



Aporte a la Discusión de Políticas Públicas

Humphreys en el ámbito de la responsabilidad social

**El Mercado de Valores como una herramienta
para combatir el déficit habitacional**

Humphreys, no ajeno a su responsabilidad social corporativa y como una forma de contribuir a la discusión país, pone a disposición del sector público y privado un lineamiento para una posible política pública destinada a financiar la adquisición de vivienda en los sectores de menores ingresos del país.

El documento tiene como único propósito aportar a la discusión pública desde un aspecto técnico sustentado en 35 años de presencia en el mercado y experiencia en diversos productos financieros. La propuesta se define como lineamiento por cuanto su objetivo es posibilitar la discusión a partir de bases mínimas, pero consistentes con las posibilidades que ofrece el mercado; bajo ninguna circunstancia pretende ser un estudio autosuficiente, teniendo claro que una política pública formal excede las competencias de una clasificadora. Con todo, se estima que se trata de una contribución que rompe esa disociación entre mercado de valores y políticas públicas, sin perjuicio que por el alcance dado al documento cada aspecto operativo está sujeto a modificarse y perfeccionarse.

La Propuesta-Delineamiento

Dado que la población de menores ingresos financia la adquisición de vivienda vía contratos de leasing habitacional, y no con mutuos hipotecarios bancarios, es necesario reducir la tasa de interés implícita en estas operaciones que, al margen de las condiciones de mercado, se sitúa en torno al 10% o más. Ello sería posible mediante un apoyo del Estado a los procesos de securitización respaldado por este tipo de instrumentos.

Se plantea que el Estado avale los bonos securitzados calificados inicialmente en categoría A o superior y, además, constituya un fondo para cubrir el riesgo de alza de interés que tiene el originador de contratos de arriendo. Todo ello controlando debidamente el riesgo del Estado y los recursos comprometidos. En contraposición, se limitaría la tasa de las operaciones de leasing, definiendo los puntos base sobre la tasa libre de riesgo. Una política de este tipo llevaría a una reducción en el pago de dividendos mensuales en cerca del 6% y/o permitiría aspirar a viviendas de mayor valor.

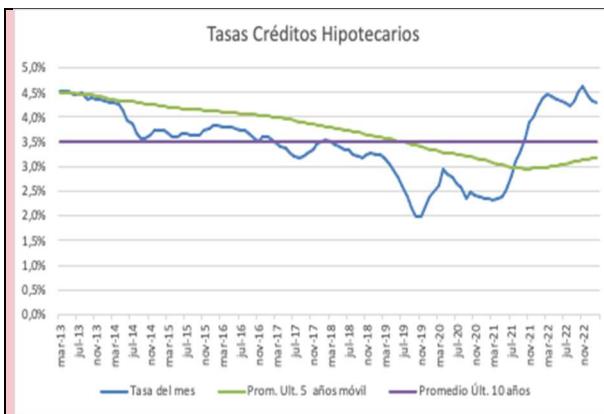
Cabe señalar que lo propuesto no es totalmente inédito, existiendo políticas similares en sus objetivos, aunque con algunas diferencias en su operatividad. En Estados Unidos, promovido por la Reserva Federal y el Tesoro, existió el TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility), programa cuyo propósito era estimular algunos tipos de créditos y reducir su tasa de interés. En Chile se formó un fondo estatal para afianzar los créditos adquiridos por los establecimientos educacionales con el objetivo de comprar inmuebles.

En el desarrollo de la propuesta-delineamiento se entregan más detalles, en especial, el bajo riesgo para el Estado y el reducido impacto fiscal esperado.

***El mercado de valores como herramienta
Para combatir el déficit habitacional***

Introducción

Dadas las características de las viviendas -inversión de largo plazo y de elevado valor relativo- el financiamiento para su compra requiere también una estructura de largo plazo y, además, un costo financiero lo más acotado posible. Es por esto último que ha habido preocupación por las condiciones de mercado que elevaron las tasas de interés aplicadas por los bancos al otorgar un crédito hipotecario.



