



# El mercado de bonos securitizados en Chile<sup>1</sup>

Finanzas

**Jorge Gregoire**  
Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile, MBA Universidad de Chicago. Profesor titular Universidad de Chile  
jgregoir@admin.facea.uchile.cl

**Salvador Zurita** Ingeniero Comercial  
Universidad de Chile,  
Ph.D. en Administración con especialidad en Finanzas UCLA  
szurita@admin.facea.uchile.cl

La securitización como actividad financiera constituye una innovación muy importante en el mundo desarrollado y especialmente en los EEUU desde los años 70, pero alcanzando un verdadero *boom* en los 80. Ella permite transformar activos poco líquidos, en un nuevo título de oferta pública que se transa en un mercado secundario, con suficiente liquidez y confianza. Específicamente, una entidad securitizadora reagrupa diversificadamente préstamos o activos que adquiere de una institución, y emite y vende una obligación con el respaldo de los activos anteriores, vale decir los activos adquiridos son utilizados como colateral.

En nuestro país, el texto reformado de la Ley de Mercado de Capitales, en vigencia desde marzo de 1994 dio un primer paso regulándose la creación y operación de sociedades securitizadoras como único giro de negocio. Adicionalmente la ley de Bancos ha sido reformada (1997) para permitir filiales bancarias securitizadoras. No obstante, transcurridos más de seis años, la efectiva aplicación aún está en sus

<sup>1</sup> Este artículo se basa en el documento de trabajo de los autores, "Desarrollo y Perspectivas de la Securitización en Chile"

**Tabla 1**  
**Emisiones de bonos securitizados con grado de inversión hechas en Chile**

Emisor	Monto (UF)	Clasificación	Fecha de emisión
Transa 1	302.000	A	Diciembre de 1996
Transa 2	311.000	A	Mayo de 1997
Transa 3	547.000	A	Marzo de 1998
Santander 1	418.000	AA	Julio de 1999
Santander 2	668.000	AA	Diciembre de 1999
Santander 3	811.000	AA	Abril de 2000
Security 1	427.000	AA	Abril de 2000
Security 2	426.000	AA	Mayo de 2000
<b>Total</b>	<b>3.910.000</b>		

Fuente: Security Securitizadora, citado en El Diario, martes 27 de junio de 2000

inicios, y por lo mismo, se han aprobado recientemente nuevas reformas para ampliar la gama de activos o flujos futuros posibles de securitizar. La Tabla 1 a continuación reporta las únicas emisiones de bonos securitizados que se han realizado hasta la fecha, por un monto total cercano a los UF 4 millones. Todas ellas han tenido como respaldo un pool de mutuos hipotecarios o de contratos de leasing habitacional. El objetivo de este artículo es precisamente analizar el desarrollo, o más bien su falta del mismo, de la actividad securitizadora en Chile y sus perspectivas.

**Mecánica y beneficios de la securitización**

Con el objeto de describir la mecánica de una securitización, presentamos a continuación el caso de securitización de instrumentos de deuda (única realizada en Chile hasta la fecha)

Como se aprecia en la figura anterior, la securitización incluye los siguientes siete actores:

- El **originador del crédito**, quien hace el préstamo, y puede servirlo también (en el ejemplo, cobrar los dividendos mensuales y realizar pasos necesarios para asegurar que el deudor cumpla sus obligaciones, a lo largo de la vida del contrato)

- Un fondo o vehículo con propósito especial tal (SPV o “special purpose vehicle”), que compra créditos y emite instrumentos securitizados que tienen como colateral los créditos comprados; en la ley chilena corresponde a la **sociedad securitizadora** y los **fondos de patrimonio separados** (entre sí y respecto de la securitizadora, para proteger en caso de quiebra) que la ley le faculta crear para cada emisión.

- **Clasificadoras de riesgo**, que cumplen un papel determinante, debido a que muchos inversionistas regulados (fondos de pensiones, compañías de

- El **deudor**, quien obtiene un crédito de un originador (por ejemplo, una persona que contrae un crédito hipotecario para financiar la compra de su vivienda)

**Estructura de una Securitización de Préstamo**



seguros de vida) no se les permite comprar títulos clasificados con grado menor que inversión. La clasificación privada crea una familia de títulos transables y promueve liquidez y permite al mercado valorarlos.

