

# TITULIZACIÓN HIPOTECARIA

EL INSTRUMENTO. RESEÑA DE EXPERIENCIAS.  
ENSEÑANZAS Y DESAFIOS POST-CRISIS PARA SU USO EN LA ARGENTINA.

*Alejandro Banzas y Lorena Fernández*

Documento de Trabajo N° 27 - agosto de 2009



DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES \*

MARÍA JOSÉ CASTELLS  
JORGE GAGGERO  
CLAUDIO GOLONBEK  
ROMINA KUPELIAN  
RODRIGO LÓPEZ  
ANDREA URTURI  
AGUSTINA ZELADA

*INVESTIGADORES INVITADOS*

ENRIQUE ARCEO  
ESTELA DEL PINO SUÁREZ

CONSEJO ACADÉMICO

CARLOS CLERI  
JUAN JOSÉ DEU PEYRES  
ALFREDO T GARCIA  
ROBERTO FRENKEL  
MATIAS KULFAS

*\*Los investigadores Alejandro Banzas y Lorena Fernández, autores del presente trabajo, han concluido recientemente sus tareas en el CEFID-AR.*

*Los contenidos del trabajo y la opinión de los autores no necesariamente coinciden con la de las entidades patrocinantes del Centro.*

Para comentarios, favor dirigirse a: [informacion@cefid-ar.org.ar](mailto:informacion@cefid-ar.org.ar)  
Página web: [www.cefid-ar.org.ar](http://www.cefid-ar.org.ar)

## ***Un comentario preliminar***

Este documento de trabajo es fruto de una investigación comenzada cuando la crisis mundial estaba en ciernes. Se introdujeron, una vez finalizado, correcciones e información adicional que complementaron el resultado inicial. De todos modos, la crisis continuó, y continúa desarrollándose, a la vez que el debate académico despliega nuevas conclusiones, críticas, consensos, discusiones y confrontaciones respecto de una cantidad de tópicos, entre los cuales la titulización ocupa un lugar sustantivo. Entendimos oportuna su publicación inmediatamente después de otro documento del Centro que incursiona específicamente en el análisis de la crisis misma. Cotidianamente se consolidan nuevas opiniones respecto del propio instrumento abordado en el presente documento como, por ejemplo, la inconveniencia de las modalidades “fuera de balance”. El esfuerzo realizado en esta investigación para abordar meticulosamente gran parte de las especificidades y experiencias de titulización, la convierten -según nuestro entendimiento- en una herramienta útil para acercarse a ese instrumento y construir opinión respecto de su porvenir, incluyendo reestructuraciones con relación a su utilización en el pasado, cuando se recupere el dinamismo del crédito para la vivienda.

# ÍNDICE

|  |           |
|--|-----------|
| <b>I. INTRODUCCIÓN .....</b>   | <b>5</b>  |
| <b>II. MARCO CONCEPTUAL DE LA TITULIZACIÓN .....</b>                                       | <b>8</b>  |
| <b>III. LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL .....</b>   | <b>13</b> |
| III.1    LA TITULIZACIÓN EN PAÍSES DESARROLLADOS.....                                      | 13        |
| III.1.1 <i>El caso estadounidense</i> .....  | 14        |
| III.1.1.1    LA CRISIS DE LAS HIPOTECAS <i>SUBPRIME</i> Y LOS PROBLEMAS DE REGULACIÓN..... | 16        |
| III.3.1.1.1.1 <i>El marco regulatorio</i> .....  | 20        |
| III. 3.1.1.1.2 <i>El rol de las agencias calificadoras de riesgo</i> .....                 | 23        |
| III. 3.1.1.1.3 <i>Primeros aportes para el diseño de una nueva regulación</i> .....        | 27        |
| III.1.2 <i>Europa y el caso español</i> .....  | 31        |
| III.2    LA TITULIZACIÓN EN AMÉRICA LATINA .....   | 34        |
| <b>IV. LA TITULIZACIÓN EN ARGENTINA.....</b>   | <b>41</b> |
| IV.1 <i>Marco regulatorio y aspectos impositivos</i> .....                                 | 42        |
| IV.2 <i>Modelo de titulización aplicado y costos asociados</i> .....                       | 44        |
| IV. 3 <i>Breve reseña histórica del instrumento</i> .....                                  | 46        |
| IV.3.1 <i>La función del banco de crédito y securitización (BACS)</i> .....                | 51        |
| <b>V. CONCLUSIONES.....</b>  | <b>53</b> |
| <b>VI. ANEXO.....</b>  | <b>57</b> |
| <b>VII.    REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>   | <b>63</b> |