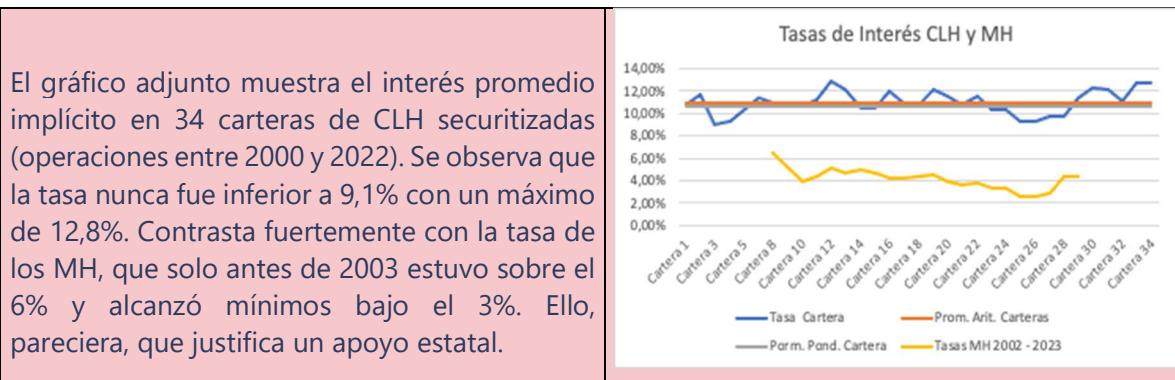
En el gráfico adjunto se puede apreciar el alza en los últimos dos años en la tasa de interés de créditos hipotecarios, llegándose en un momento al máximo de los últimos diez años (y muy por sobre el promedio de dicho período).

Obviamente, el alza de la tasa de interés encarece el costo del crédito y, con ello, reduce la posibilidad de financiamiento para un bien altamente deseado.

Sin embargo, siendo indiscutible la preocupación por el costo del crédito, la atención de algunos sectores parece estar focalizada sólo en las condiciones ofrecidas por el sistema bancario, olvidando a ese gran segmento de la población que no es "bancarizable" y que sólo mediante un contrato de leasing habitacional (CLH) accede a financiamiento para la adquisición de una vivienda, a un costo, por muchos ignorado, en torno del 10% anual, ello al margen que en algunos períodos las sociedades de leasing habitacional han tenido "fondeo" a tasas de interés bastante moderadas (en los hechos la tasa activa ha tendido a ser poco flexible a cambios en la tasa pasiva, en particular cuando estas últimas se reducen).

De acuerdo con información de la Cámara Chilena de la Construcción (año 2017), el déficit habitacional es cercano a las 740.000 viviendas y, del total, un 72% corresponde a personas con un ingreso bajo los \$ 770.000 mensuales, es decir, un grupo de la población que mayoritariamente no es "bancarizable" y, por lo tanto, le es indiferente las políticas del gobierno destinadas a reducir las tasas hipotecarias de los créditos bancarios. Si se considera que las exigencias crediticias llevan a que una persona no destine más del 25% de su sueldo al pago de dividendos, el sector con menores ingresos, apoyado por los subsidios

estatales, opta a viviendas de un valor en torno a las UF 1.000, conformando un segmento muy distante al atendido por los bancos.



Necesidades de financiamiento

Dentro del sistema bancario existe bastante competencia en el segmento de créditos hipotecarios; sin embargo, esta competencia alcanza sólo al estrato de la población que por nivel de ingresos es susceptible de constituirse como un cliente rentable para las instituciones bancarias. Asimismo, como los bancos tienen fácil acceso al fondeo, cuentan con pocas limitantes para atender a una demanda relativamente acotada (limitada por el hecho que además de requerir financiamiento para la compra de viviendas, tiene que presentar el perfil de un usuario multi-productos).

También, a través de mutuarias relacionadas, varias compañías de seguros participan en el negocio de mutuos hipotecarios, lo cual entrega más competencia al mercado, permitiendo presionar a la baja los márgenes del negocio.