- Para garantizar una alta clasificación se requiere la participación de **mejoradores de riesgo** (por ejemplo, mediante una póliza de una compañía de seguros con muy alta clasificación crediticia), o **sobrecolateralización** (emitir bonos securitizados por un valor menor al del colateral), o diseñar una estructura de **deuda preferente y otra subordinada**, o establecer un **depósito de reserva** para proteger los flujos de caja en el evento de incumplimiento de los créditos subyacentes. Típicamente el originador negocia con las

clasificadoras el tipo y monto de la sobrecolateralización o política de garantía necesarios para obtener una determinada clasificación. Ellas se determinan en base a experiencia histórica de los créditos subyacentes en buenos y malos tiempos. Cuando esta información no está disponible, o no es relevante, las clasificadoras usualmente son conservadoras y requieren mayores mejoras de crédito.

- El **banco de inversiones** (“underwriter”) es responsable por valorar y comercializar los instrumentos securitizados a los inversionistas, correspondiendo en la ley chilena a la **sociedad securitizadora** propiamente tal. Como tienen una relación continua con los inversionistas institucionales, pueden aconsejar respecto a lo que el mercado comprará (preferencias,

requisitos legales, etc.) y a qué precio.

- Finalmente, los **inversionistas** que compran los títulos securitizados juegan un papel vital en el éxito de estos mercados. Los títulos emitidos deben corresponder a sus necesidades de financiamiento, por ejemplo debe haber un calce con obligaciones por jubilaciones que enfrentan las compañías de seguros de vida (en el caso de las rentas vitalicias). Sus necesidades de deudas de corto versus largo plazo, o tasa flotante versus fija, sus objetivos de alcanzar altos retornos, todo ello afecta los instrumentos que comprarán.

En el mercado norteamericano, donde surgió la securitización y donde ha sido más exitosa, se han identificado seis formas en que esta innovación financiera ha creado valor, las que se resumen en las primeras dos columnas de la Tabla N°2. Entre éstas destacan la transformación de activos ilíquidos en activos líquidos y transables en mercados secundarios (de ahí la expresión securitización, o titularización, referida a convertir activos que no son transados en *securities*, títulos de oferta pública), y la amplia oferta de términos (plazos, posibilidades de prepago, prioridad en recibir pagos) y de tasas que son ofrecidas en los instrumentos securitizados, la que contrasta con la reducida oferta de términos y tasas ofrecidas en los instrumentos de crédito convencionales.

Toda innovación financiera tiene una motivación básica para innovar, aunque no siempre produce una eficiencia real en el sentido de un beneficio social neto. Por ejemplo, innovaciones destinadas a disminuir la carga tributaria tienen un claro beneficio privado, pero si el gasto social del gobierno se considera de igual valor, no tendrían un beneficio social. En el caso de la securitización, a partir

**Tabla 2**  
**Ventajas de la securitización en EEUU**

Créditos	Instrumentos securitizados	Motivación para innovar
Ilíquidos	Líquidos, transables	Mejora la liquidez
Valoración del colateral subjetiva y periódica	Valor determinado por el mercado, a veces diariamente	Reduce costos de agencia y de monitoreo
Originador estima el riesgo	Terceras partes estiman el riesgo (clasificadoras y mejoradores)	Reduce costos de agencia
Altos costos operacionales del originador	Bajar los costos operacionales del originador	Bajos costos de transacción
Mercado de inversionistas local	Mercado de inversionistas nacional, global	Completar el mercado
Términos y tasas ofrecidas limitadas	Amplia oferta de términos y tasas	Completar el mercado

de las características de los instrumentos securitizados presentadas también en la Tabla 2, es posible identificar varias formas por las que puede mejorar el desempeño social del mercado financiero, las que se resumen en la tercera columna de la misma tabla.