## I. INTRODUCCIÓN<sup>1</sup>

La reciente experiencia de las hipotecas *subprime* en los EE.UU derivó en una crisis que se hizo extensiva sobre el sistema financiero mundial impactando negativamente sobre la actividad económica la cual transitaba sobre un ciclo positivo de crecimiento en la mayoría de los países del globo. Resulta determinante establecer algunos rasgos de esta crisis que permitan poner a su vez en debate sobre las necesidades regulatorias a escala global, No solo del instrumento en sí, sino la capacidad de supervisión y control de los organismos nacionales y supranacionales relacionados al sistema financiero.

Las dificultades a la hora de obtener financiamiento con destino a la compra de una vivienda, son un obstáculo que prevalece a través de los años, trayendo aparejado como resultado un creciente déficit habitacional que se convierte en una característica de raíz estructural, no sólo en nuestro país, sino también en la amplia geografía de América Latina. La evidencia demuestra que la solución de mercado no alcanza a satisfacer a todos los niveles de demanda, y debe ser el Estado el que ejerza un rol dinámico a la hora de hacer efectivas las políticas activas tendientes a paliar esta necesidad básica. El sistema financiero puede ofrecer soluciones a una porción de los sectores medios de la población en la medida que consiga hacerse de los recursos a largo plazo, para ser aplicados a la compra de vivienda. Esta temática ha sido ampliamente desarrollada a lo largo del trabajo de investigación N°18 del Cefid-ar que trata de manera más específica sobre el financiamiento a la vivienda en Argentina. Como un complemento al trabajo de referencia se procedió a indagar sobre la titulización hipotecaria como un instrumento que en el pasado adquirió cierta preponderancia a la hora de expandir la oferta de financiamiento con destino a la compra de vivienda fundamentalmente de los sectores medios de la población.

El documento aborda el debate respecto de cual es la viabilidad acerca de esta modalidad financiera (la titulización hipotecaria) como una herramienta para acercar recursos al sistema financiero, dotando de mayor financiamiento a aquellas personas que puedan ser sujetos de crédito y que necesitan adquirir una vivienda, en un plazo extendido y con tasas de interés razonables.

---

<sup>1</sup> Los autores agradecen los aportes de Jorge Gaggero, Estela del Pino, Esteban Vaigner, Luis Fortino y Romina Kupelian.

En consecuencia, el presente trabajo procura identificar las posibilidades de desarrollo que tiene la titulización hipotecaria, utilizada tanto en países con mayor o menor grado de desarrollo de sus economías y sistemas financieros, de manera de poder establecer si es oportuno impulsar su práctica en nuestro país. Se identifican sus aspectos relevantes y críticos, conforme a su desenvolvimiento, y en el marco de un régimen de regulación acorde para su funcionamiento. El originar hipotecas no alcanza para cumplimentar dicho cometido siendo pues necesario articular mecanismos en forma conjunta con el mercado de capitales, a fin de mantener un circuito de liquidez sustentable sin caer en indeseables niveles de apalancamiento. En tal sentido, el esquema tradicional de financiamiento de créditos de largo plazo, resulta del fondeo con ahorros de corto plazo, y es potencialmente vulnerable por los riesgos de descalce de plazos y de tasas de interés que esto genera. El mecanismo de la titulización ha permitido mitigar este descalce como una clara ventaja a destacar, poniendo en debate sobre la capacidad de diversificar riesgos y debiendo quedar claramente establecido, que el destino final de los mismos no caiga como se ha evidenciado en la reciente crisis de las hipotecas *subprime*, en manos de pequeños ahorristas distorsionando la confianza que en definitiva los agentes económicos depositan en las instituciones bancarias originantes de las hipotecas.

En las últimas décadas del siglo pasado, uno de los instrumentos que desarrolló conjuntamente el sistema financiero y el mercado de capitales ha sido la titulización de hipotecas. El mismo consiste en el agrupamiento de un conjunto de activos – préstamos hipotecarios individuales- que conservan estándares homogéneos en cuanto a sus características y flujos de fondos, y que respaldan la emisión de títulos valores. Éstos son negociados en oferta pública, para ser adquiridos por inversionistas particulares e institucionales en el mercado secundario, permitiéndole de esta forma a los originadores hacerse de más liquidez, y continuar prestando.