Entonces, cabe preguntarse por qué no sucede lo mismo en el sistema de contratos de leasing habitacional. Si se sabe que la tasa de interés¹ es el precio por prestar dinero, se deduce que cuando aquella no baja es porque no existe la oferta suficiente para responder a la totalidad de la demanda. Es más, si todos los gobiernos implementan planes para subsidiar la demanda, pareciera reforzarse la idea de que el problema estaría en la oferta².

¹ Técnicamente un contrato de leasing es un arrendamiento con opción de comprar, no un préstamo. Sin embargo, en los hechos se trata de operaciones financieras similares en donde, en un caso, existe un costo financiero implícito y, en otro, explícito.

² Se entiende que el mayor riesgo de quienes acceden a CLH (en comparación con clientes bancarios) explica la existencia de una mayor tasa de interés, pero el punto principal es que el financiamiento vía CLH es poco sensible a las bajas en la tasa de interés de mercado. Por

Y si el problema está en la oferta, y al parecer el mercado no lo ha resuelto, cabe preguntarse qué podría hacer la autoridad para impulsarla, en especial por las connotaciones sociales de la compra de una vivienda y del déficit habitacional ya mencionado.

Dónde estaría el problema

Previo a cualquier propuesta cabe definir el problema. Lo primero a tener presente es que los contratos de leasing habitacional son operaciones de largo plazo, por tanto, se requiere que los originadores dispongan también, lo más expedito posible, de acceso a financiamiento de largo plazo. Lo segundo a constatar, es que las compañías de leasing habitacional no pueden mantener los contratos de arriendos en sus activos, pues significaría niveles de apalancamiento elevados y fuertes exigencias patrimoniales. En consecuencia, estas entidades originan los contratos de leasing para posteriormente venderlos bajo dos vías:

- A compañías de seguros de vidas.
- Procesos de securitización (bonos respaldados por carteras de CLH).

Sin embargo, cabe agregar que, por la necesidad de diversificar sus inversiones, las compañías de seguros tienen una capacidad limitada para compra CLH, por ende, difícilmente esta vía incrementará significativamente los recursos para financiar operaciones de leasing habitacional. Dado ello, la alternativa sería dar un impulso a la venta de bonos securitzados y, así, aprovechar las bondades del mercado de valores como proveedor de flujos de mediano y largo plazo.

Para lo anterior, es menester preguntarse por qué el mercado no ha dado solución eficiente al problema y, como respuestas posibles, se tiene:

- Baja propensión a la compra de bonos securitzados.
- Necesidad de acopio de CLH para, posteriormente, securitzar.

otra parte, en nuestra opinión, aun considerando el riesgo de los clientes de CLH y los bancarios, así como los gastos relativos asociados, la diferencia de tasas de interés no se justifica; en especial, que para los primeros existen subsidios estatales para cubrir parte importante de las pérdidas en caso de incumplimiento del arrendador.

Explicación del problema

Los problemas identificados –relacionados con el bono securitizado y con el acopio de CLH- llevan a desincentivar la originación de este tipo de productos y, por ende, su oferta lo cual, dado el déficit habitacional existente, mantiene elevado el costo de financiamiento de los CLH.

Baja propensión a la compra de bonos securitzados

Producto de la crisis subprime, posiblemente, se observa cierta desconfianza a los títulos de deuda securitzados, incluidos los respaldados con operaciones hipotecarias, en particular si se trata de préstamos de bajo valor como lo son los CLH (ya que, equivocados o no, lo asimilan a una hipoteca subprime de Estados Unidos). No obstante, se trata de valores que, en Chile, en general, han tenido un buen desempeño. Además, los activos subyacentes (CLH), medido en relación con las obligaciones cubiertas, han tenido un comportamiento muy distante de aquellos créditos que originaron la referida crisis.