- La mayor oferta en términos y tasas que se produce con la emisión de bonos securitizados, así como la posibilidad de acceder a un mercado global en vez de local de inversionistas, pueden satisfacer demanda por **completitud de mercado**, en el sentido de Arrow-Debreu, expandiendo oportunidades de distribuir el riesgo, hedging, entre otras. Un ejemplo interesante son lo que se conoce como “títulos respaldados por hipotecas desvestidos” (*stripped mortgage backed securities*), donde los pagos de principal se separan de los pagos de interés. En este caso, todos los pagos de principal son canalizados a una clase de bonos securitizados, llamados “sólo principal” (*principal only, PO*), y todos los pagos de interés son canalizados a otra clase de títulos securitizados llamados “sólo interés” (*interest only, IO*). Lo que distingue estas dos clases de títulos es cómo responde su valor ante cambios en la tasa de pre-pagos del *pool* de activos que respalda la emisión: si la tasa de pre-pago aumenta, los PO se vuelven más valiosos (el principal es recibido antes, luego su valor presente crece) y los IO se vuelven menos valiosos (al producirse el pre-pago, se interrumpe el pago de intereses, con lo que los flujos de caja que van a los IO son menores); si la tasa de pre-pago disminuye, ocurre lo contrario. Como hemos visto, esta diferente respuesta frente al volumen de pre-pagos se debe a que mientras los PO prometen un pago fijo, el momento en que se producirá es incierto; en contraste los IO no prometen un pago fijo sino incierto. Así, estas clases de instrumentos completan el mercado ofreciendo a los



inversionistas instrumentos para apostar o cubrirse de riesgos de pre-pago. En un ejemplo menos sofisticado, el emitir series largas con cero cupón o con períodos de gracia en el mercado chileno ofrece a las compañías de seguros de vida la posibilidad de comprar títulos con alta duración, los cuales demandan para efectos de calce con los pasivos (largos) originados por las rentas vitalicias que han vendido.

- La superior liquidez de los instrumentos securitizados y los bajos costos operacionales del originador implican una segunda motivación económica para esta innovación financiera, la posibilidad de bajar los **costos de transacción**, o de **mejorar la liquidez**. La securitización es un negocio de volumen, por lo que estas ventajas se materializan en mayor

medida si esta innovación es exitosa, lo que hasta ahora no ha ocurrido en Chile.

- Finalmente, al ser terceras partes quienes estiman el riesgo (clasificadoras de riesgo privadas y mejoradores de crédito, por ejemplo compañías que aseguran el pago los bonos securitizados), y al producirse un mercado secundario que determina periódicamente el valor de los instrumentos securitizados (en contraste con la valoración subjetiva del colateral por el propio originador), se produce una reducción de **costos de agencia**, debida a **información asimétrica**, **monitoreo incompleto**, y otras. Específicamente, la sociedad securitizadora debe entregar información detallada a las clasificadoras de riesgo privadas y a la compañía de seguros que garantiza el

pago de los instrumentos securitizados (si lo hubiere) sobre las políticas de crédito que se aplicaron al originar los activos que respaldan la emisión, su historia de incumplimientos, pre-pagos, etc., información toda que sería muy difícil y cara de producir por un inversionista individual que decida comprar los instrumentos, costo que llevaría a una mayor asimetría de información y posteriormente a un monitoreo incompleto de su desempeño. En contraste, las clasificadoras de riesgo están comprometidas a seguir el desempeño de los instrumentos y a mantener su clasificación de riesgo actualizada, en lo cual también tienen un *expertise* y economías de escala respecto a un inversionista individual.

En tal sentido puede afirmarse que la securitización, como innovación financiera, tendría un fundamento en las tres anteriores, pudiendo señalar que contribuye a optimizar la distribución

de riesgos y de plazos, también en cuanto a aumentar la liquidez, y finalmente podría también bajar los costos de intermediación financiera. No es tan claro, por otra parte que la securitización, a diferencia de otras innovaciones financieras, esté motivada en lo importante por el argumento del Premio Nobel de Economía Merton Miller en cuanto simplemente buscar una salida a regulaciones e impuestos excesivos, en que el beneficio neto privado es exactamente igual al costo oportunidad impuesto por la regulación.

### Beneficios privados de la securitización

Aunque los beneficios sociales de la securitización discutidos en la sección anterior también representan beneficios privados, en esta sección mencionamos algunos ejemplos que ilustran cómo los distintos agentes pueden beneficiarse de esta innovación financiera.