Bajo este escenario controvertido sobre el desarrollo del instrumento y en el marco de una crisis generalizada en el sistema financiero mundial, que tuvo como epicentro “disparador” a las hipotecas *subprime*, este trabajo, tiene por objetivo principal identificar la evolución de la titulización, desde sus inicios en nuestro país, señalando las ventajas de su uso y sus limitantes bajo el entorno económico financiero en el que se desenvuelve. Para ello, resultó indispensable analizar las distintas experiencias relevantes en el orden internacional, la reciente crisis de las hipotecas *subprime* del mercado estadounidense con sus consecuencias globales y los problemas de regulación que coadyuvaron al negativo desenlace.

Por último, enfoca los costos y beneficios de este mecanismo en la configuración de una política de financiamiento con destino a la compra de viviendas para sectores medios de la población, dejando expresamente reservado a los sectores de menores ingresos demandantes de vivienda la asistencia a través de los presupuestos federales como una responsabilidad indelegable del Estado.

El documento se divide en cinco capítulos: luego de esta breve introducción, en el siguiente se presenta el marco conceptual de la titulización a fin de contextualizar las variantes que ofrece este sistema. El capítulo tercero introduce al lector en la evolución de la titulización en países desarrollados, con mayor minuciosidad en el caso de España, por el conocido crecimiento de este mercado en los últimos años, en EE.UU (por haber sido el pionero en el lanzamiento de este procedimiento), y en países latinoamericanos. El mismo describe además la reciente crisis de las hipotecas *subprime* en los EE.UU, y los problemas que derivaron de su frágil regulación en el contexto económico mundial. El capítulo cuarto aborda el caso argentino desde sus inicios, su desempeño, como así también las posibilidades futuras de hacer uso del instrumento a la luz de la reciente crisis.

El trabajo finaliza con conclusiones que destacan que la validez del instrumento, sus fortalezas y el acotamiento de sus debilidades, dependerán de la capacidad de poder determinar cuales han sido las fallas de regulación, el comportamiento de los seguros que respaldaron las operatorias, como así también los riesgos específicos y sistémicos que podrían derivarse de un incorrecto uso de la titulización. A su vez, se destaca sobre la necesidad de establecer un marco regulatorio a escala global, que aliente el establecimiento de una organización institucional de la regulación que evite la autorregulación de sectores privados (calificadoras de riesgo), que forman parte del “negocio financiero” evitando los problemas derivados de las fallas de mercado, las fragilidades de los sistemas financieros y las fluctuaciones macroeconómicas.

## II. MARCO CONCEPTUAL DE LA TITULIZACIÓN

En el presente capítulo vamos a abordar el análisis de la titulización (del inglés *securitization*) de activos, y dentro de ella la hipotecaria, como herramienta financiera, sus fortalezas y debilidades (ver cuadro 1).

Cuadro 1. Ventajas y Desventajas de la Titulización para los actores involucrados

| Ventajas  | Desventajas  |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumentar la liquidez de las entidades emisoras de créditos, reduciendo el costo financiero.</li> <li>• Aumenta la capacidad prestable de las entidades, al separar activos de baja rotación del balance. Mejora relaciones técnicas y ratios.</li> <li>• Se eliminan los descalces financieros (riesgo de liquidez) provocado por la asincronía entre activos y pasivos.</li> <li>• El inversor adquiere un instrumento diversificado de bajo riesgo y razonable rentabilidad.</li> <li>• Incrementa instrumentos para el mercado de capitales.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• La complejidad de la transacción trae aparejado costos asociados al desarrollo de la estructura.</li> <li>• Marcos normativos inciertos o incompletos.</li> <li>• Dificil armonización del tratamiento legal, impositivo, contable y regulatorio.</li> <li>• Un deficiente marco regulatorio que permitió un desmedido apalancamiento.</li> </ul> |

Fuente: Elaboración propia.

Básicamente, se la define como el modo por el cual se reúnen determinados activos ilíquidos, sean estos activos reales<sup>2</sup> o financieros<sup>3</sup>, que bajo cierto criterio de homogeneidad son agrupados y transformados en activos financieros líquidos. Esto se alcanza a través de la emisión de valores mobiliarios que son negociados luego en el mercado, sea en forma pública o privada, y que representan derechos de cobro o participación sobre los mencionados activos. Este esquema de financiación se denomina “off balance shett” o “fuera de balance”<sup>4</sup>, también conocido como **Pass through** dado que los activos son retirados del balance de la empresa o la entidad bancaria y transferidos al vehículo<sup>5</sup> o SPV (Special Purpose Vehicle), el cual fue creado para este fin, y a partir del cual se da lugar a la nueva emisión de valores, sin

<sup>2</sup> Tal es el caso de los inmuebles, ganado, recursos forestales, participación en proyectos de inversión, entre otros.