Esta desconfianza conlleva a que se disminuya la demanda por la compra de bonos securitzados y que se exijan premios por riesgo por sobre lo exigido a otros títulos con equivalente categoría de riesgo. En definitiva, junto con encarecerse el costo de financiamiento para las compañías de leasing, se disminuye la posibilidad de venta de CLH, todo lo cual incide negativamente en las condiciones de tasa de interés que se ofrece a los sectores de la población de menores recursos.

Dicho lo anterior, es importante disminuir, no sólo la percepción, sino efectivamente el riesgo de los bonos securitzados respaldados con CLH con el objeto de incentivar su demanda y, así, posibilitar que estos instrumentos sean colocados a tasas de interés lo más baja posible.

Acopio de CLH

El proceso de securitización requiere respaldar los bonos con un conjunto no menor de CLH. Dado ello, el proceso de conformación de carteras hipotecarias susceptibles de vender en un proceso de titularización lleva un período de tiempo que puede oscilar entre seis y doce meses.

En un lapso de tiempo como el señalado y, en realidad, en cualquier extensión de tiempo, está la posibilidad de variaciones en la tasa de interés. Para el caso de un originador que está dispuesto a securitizar sus cuentas por cobrar existe el riesgo que un alza en la tasa de interés haga poco rentable, incluso anti-económica, la operación. Esta situación incentiva a los originadores a fijar un alto costo de

financiamiento a los CHL para atenuar el impacto de posibles alzas en la tasa de interés al momento de la venta de sus activos.

Si bien al incrementarse la frecuencia de los procesos de securitización (por mayor demanda del mercado), tendería a reducirse el tiempo que media entre la originación de los activos y el momento de sus ventas, el riesgo de alza en la tasa de interés igual persiste; por lo tanto, sería conveniente neutralizarlo.

Una propuesta de solución

Dado lo ya comentado, se entiende que una forma de apoyar la adquisición de viviendas a la población de menores ingresos es facilitando los procesos de securitización de CLH de manera que provoquen un impacto positivo en la tasa de interés implícita en los contratos de arriendos.

Considerando el beneficio social que tiene toda medida que favorezca la disminución del déficit habitacional, estimamos importante la participación del Estado, bajo cuatro premisas:

- Constituya una ayuda efectiva para los potenciales compradores de viviendas.
- No signifique un riesgo excesivo para el Estado, que no implique un gasto desproporcionado en relación con las políticas habituales en materia de vivienda.
- Que el sector privado mantenga rentabilidades acordes con las características del negocio, considerando el impacto de la intervención Estatal.
- Que sea una intervención durante un tiempo acotado.

Si bien en Chile no se tiene experiencia de ayuda social canalizada por medio del mercado de valores, países como Estados Unidos han establecido políticas de esta índole para incentivar el mercado de securitización respaldado por créditos de consumo y comerciales, particularmente después de la crisis subprime (TALF: Term Asset-Backed Securities Loan Facility)³. En todo caso, la presente propuesta difiere en variados aspectos con la política norteamericana, pero coinciden en su esencia, en utilizar el mercado de renta fija como complemento a las ayudas sociales de corte más tradicional.

Dicho lo anterior, aun cuando pueda resultar contraintuitiva la propuesta que se presenta, no es totalmente inédita y, lo más importante, puede generar un efecto positivo directo y rápido en la población de menores ingresos del país, los cuales, en materia de financiamiento para la adquisición de vivienda, presenta una

³ Si bien se trata de un programa de la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro, lo relevante es que se pone el aparato fiscal, con toda la seguridad que ello da al mercado, para alcanzar objetivos con impacto social.

situación muy desfavorable con aquellos sectores que conforman el segmento objetivo del sistema bancario.