Los originadores de títulos de deuda o

más en general de flujos futuros pueden beneficiarse ganando liquidez, puesto que para ellos la securitización representa una alternativa adicional de financiamiento que en ocasiones puede resultar más barata que sus alternativas. Por ejemplo:

- Lan Chile securitizó flujos futuros generados por la venta de pasajes aéreos vendidos en EEUU; con ello además de ganar liquidez presumiblemente pudo acceder a un costo de financiamiento más barato al saltarse el riesgo país de Chile.<sup>2</sup>

- Bancos comerciales podrían beneficiarse de la securitización de créditos al sacarlos del balance, lo que podría ayudarles a mejorar índices de capital de Basilea. En un ejemplo similar, grandes tiendas (Falabella, Almacenes París, Ripley) podrían securitizar los créditos de sus tarjetas y así financiar sus operaciones.

Por otra parte, los inversionistas pueden beneficiarse de obtener bonos securitizados con los perfiles de pago más apropiados para sus horizontes de inversión, lo que es particularmente interesante para los inversionistas institucionales, que están regulados en lo que se refiere a sus inversiones. Por ejemplo, la normativa de calce de las compañías de seguros de vida les exige mantener reservas técnicas más altas por el porcentaje de los seguros vendidos (rentas vitalicias) que no estén calzados en términos de plazos con inversiones; además de limitar la clasificación de riesgo de los títulos en el sentido de exigir que sean grado de inversión (BBB o superior).

### Tipos de securitización

La palabra “securitización” no ha tenido el mismo significado en el tiempo. Es así como hasta mediados de los ochenta se entendió por “securitización” una tendencia de empresas privadas

**Tabla 3**  
**Tipos de securitización**

	Fuera del balance (off the balance sheet)		En el balance (on the balance sheet)
	Pass-through	Pay-through	
Propiedad de la hipoteca	Es traspasado al inversionista	Permanece en el emisor	Permanece en el emisor
Pagos de intereses y capital	Son traspasados directamente al inversionista	Son traspasados directamente al inversionista	No son traspasados directamente al inversionista
Posición financiero contable	Deuda no aparece en los estados financieros del banco	El instrumento emitido aparecen como deuda del banco	Los títulos aparece como un pasivo del emisor, y las hipotecas como activo

<sup>2</sup> A la fecha de colocación la clasificación internacional de riesgo de Chile era A-, mientras que la emisión de bonos securitizados alcanzó una clasificación AA; esto habría sido inalcanzable si los flujos hubiesen sido generados en Chile (por el principio del eslabón más débil en clasificación de riesgo, que indica que ninguna clasificación puede ser más alta que su eslabón más débil).

(sociedades anónimas) a sustituir el crédito tradicional comercial bancario, por la emisión directa de pagarés negociables y bonos transados posteriormente en activos mercados secundarios. En ese momento se pensó en un fenómeno de “desintermediación”, situación especialmente álgida por la separación clara que establece la legislación norteamericana entre banca de inversión y banca comercial que rigió desde 1933 en EEUU (la famosa Glass-Steagall Act de 1933) hasta fines de 1999, cuando fue derogado.

Más recientemente sin embargo, el término securitización se ha utilizado en forma más restringida para indicar una emisión de obligaciones o títulos de oferta pública (*securities*), inicialmente respaldados por hipotecas residenciales (*Mortgage Backed Securities, MBS*), pero posteriormente respaldadas también por activos distintos a las hipotecas (*Asset Backed Securitites, ABS*), proceso que corresponde al tipo de securitización “fuera de balance” (*off the balance sheet*), propia del sistema financiero en EE.UU, y la de mayor expansión en tiempos recientes según el informe de la OECD (1995)<sup>3</sup>.

El tratamiento de los riesgos es de gran importancia en la securitización; de hecho se puede establecer que el mejor test de que estamos frente a una securitización **fuera de balance** del tipo MBS o ABS, consiste en que todos los riesgos han sido transferidos, sacados del balance del originador<sup>4</sup>, estos riesgos corresponden a: riesgo crediticio, riesgo de mercado, y riesgo de prepago.

