación del instrumento.

enfrentaba mayores restricciones. Asimismo, la estructuración de este tipo de operaciones permite la conformación de esquemas *ad hoc* a los distintos apetitos de riesgo de los inversionistas, posibilitando la emisión de bonos con perfiles de riesgo diferenciados, determinados principalmente por la calidad y cuantía de los activos de respaldo, así como por los niveles de preferencia y subordinación asociados a las distintas series del bono securitizado, en otras palabras, para un mismo paquete de activos que se busca securitizar, es posible alcanzar clasificaciones de riesgo objetivo mediante la modificación del monto de emisión de cada serie del bono securitizado, así como de sus niveles de preferencia y subordinación, permitiendo adecuar la estructura de la operación al apetito de riesgo de los potenciales inversionistas. En la parte izquierda, se puede apreciar un ejemplo¹ de este punto.

Experiencias²

Dentro del mercado local, durante los últimos años se han observado casos de refinanciamiento mediante estructuras securitizadas en entidades como Empresas Hites S.A., Incofin S.A., Global Soluciones Financieras S.A., entre otras, las cuales securitizaron parte de sus cuentas por cobrar mediante la venta de activos a patrimonios separados.

En el caso de Empresas Hites S.A., durante 2024, la compañía refinanció un bono corporativo mediante un proceso de canje con sus acreedores, quienes recibieron bonos securitizados emitidos por el Décimo Patrimonio Separado de EF Securitizadora S.A., respaldados por derechos sobre flujos de pago provenientes de cuentas por cobrar originados por una filial de Hites. Cabe señalar que, durante dicho año, la clasificación de solvencia de Hites se mantenía en “Categoría BBB-”, mientras que los bonos preferentes series A y B de la referida emisión securitizada fueron clasificados, en primera instancia, en “Categoría AA” por **Humphreys**.

En el caso de Incofin S.A., a fines de 2024, la entidad enfrentaba el vencimiento de un bono corporativo por UF 1.000.000, el cual fue atendido luego de una extensión del plazo, mediante el uso de caja y el canje de aproximadamente \$ 15.000 millones correspondientes a la serie preferente de un bono securitizado emitido por el Décimo Tercer Patrimonio Separado de EF Securitizadora S.A., respaldado por los derechos de flujos de los contratos de *leasing* originados por la propia compañía y por Nuevo Capital S.A., una empresa relacionada. Cabe destacar que **Humphreys** le asignó una “Categoría AA+” al bono securitizado mientras que a Incofin, le mantenía una clasificación de “Categoría A-”.

¹ Este ejemplo es de carácter meramente ilustrativo y no representa niveles específicos de sobrecolateralización requeridos para acceder a una determinada clasificación de riesgo. En la práctica, dichas exigencias dependen de las características intrínsecas del activo subyacente, tales como su comportamiento histórico, estabilidad de los flujos, calidad crediticia y otros factores relevantes que inciden en la evaluación del riesgo de la operación.

² Para mayor detalle sobre las operaciones de securitización antes mencionadas, pueden encontrarlas en nuestra página web <<https://www.humphreys.cl/clasificaciones/securitizaciones/>>

Durante 2025, el Décimo Cuarto Patrimonio Separado de EF Securitizadora S.A. securitizó créditos automotrices originados por Global Soluciones Financieras S.A., donde esta última, destinó los recursos de la venta de sus activos, en parte, al pago de obligaciones asociadas a sus bonos corporativos, así como al financiamiento de su crecimiento. Las series preferentes A y B de la emisión securitizada fueron clasificadas, en primera instancia, en “*Categoría AAA*” por **Humphreys**, mientras que los bonos corporativos de la compañía mantenían una clasificación de “*Categoría BBB-*”.