<sup>3</sup> Son derechos de cobro en general, y se contemplan dos tipos, los derechos creditorios (títulos valores, hipotecas, prendas, facturas comerciales, cupones de tarjetas de crédito, cheques de pago diferido; alquileres, etc.); y los derechos de cobro que no son créditos (peaje de autopistas, entradas a espectáculos públicos, ventas al contado, etc.)

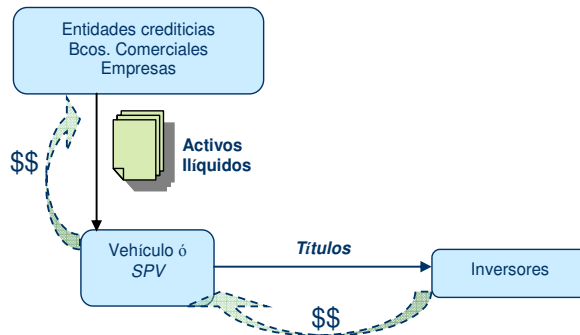
<sup>4</sup> Ver “Un comentario preliminar” del presente documento.

<sup>5</sup> En nuestra legislación el vehículo puede ser un fideicomiso financiero (FF-Ley 24.441), un fondo común de inversión (FCI-Ley 24.083) o una sociedad constituida especialmente.



con ello incrementar su pasivo.

Esquema Básico de Funcionamiento de la Titulización:



Así, los activos que integran este vehículo y que generan un flujo de fondos deben ser activos titulizables, es decir homogéneos, con similar plazo de duración y tasa de interés. Por esta razón, y sobre todo en los mercados más desarrollados, esta operatoria concentra en los préstamos hipotecarios la mayor parte de las operaciones. Esta forma de titulización se suma a otras dos modalidades. Una es el **Pay Through** por el cual el originante transmite una determinada cartera de activos de su propiedad a un vehículo, el cual emite valores negociables en función del flujo de fondos que producen los activos cedidos (la emisión figura como deuda en el balance del originante). La tercera modalidad, la **Asset Backed Securities**, que responde a la clasificación realizada respecto al tipo de activo. Así, encontramos que en muchas economías se diferencia entre titulización hipotecaria y los otros tipos de titulización, siendo entonces la clasificación:

- Mortgage-Backed Securities (MBS): títulos que surgen a partir de un proceso de titulización hipotecaria y;
  
- Asset-Backed Securities (ABS): títulos que surgen a partir de un proceso de titulización no hipotecaria. Camerini et al (2007) lo definen como *“la emisión de valores negociables (títulos de deuda) garantizados por un determinado conjunto de activos de un originante. Los activos no son transferidos, sino que permanecen en el activo del originante, que es quien emite los valores negociables. El pago de los servicios de capital y renta de los valores negociables emitidos es atendido principalmente, pero no necesariamente, con el flujo de ingresos provenientes de los activos titulizados, por tal razón existe una garantía adicional del originante para atender los casos de mora u*

*otros inconvenientes en el repago de los créditos, denominada sobregarantía”.*

Según Losada López (2006), la clasificación puede realizarse en función del colateral:

- Titulización respaldada por activos (Asset-Backed Securities, ABS):
  - ✓ Titulización respaldada por préstamos hipotecarios residenciales (RMBS)
  - ✓ Titulización respaldada por préstamos hipotecarios sobre locales comerciales (CMBS)
  - ✓ Otros

Focalizando el análisis en la titulización hipotecaria, el grado de desarrollo del mercado determinará el tipo de estructura y de vehículo. Y las figuras habituales sobresaldrán como parte de las diferentes etapas en el proceso de titulización<sup>6</sup> figuras tales como la entidad originadora o administradora, quien vende los activos y habitualmente quien se responsabiliza de su administración. Como parte compradora y emisora de los títulos, se halla la Entidad Vehículo o SPV, de cuya gestión se responsabiliza justamente la Entidad Gestora, y si la SPV careciera de personalidad jurídica, se haría cargo también de su representación. Por último, encontramos a los inversores quienes adquieren los títulos emitidos por la entidad vehículo.