Adicionalmente, en países de la OECD ha sido muy utilizada un tipo de securitización “**dentro del balance**” (*on the balance sheet*), especialmente en Alemania, Dinamarca, Noruega y

### Toda innovación financiera tiene una motivación básica para innovar, aunque no siempre produce una eficiencia real en el sentido de un beneficio social neto.

Suecia, representada por los casos de bonos hipotecarios y también bonos municipales. La diferencia importante con el caso primero ya señalado de ABS y MBS, es que el banco emisor en este caso, se queda con el riesgo crediticio, ya que los activos permanecen en el balance de la institución. La Tabla a continuación resume las principales características de cada una.

Como se aprecia en la Tabla 3, la securitización fuera de balance puede efectuarse bajo dos formas básicas, el mecanismo *pass-through* en que los pagos del *pool* de activos son simplemente traspasados a prorrata al dueño de los instrumentos securitizados, y el mecanismo *pay-through*, en el que los flujos generados por el *pool* de activos son canalizados en forma diferente a distintas clases de bonos securitizados.

En una securitización *pass-through* el propietario original de los créditos los traspasa o vende a un *trust* (fideicomiso o fondo patrimonial) administrado por un agente fiduciario independiente, que monitorea los flujos de efectivo generados por las cuentas por cobrar y emite títulos o certificados de participación en los activos del *trust*. Vale decir, el originador de los créditos por ejemplo un banco comercial, reduce su cartera de créditos, al venderla al ente securitizador, pudiendo conservar la operación y cobranza de los créditos a cambio del cobro de una comisión; por

su parte el ente adquirente forma un *pool* de activos y emite valores de oferta pública con el respaldo de los mismos, es decir, estos nuevos valores dan derechos sobre los activos, manteniendo un rol pasivo ya que se traspasa los intereses y amortizaciones de los créditos directamente a los inversionistas en las mismas fechas, que son los propietarios de los activos de respaldo, por medio de los pagos a que dan derecho los valores de su emisión, por ejemplo bonos securitizados. Vale decir, el *trust* no interviene en lo más mínimo sobre el flujo de caja que se genera por las cuentas por cobrar o créditos. La sociedad securitizadora o SPR puede recibir su comisión en forma de un *spread* que servirá entre otras cosas para cubrir los gastos de cobranza, pero también podrá servir para formar un fondo de reserva que sirva de garantía a los bonos de su emisión, y en general mejorar la calidad crediticia de los bonos securitizados. Otra posibilidad es que reciba sus ingresos en forma de una comisión por estructurar la emisión.

La segunda vía es la forma *pay-through*, o bonos respaldados por hipotecas, en la cual la firma originante de la cartera de créditos en forma directa, o bien mediante un tercero securitizador, por lo general bajo su control, emite títulos de deuda de oferta pública, respaldados por la cartera de activos o créditos cuyo dominio conserva. Los inversionistas tenedores

3 “Securitization, an international perspective”, preparado por John K. Thompson, OECD, 1995.

4 Ver por ejemplo, estudio de la OECD ya citado arriba.

de estos títulos tienen el derecho a pagarse directamente con el producto de esa cartera o pool de créditos, pero solamente en su calidad de titulares de un derecho de garantía real sobre aquellos. En este caso la securitización representa solo una forma para obtener financiamiento directo desde los inversionistas finales, emitiendo bonos con garantía de activos. En este caso sí existe un manejo o gestión activa del flujo de efectivo generado por las cuentas por cobrar. Bajo esta estructura entonces el securitizador emite títulos de deuda, que tienen como fuente de repago los flujos de las cuentas por cobrar y como garantía o colateral los activos físicos financiados con éstas últimas. En general este mecanismo es interesante cuando tenemos una estructura de tasas en el mercado que permitiría emitir varias series de títulos securitizados, que permiten arbitrar la curva de rendimiento.<sup>5</sup> Asimismo permiten eliminar o reducir los riesgos de prepagado para el emisor (securitizador), al garantizarle tasas de reinversión de flujos que se adelantan, permitiendo entonces que los bonos securitizados tengan también un perfil de pagos más predecible, y una mejor clasificación de riesgos.