Por su parte, entidades que se encontraban bajo procesos de reorganización judicial o en etapas previas a ella —tanto a nivel local como bajo el Capítulo 11 de la Ley de Quiebras de Estados Unidos— lograron acceder a fuentes de financiamiento a través de operaciones de securitización, como fue el caso de la Caja de Compensación de Asignación Familiar La Araucana y WOM S.A., respectivamente.

El caso de la Caja de Compensación de Asignación Familiar La Araucana, durante 2023, securitizó parte de su cartera de créditos sociales como parte de su plan para alcanzar acuerdos con sus acreedores y poder finalizar su proceso de reorganización judicial. La operación se estructuró mediante el Trigésimo Sexto Patrimonio Separado de BCI Securitizadora S.A. La emisión securitizada inició con una clasificación de riesgo de “*Categoría AA*” para las series preferentes A y B, mientras que la caja de compensación mantenía, al cierre de ese año, clasificaciones de riesgo dentro de la familia de las categorías A.

Por su parte, WOM S.A., en un contexto financiero complejo y previo a su adhesión al Capítulo 11, logró acceder a financiamiento mediante la securitización de créditos y flujos de pago asociados a contratos de servicios de telefonía y equipos suscritos con sus clientes. La operación anterior la efectuó EF Securitizadora S.A. a través del Noveno Patrimonio Separado, donde la serie preferente contó con una clasificación inicial de “*Categoría A*”.

En esta securitización, los mitigantes operacionales y estructurales —incluyendo la separación legal de los activos, una sobrecolateralización del 44,6% y la existencia de eventos de aceleración— fueron diseñados para proteger al patrimonio separado incluso ante la interrupción de operaciones del originador. En la práctica, estos mecanismos demostraron su efectividad ya que los bonos fueron prepagados en 2024, confirmando que la estructura aseguró el pago íntegro de las obligaciones del patrimonio separado.

Asimismo, se han identificado entidades que han accedido indirectamente al mercado de capitales a través de este tipo de estructuras, como es el caso de Coonfia, evidenciando la capacidad de la securitización para ampliar las alternativas de financiamiento más allá de los emisores tradicionales y a su vez permite a los inversionistas tener acceso a activos que de otra manera podrían no haberse transado en el mercado y, por ende, diversificar el riesgo de su portafolio.

En el caso de Coonfia, a fines de 2023, se llevó a cabo la securitización de los flujos provenientes de créditos originados por la propia compañía, mediante el Décimo Sexto Patrimonio Separado de Securitizadora Security S.A. Si bien Coonfia no contaba con una clasificación de riesgo pública, la emisión securitizada fue clasificada inicialmente por **Humphreys** en “*Categoría AA*” para la serie preferente y en “*Categoría BBB*” para la serie subordinada.

Por último, la flexibilidad que ofrece la securitización permite transformar activos de baja liquidez en bonos securitizados que, mediante el uso de ingeniería financiera y estructuras adecuadas de mitigación de riesgo, pueden alcanzar altas clasificaciones crediticias y, con ello, mayores niveles de liquidez en el mercado. Ejemplos de lo anterior corresponden al Décimo Séptimo y Décimo Octavo Patrimonios Separados de Securitizadora Security S.A., que securitaron pagarés emitidos por fondos de inversión y endosados por compañías de seguros, cuyo activo subyacente final corresponde a inversiones en *private equity* y *private debt*. Con todo, es relevante considerar que, dada la naturaleza de estos activos, los requerimientos de sobrecolateralización para alcanzar determinadas categorías de riesgo tienden, en general, a ser más exigentes que en otro tipo de estructuras.

Conclusiones

En síntesis, si bien la securitización continúa representando una fracción acotada del mercado de deuda local, su crecimiento reciente y su flexibilidad estructural la han posicionado como una alternativa relevante de financiamiento y refinanciamiento para diversas entidades, particularmente en contextos de menor apetito por riesgo o de mayores exigencias de liquidez. Ello se explica por la capacidad de estas operaciones para configurar perfiles de riesgo diferenciados, acordes con las preferencias de los distintos inversionistas del mercado.