La existencia de estas entidades, sobre todo en el proceso de estructuración financiera, obedece a la presencia de riesgos, los cuales deben ser mejorados o eliminados dentro del proceso mismo de estructuración financiera (para no ser trasladados a los inversores). Estos riesgos se pueden clasificar según donde se originen, encontrando así tres grandes grupos:

### ***A) Riesgos procedentes de la cartera de activos***

A1. Riesgo de impago o insolvencia: Hace referencia a las consecuencias que tendrían para el titular de los activos los posibles incumplimientos de los deudores, tanto en lo que se refiere al pago de los intereses como del principal. Al traspasarse la propiedad de los activos en el proceso de titulización, el riesgo al que en principio se ve sometida la entidad originadora se transmite a los bonos.

---

6 Etapas del proceso de titulización: \*Selección de la cartera de activos, \*Estructuración financiera, \*Estructuración jurídica, \*Otros requisitos previos a la constitución del fondo, \*Constitución del fondo de titulización, \*Aseguramiento y colocación de los títulos emitidos, \*Administración del fondo e información, \*Control y contabilidad de la entidad titulizadora, \*Liquidación del fondo.

A2. Riesgo de mora o retraso: Es el derivado de los retrasos en que pueden incurrir los deudores al realizar los pagos comprometidos con la entidad originadora. Estos retrasos pueden ser transitorios o definitivos, aunque importa el nivel de mora y cómo se sustituye el activo si el mismo pasa a reclamo legal. Según Kenny este tipo de riesgo, así como el de evicción (en Camerini, se señala que al ceder la cartera, se ceden eventuales vicios de originación o instrumentación o fraude del transmitente que pueden afectar los derechos cedidos), o de *performance*, son inherentes a los derechos de cobro. Sobre todo para este último riesgo, cuando la titulización durante su vigencia tiene *revolving* –la cartera cedida para garantizar la emisión se renueva varias veces hasta la amortización total de los títulos- se disminuye el riesgo a través de garantías colaterales a las específicas.

A3. Riesgo de reembolso anticipado: Es el riesgo derivado del posible reembolso o cancelación anticipada. Se transmite también al ceder los derechos de cobro y constituye, desde el punto de vista de la estructuración, el elemento más conflictivo heredado de las carteras de activos.

### ***B) Riesgos causados por la transformación financiera de flujos***

B1. Riesgo de Base: Debido a la distinta naturaleza y referencia en los tipos activos y pasivos, aparece como consecuencia de los desajustes producidos entre los intereses recibidos de los deudores y los pagados a los suscriptores de los bonos emitidos, derivados de las oscilaciones de los tipos de interés de mercado. Hace referencia a transformaciones de tipos activos fijos en pasivos variables, o viceversa, o variables en variables con distinto plazo o índice de referencia.

B2. Riesgo de Tipo de Cambio: Diferente denominación de moneda, y la transformación que de la misma puede suceder durante los procesos de titulización, por ejemplo al emitirse títulos en diferentes monedas a la que están denominados los activos titulizados, lo que expone dicho proceso al correspondiente riesgo de cambio.

B3. Reinversión transitoria de los flujos intermedios o Exposición al Riesgo de Interés: Este riesgo refleja en mayor grado la función de transformación financiera que lleva a cabo el Fondo. Los vencimientos de los flujos recibidos por el Fondo no van a coincidir con los vencimientos de las obligaciones de pago, por lo que se hace necesario proceder a operaciones de inversión o financiación para ajustarlos, con la consiguiente

exposición al riesgo de interés.

***C) Riesgos causados por las instituciones que participan en la titulización:***

Estos riesgos incluyen la Interrupción de las funciones de la Sociedad Gestora, fallos en las contrapartes de las operaciones de cobertura y del agente de cobro (servicer), etc. De esta enumeración, tal y como señala Camerini et al (2007) se desprende que, ya sea que se opte por un Fondo Común de Inversión (FCI) o por un Fideicomiso Financiero (FF) como vehículo de titulización, el proceso implica la interacción de un conjunto de variables que comprende desde el tipo de activo elegido, hasta el riesgo comprendido, de los potenciales inversores, el tipo de mercado donde se colocará y, en particular, el tratamiento impositivo que reciba. Sin embargo, queda claro que frente a un esquema tradicional de financiación, la titulización presenta una reducida concentración de riesgo en una sola entidad. El riesgo, principalmente el vinculado a la cartera de activos, es diversificado, y en el proceso de transformación se efectúa la mejora crediticia del título a emitir.

