



Clasificación de bonos de securitización de flujos futuros

FICHA TÉCNICA · METODOLOGÍA

Septiembre de 2026

Clasificadora de Riesgo Humphreys
ratings@humphreys.cl

1. Idea central

Un bono respaldado por la securitización de flujos futuros puede alcanzar una clasificación superior a la solvencia corporativa del originador (la empresa que vende los flujos). Aunque, en una primera impresión, puede resultar contraintuitivo, es la consecuencia lógica de cuatro elementos:

- Venta efectiva. La cesión de los flujos a un patrimonio separado es una venta efectiva, amparada por la ley de valores chilena.
- Continuidad tras el incumplimiento. Muchas empresas incumplen sus compromisos de deuda y, aun así, siguen operando y generando flujos, sea bajo la administración de un síndico o mediante acuerdos de reorganización, procesos que deben respetar la cesión ya realizada.
- Anticipación. La estructura puede incorporar eventos de aceleración que, ante el deterioro de la solvencia del originador, permiten apropiarse los flujos y prepagar el bono en un plazo breve.
- Suficiencia de los flujos. Capacidad de la operación de acceder a flujos elevados en un breve plazo, incluso asumiendo una caída importante en relación con el comportamiento normal esperado.

2. El rating del originador influye, pero no determina a priori

La solvencia del originador es un insumo relevante del análisis; su peso, sin embargo, depende de cómo interactúa con la estructura. Considérese un caso extremo, con fines ilustrativos: una empresa que genera ingresos por \$1.000 millones mensuales y un bono securitizado por \$1, respaldado por dichos flujos. La cobertura es de tal magnitud que la probabilidad de no pago resulta prácticamente nula, cualquiera sea la solvencia del originador. Se entiende, entonces, que la estructura de la operación puede tener un rol importante en la probabilidad de pago de un bono de securitización de flujos futuros, por tanto, este tipo de evaluaciones requieren de un análisis íntegro que recoja las particularidades de cada estructura de manera de reflejar con mayor fidelidad los riesgos reales de cada operación. Lo relevante ante la diversidad de posibles casos es disponer de criterios consistentes, no una métrica rígida que no distinga las particularidades que la ingeniería financiera puede introducir en cada transacción.

3. Cómo se evalúa

A. Características del originador

Se parte con una clasificación de solvencia tradicional la cual, posteriormente, se ajusta en función de la probabilidad que la empresa cedente de los flujos mantenga su actividad en el corto plazo, incluso ante la eventualidad de un *default*. Así, ante el incumplimiento de las obligaciones financieras, en los extremos se tiene entidades en donde existe evidencia que serán intervenidas por un organismo regulador y aquellas en que existe una alta probabilidad de interrupción abrupta.

B. Estructura de la operación

Suficiencia de los flujos (SF): Considera los ingresos históricos generados por el originador, atendiendo a las características propias del negocio del cual provienen —entre ellas, su estacionalidad, su recurrencia y el grado de concentración de los pagadores—, y el saldo insoluto del bono securitizado. Sobre esa base se estima en cuántos meses resulta posible recuperar la totalidad del saldo adeudado, castigando dichos flujos por un porcentaje de pérdida asociado a un deterioro importante en el negocio del operador. Es la interacción entre ambas variables —el plazo de recuperación y la severidad del castigo aplicado— la que determina la capacidad y suficiencia de los flujos cedidos. Los porcentajes de pérdida están en función de las características del originador y de los flujos vendidos.

Efectividad de la Alerta (EA): Capacidad de la estructura de la operación para anticipar el deterioro del originador y tomar control de los flujos oportunamente. Es un enfoque esencialmente cualitativo e incorpora el tipo y sensibilidad de las alertas, los mecanismos de prepagos parciales, la necesidad o no de convocar junta de bonistas y la facilidad de detección de las alertas, entre otros. El criterio determinante es la oportunidad de su activación: la alerta debe gatillarse mientras los flujos aún son suficientes para el prepago del bono, pero no antes de lo necesario, toda vez que una aceleración prematura puede precipitar el deterioro de un originador que todavía conservaba posibilidades de continuidad. Una alerta que se activa demasiado tarde no protege; una que se activa demasiado pronto puede destruir valor. La evaluación, en consecuencia, no recae sobre la alerta considerada de manera aislada, sino sobre su aptitud para operar en el momento preciso.

C. Análisis integral

Combina los tres factores para lograr equivalencia entre operaciones distintas: una con continuidad muy alta, pero alertas débiles y buena suficiencia puede equivaler, en riesgo, a otra con baja continuidad, pero alertas potentes y suficiencia muy elevada. Lo que se pondera en esta etapa no es el desempeño de cada

factor por separado, ya evaluado en los apartados anteriores, sino la medida en que las fortalezas de uno compensan las debilidades de otro. Es la interacción de los factores, no uno aislado, lo que determina la clasificación.

4. Implicancias para el Mercado

- Un bono bien estructurado puede ofrecer un perfil de riesgo mejor que el del originador, con la seguridad jurídica que entrega la ley a la constitución de patrimonios separados.
- Ofrece la oportunidad de acceder indirectamente al mercado de valores a empresas con delicada situación financiera, pero con flujos recurrentes y relativamente predecibles.
- Amplía las alternativas de inversión para los distintos inversionistas bajo riesgo controlado.
- Al incrementar el número de empresas susceptible de acceder indirectamente al mercado de valores permite a los inversionistas una mayor diversificación por sectores económicos y por tipo de exposición.
- Ofrece a los agentes del mercado a desplegar su iniciativa en cuanto a la estructuración de operaciones financieras.

Dentro de las operaciones de flujos de futuros, como en toda transacción crediticia, es de suma importancia el resultado de los análisis financieros inherentes; sin embargo, en estos casos, se adiciona como factor relevante la estructura misma de la operación, en particular aquellos factores que permiten apropiarse en forma oportuna y suficiente de los ingresos que han sido cedidos al patrimonio separado.

Humphreys queda a disposición de los inversionistas y del público en general para aclarar o profundizar los términos vertidos en este documento; también para mostrar y explicar su metodología de clasificación de bonos securitizados.

La metodología de **Humphreys** destaca entre sus pares por la aplicación de un método de evaluación basado en el método de Monte Carlos, lo cual permite reflejar fehacientemente el comportamiento real de las carteras de créditos (sobre la base de distribución de pérdidas) y entregar información útil a los inversionistas (probabilidad de *default* y pérdida esperada, entre otras variables).