### Antecedentes en Chile

La reforma a la ley de Mercado de Capitales aprobada el año 1994<sup>6</sup>, establece con detalle la actividad securitizadora, y regula la creación y funcionamiento de sociedades anónimas con giro securitizadoras. Más recientemente, la reforma a la ley de Bancos dictada en 1997, permite la creación de filiales bancarias securitizadoras, dentro de una política de ir ampliando el ámbito de negocio bancario comercial. Es probable además que la aplicación de las normas de Basilea, irán provocando un fuerte motivo de securitizar activos bancarios, por los requerimientos de capital

ponderado por riesgo de la cartera.

Estrictamente podemos decir, sin embargo, que al menos un tipo de securitización tiene precedentes en Chile. Nos referimos al caso concreto del crédito hipotecario bancario operado con letras de crédito desde mediados de la década de los setenta y vigente hasta estos días, y que corresponde a la securitización dentro de balance, popular como hemos mencionado en países europeos.

### Letras hipotecarias

En términos simples podemos decir que bajo dicha modalidad el banco comercial otorga crédito a particulares con garantía de hipoteca constituida

efectivamente ya que esas letras se expresan en UF, y otorgaban alto interés en la década de los setenta (1977 en adelante) y posteriormente. Es más, al aprobarse la reforma previsional (1981), las AFPs demandan estos títulos seguros con garantía hipotecaria, líquidos y con plazos muy interesantes para Chile, 8, 10, 12 ó 20 años.

Un importante aspecto que motivó a los bancos a estas operaciones diferentes al crédito tradicional bancario, consiste en que podrá prestar a largo plazo con tasa fija, pero evitando caer en el peligroso problema de descalce de operaciones al tener que financiar con depósitos de corto plazo. Por el contrario, el riesgo de tasa de interés en las letras no lo sufre el emisor bancario, transfiriendo el

**Bancos comerciales podrían beneficiarse de la securitización de créditos al sacarlos del balance, lo que podría ayudarles a mejorar índices de capital de Basilea.**

sobre bien raíz. El banco aprueba numerosas operaciones individuales, pequeñas que en sí constituyen un activo muy poco líquido. Sin embargo ellas se materializan en la emisión y entrega de letras hipotecarias, todas enmarcadas en diferentes series específicas en cuanto plazo, amortización y tasa de interés, en que el emisor es el banco comercial, quien se reserva la cláusula de garantía. Estas letras homogéneas en cada serie, por contraste con los créditos subyacentes, tienen entonces el respaldo del emisor bancario, y por su alto volumen pueden crear un interesante mercado secundario en bolsas o mesas de dinero. Por supuesto se parte de la base que existe demanda suficiente por estos activos como inversión; eso se cumplió

riesgo al deudor y finalmente al inversionista que adquiere las letras hipotecarias. El banco simplemente traspasa al inversionista los flujos prometidos en los cupones. Finalmente el banco sólo ha transformado ciertos activos en otros más líquidos, es decir, efectúa intermediación financiera y sus ganancias son la comisión segura por la selección de deudores, plazos, tasas, garantías y en definitiva administrar una cartera de préstamos es decir activos, emitiendo deuda respaldada convenientemente. En definitiva, el dividendo hipotecario se traspasa al inversionista tenedor de las letras, quedándose la administradora (el banco) con la comisión. Las fluctuaciones de tasa de interés y de mercado sólo afectan al inversionista,

<sup>5</sup> La curva de rendimiento se dice arbitrada si no es posible obtener ganancias libres de riesgo y sin inversión inicial, con una estrategia que consista en comprar bonos y vender otros con plazos distintos; en caso contrario, habría una oportunidad de arbitraje. Básicamente, en un mercado que esté arbitrado los mismos flujos tienen que tener un mismo precio, sin importar cómo se alcance esa combinación. Es difícil pensar que un mercado profundo presente oportunidades de arbitraje que no sean transitorias, pero ello sí podría presentarse en un mercado ilíquido con altos costos de transacción.

<sup>6</sup> Ley 19.301, del 19 de marzo de 1994, que agregó el Título XVIII, De las Sociedades Securitizadoras.

y el banco sólo retiene el riesgo crediticio.