Apoyo emisión títulos de deuda securitizados AAA

Se propone que el Estado garantice el pago oportuno de los bonos securitizados, de manera de bajar sustancialmente el riesgo percibido por los inversionistas y, por tanto, reducir la tasa de interés a niveles equivalentes a los instrumentos emitidos por el Estado. Sin embargo, para que esta medida no comprometa en forma irrazonable los recursos fiscales y, además, se traduzca en un beneficio efectivo para la población de menores recursos que accede a créditos para la vivienda, se requieren, a lo menos, las siguientes condiciones:

- Que las sociedades de leasing habitacional vendan sus activos a patrimonios separados, constituidos según lo definido en la ley N° 18,045, para que estos estructuren bonos *mezzanines* con categorías AAA, AA y A, maximizando el monto de la emisión de los títulos con menor riesgo (AAA). Estos bonos (AAA, AA y A), como se demuestra más adelante, presentan un riesgo muy reducido y una probabilidad de pérdida bajísima (tiende a cero). Si bien se podría pensar que no sería necesario avalar un bono que por sí solo es AAA, ello sí es necesario por cuanto la evidencia empírica refleja que, por distintas razones, el mercado tiende a incrementar los *spreads* por riesgo a los valores securitizados.
- Que los CLH destinados a operaciones securitizadas con aval del Estado pacten los créditos a la tasa libre de riesgo más 200 puntos base⁴. Este permitiría, como se muestra más adelante, un beneficio directo para la población de menores recursos, y sería un negocio atractivo para las sociedades de leasing habitacional (que además se beneficiarían por ejercer la labor de cobranza).

Seguro contra riesgo de alza de tasas

Un riesgo de mercado asociado con la securitización de CHL dice relación con el hecho que la tasa de interés puede incrementarse en el período que media entre el acopio de los activos y el momento en que se emite el bono securitizado. Este es un riesgo relevante para los originadores de los CLH, que de no tener solución restaría incentivos para participar en un sistema que los obliga a limitar la tasa de interés implícita en los contratos.

Dado lo anterior, como se explica más adelante, se propone que el Estado contribuya a controlar este tipo de riesgo, siempre velando por uso racional de los recursos fiscales.

⁴ Se entiende que los 200 pb son susceptibles de ser discutido. El ánimo de la propuesta es generar un nuevo punto de discusión en materia de políticas sociales. Con todo se estima que, en lo grueso, se trata de un *spread* razonable.

Si bien una lectura rápida pudiese concluir que se pretende entregar un subsidio a los originadores, en la práctica sería un seguro otorgado como compensación por el mayor riesgo que se les impondría al restringirse la libertad de fijar libremente los precios a cada operación. Desde una perspectiva social y global, el beneficio último sería la mayor disposición de recursos para la adquisición de vivienda para los sectores de la población de menores ingresos. Por ello se propone:

- Que el riesgo de alza de interés no conlleve pérdida para los originadores, asegurando que en la colocación de bonos se recupere, a lo menos, el saldo insoluto de los activos.
- Lo anterior implica que la participación del Estado se produce cuando los recursos captados en la colocación de los bonos securitizados, producto del alza en la tasa de interés, no cubren los fondos que los originadores destinaron para financiar la compra de viviendas (por lo tanto, el Estado no actuaría si el aumento de tasas de interés conlleva sólo a una ganancia menor a la esperada).
- El 50% del riesgo lo asumen los arrendatarios, vía ajuste de los canon mensuales pagados (lo que permitiría incrementar los fondos captados en la emisión del bono securitizado). Si bien implica un riesgo para el arrendatario, de igual forma se obtendrían tasas de financiamiento inferiores a las que se acceden en las condiciones actuales (la posibilidad de cambio en el monto del arriendo debiese estar especificado en los contratos)⁵.
- El 50% restante sería cubierto mediante un apoyo del Estado, quien mediante la formación de un Fondo compraría bonos subordinados al patrimonio separado, a un precio que permitiese evitar la pérdida al originador.
- Se estima que un Fondo Estatal⁶ por US\$ 250 millones podría ser suficiente para sus propósitos.
- En contraposición, en caso de baja en la tasa de interés, el 50% del beneficio adicional (por sobre lo presupuestado) lo recibiría el arrendador (rebaja de cuota mensual), un 30% el Fondo Estatal y un 20% el originador (ya que, si bien se le eliminan las pérdidas, no se le asegura el nivel de ganancias).
- Dado lo anterior, el Fondo se nutriría con los US\$ 250 millones aportados por el Estado, más el beneficio que se obtiene cuando se reduce la tasa de interés y, en el largo plazo, por lo que pueda recibir por el bono subordinado. Se estima que en el mediano y largo plazo el Fondo debiese mantener cierta estabilidad.
- Considerando el actual nivel de tasa de interés, se presume que sería más probable que en un comienzo el Fondo tendiese a beneficiarse con una baja de tasas de interés, más que perjudicarse por un alza. Ello permitiría comenzar robusteciendo el Fondo.
- Si se asume que el acopio de CLH es relativamente uniforme en el tiempo, es de esperar que las tasas de las últimas operaciones sean más similares a la tasa de mercado al momento de la colocación.
- En el pasado el Estado ha constituido un fondo similar -al menos en su objetivo último, no así en su operatividad- para avalar los créditos otorgados a establecimientos educacionales (con el objeto de que estos adquieran los inmuebles en donde funcionan).