### Securitización fuera de balance

Como mencionamos en la introducción de este artículo, hasta la fecha se han realizado sólo ocho emisiones de bonos securitizados (fuera de balance) en Chile, correspondiendo a los emisores Transa Securitizadora, Santander Securitizadora y Security Securitizadora, las que han tenido como colateral inicialmente mutuos hipotecarios, pero más recientemente también contratos de arriendo con promesa de compra (*leasing habitacional*), en una ocasión ambos tipos de activos en el mismo patrimonio separado. A continuación presentamos las principales características que han tenido estas emisiones.

- En todos los casos el valor nominal del colateral es inferior al valor nominal de los bonos securitizados; por ejemplo, en el caso de la primera emisión de Transa consistió en una emisión de bonos securitizados con valor nominal UF 302 mil, respaldados por mutuos hipotecarios originados por Mutuocentro (73,7%) y otros con valor nominal UF 277.775. El respaldo de la emisión proviene principalmente de la tasa de interés de los mutuos, que es superior a la tasa de interés de emisión de los bonos securitizados.

- Los mejoramientos crediticios utilizados hasta la fecha han sido dos: la sobrecolateralización en el caso de las primeras emisiones (Transa), y posteriormente (Santander y Security) una estructura de bono preferente (destinado a inversionistas institucionales) y bono subordinado

(suscrito típicamente por el originador de los activos subyacentes).

- Las clasificaciones de riesgo alcanzadas han sido nivel A en el caso de Transa y AA en las series preferentes de Santander y Security (los bonos subordinados no son grado de inversión)

- En todos los casos, las emisiones han sido diseñadas incluyendo una serie larga destinada a las compañías de seguros de vida, y en algunos también una serie corta destinada a los fondos de pensiones.

- Típicamente el pago anticipado (total o parcial) de uno o más de los mutuos endosables que forman el patrimonio separado gatilla un rescate anticipado de los bonos. Debido a que el valor nominal de la emisión es superior al valor nominal de los mutuos que la respaldan, el pre-pago representa un riesgo que puede afectar el pago de los bonos; este es uno de los factores que consideran las clasificadoras de riesgo privadas al someter a pruebas de stress los flujos de la cartera para determinar en qué escenarios los bonos son pagados total y oportunamente.

### Conclusiones

En la década de los setenta vimos una innovación en forma del mercado de letras hipotecarias emitidas por los bancos comerciales, pero representativo de una securitización tipo dentro de balance, cuya principal ventaja para los bancos consistió en transferir el riesgo de tasa de interés al inversionista final, reteniendo sin embargo los créditos y las hipotecas, lo que obligó a estas empresas bancarias a repactar con los deudores en los años difíciles de comienzos de los ochenta.

La securitización fuera de balance fue

impracticable en Chile hasta la década de los noventa, dado el ordenamiento jurídico chileno de Códigos en ausencia de una ley que facilitara la creación de entidades securitizadoras de propósito especial o único, que permitirían la separación de patrimonio y riesgos entre securitizadora adquirente de activos y bancos u otros entes originadores de los mismos. La ley de Mercado de Capitales vigente no autorizaba ni definía estas sociedades, y sólo en el año 1994 una reforma de dicha ley permitió la creación de entidades securitizadoras. Sin embargo, esta reforma sólo permitía la securitización de letras y mutuos hipotecarios autorizados por el DFL 251 (1931); mutuos hipotecarios endosables autorizados. Posteriores autorizaciones han ampliado considerablemente el espectro de activos susceptibles de ser securitizados, por ejemplo sería hoy el caso de saldos de tarjetas de crédito de casas comerciales, crédito automotriz, pasajes aéreos, retornos de exportación, créditos provenientes de concesiones MOP de obras de infraestructura, y tantas otras. Finalmente, en 1999 se permitió el registro de bonos securitizados en la SVS bajo el concepto de *shelf registration*, en el que el emisor no requiere haber terminado el acopio de los activos que respaldan la emisión para poder registrarla, basta con una descripción de las características de esos activos. La gran ventaja de este tipo de registro radica en que el emisor de bonos securitizados puede evitar exponerse al riesgo de tasas de interés que implica mantener los activos de respaldo en su propio balance hasta que pueda registrar y vender los bonos securitizados. En nuestra opinión, estos desarrollos recientes en la normativa debieran permitir un impulso de esta innovación financiera que ha resultado tan exitosa en otras economías.