⁵ Las letras hipotecarias, muy comunes en el pasado, traspasaban todo el riesgo de alza de tasas al solicitante del crédito.

⁶ El Estado creó un Fondo de similar tamaño para dar garantía a la deuda de los establecimientos educacionales con el objeto de comprar los inmuebles en donde ejercen la labor educativa.

Beneficios para la población

Para ilustrar los beneficios, se toma como referencia la compra de una casa de \$ 36 millones (levemente superior a las UF 1.000), adquirida con un CLH a 20 años, en un caso con una tasa implícita del 10% anual (inferior a lo que usualmente ha sido el promedio) y en otro del 6%, según la propuesta. También se supone que actualmente los arrendatarios pagan como canon mensual el 25% de sus ingresos (política bastante transversal en la industria).

Como es de suponer, la ganancia para el comprador de la vivienda estaría dada por el pago de un menor dividendo mensual, la adquisición de una vivienda de mayor valor o una mezcla de ambas.

En el caso que la persona comprase la misma casa, pero la financiase a una tasa de interés del 6% y no del 10%, el dividendo mensual, sin considerar seguros, disminuiría desde \$ 337.190 a \$ 254.625, es decir, una liberación de recursos de \$ 82.565 mensuales, equivalente al 6,1% de su ingreso. Visto de otra forma, su ingreso mensual, neto de dividendos, se incrementaría en un 8,2%.

Beneficios Propuestas		
Valor Vivienda	36.000.000	36.000.000
Tasa Anual CLH	6%	10%
Dividendo Mes	254.625	337.190
Dividendo / Ingresos	18,88%	25,00%
Ahorro Mes	82.565	
Ingresos Netos de Dividendos	1.094.136	1.011.571
Aumento Ingresos	8,16%	
Valor Casa Mismo Canon Mes	47.673.408	36.000.000
Mayor Valor	32,4%	
Mayor Pie	2.334.682	

Por otra parte, si se asume que la persona está dispuesta a mantener el pago del arriendo mensual, incluso aunque tuviese una rebaja en la tasa de interés, tendría la opción de acceder a una casa de mayor valor, del orden del 32%, pero requiriendo, eso sí, incrementar el monto del pie en igual proporción.

Muy bajo riesgo para el Estado

Como ya se mencionó, en el mediano y largo plazo, dada la operatividad propuesta, se tendería a controlar el riesgo que asume el Estado por crear un fondo destinado a limitar el impacto de un alza en la tasa de interés. En el evento muy poco probable, de un incremento constante y/o extremadamente abrupto en la tasa de mercado, el riesgo estaría acotado por el aporte inicial al fondo.

Dado lo anterior, queda por verificar cuál es el riesgo real por el hecho que el Estado entregue su garantía a bonos securitzados inicialmente calificados en categoría A o superior. Para ello, lo mejor es analizar el comportamiento que ha tenido este tipo de títulos de deuda cuando han sido respaldado con CLH.

La experiencia muestra, tal como se refleja en el cuadro de más abajo, que, de los 22 títulos de deuda securitzados, respaldados por CLH y clasificados por **Humphreys** en categoría A o superior, sólo uno vio deteriorada su clasificación a grado de especulación. De los 21 instrumentos restantes, 20 mantuvieron o mejoraron la categoría de riesgo asignada y uno, en un momento, presenta un leve debilitamiento que después se revierte.

Es más, adicional a lo anterior, hubo nueve casos de títulos de deuda clasificados bajo la categoría A -entre B y BBB- que posteriormente mejoraron sustancialmente su capacidad de pago, alcanzando notas de A o superior.

Lo anterior prueba que es bastante reducido el riesgo que asume el Estado al entregar una garantía estatal; además, se debe considerar que la existencia de activos subyacentes para los CLH reduce significativamente la pérdida esperada para los bonos.

Es importante señalar que hubo dos transacciones no evaluadas en su origen por **Humphreys** que comenzaron con bonos clasificados en categoría AA, que luego se deterioraron significativamente. Sin embargo, cuando **Humphreys** las analizó por primera vez le asignó BBB, es decir bajo A.

Secu/Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Sec 2																								
Pref C	AA	AA	AA	AA	AA+																			
Sec 3																								
Pref	AA	AA+																						
Sec 7																								
Pref																								
Sub 1	AAA																							
Sub 2	AA-																							
BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	
Sec 9																								
Pref																								
Sub 1	AAA																							
Sub 2	AA																							
A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	
BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	
B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	
Sec 10																								
Pref																								
Sub 1	AAA																							
Sub 2	AA																							
A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	
BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	
B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	
Sec 13																								
Pref																								
Sub 1	AAA																							
Sub 2	AA																							
A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	
BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	
B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	
Banch 13																								
Pref																								
Sub 1	AA																							
Sub 2	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	
BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	
B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	B-	
EF1																								
Pref																								
Sant 8	AA																							
Pref																								
Fint 1																								
Pref																								
Bic 12	AA																							
Pref																								
Bic 21	AAA																							
Pref																								
Sub 1	AA																							
Sub 2	BBB																							
Sud 2																								
Pref																								
Tra 4	AA																							
Pref	N.C:H:																							
Tra 5																								
Pref																								
N.C:H: No calificado por Humphreys (initialmente fueron calificado en categoría A o superior, pero no por Humphreys)																								
Estos bonos tuvieron un fuerte deterioro en su calificación, pero más por errores en su estructuración que afectaron la probabilidad de default, aunque no, necesariamente la pérdida esperada																								

Considerando finales

Obviamente, existen otros aspectos a considerar para evitar riesgos no previstos; sin embargo, todos ellos suelen estar incluidos en los procesos de securitización adecuadamente estructurados; es decir, aquellos que no se preocupan exclusivamente de los aspectos financieros, sino que dan especial importancia a la eliminación, control y atenuación de los riesgos operativos.

Entre los aspectos a considerar, se tiene:

- Deben generarse mecanismos para que los originadores de los CLH estén comprometidos con el mejor desempeño en el largo plazo de las carteras a securitzar.

- Deben existir formas de evaluación de los originadores, en especial su capacidad de administrar las carteras de CLH, lo que incluye calificar su viabilidad en el tiempo.
- Debe generarse un mecanismo para determinar la tasa libre de riesgo en cada momento. Una posibilidad es emular, en lo que corresponda, la forma en que se fijan algunas tarifas de servicios públicos, en donde existe la figura del panel de expertos.
- Debe definirse el período en que intervendrá el Estado (ya que, posteriormente, existiría experiencia para colocar precio de mercado a las funciones cubiertas por el Estado).
- Puede acotarse el periodo de aval del Estado. Por ejemplo, levantar la garantía a bonos con una antigüedad superior a diez años y que sin caución igual calificarían en AAA.