En síntesis, la titulización como esquema de financiación presenta diversas aristas que deben ser minuciosamente analizadas a la hora de decidir su uso. La existencia de entidades específicas para su funcionamiento obedece a la presencia de riesgos, que deben ser acotados o eliminados. Cada país que lo puso en práctica articuló diferentes modalidades jurídicas y modeló mecanismos diversos para atemperar los riesgos asociados. A su vez, los marcos regulatorios tuvieron un rol decisivo en la dinámica que adquirió esta herramienta financiera, que ha logrado cumplir con su propósito principal: acercar a los mercados primarios de financiamiento a la vivienda y el mercado de capitales. En tal sentido, conviene transitar a partir de ahora por la experiencia internacional, analizando las ventajas y desventajas que surgieron con el correr del tiempo.

### **III. LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL**

La dinámica del proceso de titulización en el mundo tiene aristas disímiles conforme a los diferentes grados de desarrollo de las economías en que es utilizado, de sus sistemas financieros, y sus marcos regulatorios. A continuación procederemos al análisis de la evolución en los países que han utilizado con relativo éxito el instrumento, y a las perspectivas de aplicación del mismo en economías con menor grado de desarrollo, ante la necesidad de articular políticas activas a favor de un mayor financiamiento con destino a la compra de viviendas.

#### **III.1 LA TITULIZACIÓN EN PAÍSES DESARROLLADOS**

Estados Unidos fue el país pionero en la materia, y significó un caso testigo para el desarrollo del mercado secundario de hipotecas en los demás países. Este mecanismo se constituyó en una pieza clave para la expansión del financiamiento con destino a la adquisición de vivienda, cobrando mayor relevancia en la década de los noventa en un contexto de un sustantivo crecimiento en la demanda de este bien.<sup>7</sup>

Su aplicación en Europa (UE) resultó posterior a la del mercado norteamericano por diversos motivos. Los que se consideran como más relevantes las demoras legislativas y la falta de apoyo estatal. Los países pioneros en la titulización en la región fueron el Reino Unido<sup>8</sup>, Francia<sup>9</sup> y España, que han tomado como guía la legislación francesa. En el caso inglés, la liberalización financiera de la década del ochenta favoreció el ingreso de entidades norteamericanas que pusieron en práctica esta modalidad con mayor asiduidad. La diversidad de prestamistas existentes en los mercados hipotecarios de la U.E. ofreció, a su vez, una gran variedad de productos hipotecarios cuyas características dependieron en gran medida de las fuentes de financiación utilizadas y del marco regulador propio de cada país. En particular, los requerimientos de capital marcados por ley tuvieron una gran repercusión, ya que la mayoría de los prestamistas hipotecarios han mantenido sus préstamos dentro del balance (a diferencia del modelo estadounidense).

---

<sup>7</sup> El incremento, resultante en la oferta de crédito hipotecario, probablemente contribuyó al alza de la tasa de propiedad de vivienda (cantidad de hogares habitados por sus propietarios) desde 64% en 1994 al 68% en el 2007 (Bernanke, 2007).

<sup>8</sup> La primera titulización europea se realizó en Inglaterra en 1985 y correspondió a hipotecas de la cartera del Bank of América (Sarda García, 2005).

<sup>9</sup> El gobierno francés impulsó este mecanismo mediante su condición de accionista de muchos bancos, manteniendo una regulación restrictiva.

Cabe señalar que la comparación entre los diferentes productos hipotecarios europeos debe hacerse con mucha cautela, ya que los mismos están sometidos a diferentes normativas y, por lo tanto, en muchos casos, no son comparables. Los préstamos hipotecarios incluyen servicios financieros y no financieros que son diferentes según el país y el prestamista. Por ejemplo, divergen en la duración del préstamo, los derechos y las obligaciones incluidas, los tipos de interés y los servicios adicionales potenciales, tales como seguros.

### III.1.1 EL CASO ESTADOUNIDENSE

Como mencionamos, este país fue pionero en el desarrollo del mercado secundario de hipotecas. Fue en la década del treinta, conjuntamente con un vital despegue del mercado de capitales que favoreció, por su magnitud, la adopción de este instrumento, generando las condiciones necesarias para favorecer un mayor financiamiento con destino a la adquisición de viviendas. Desde entonces, y hasta finales de la década del setenta, los préstamos originados en el mercado primario eran de largo plazo (a 30 años) y las tasas de interés eran fijas, amortizando el capital a lo largo de la vida del préstamo. En tanto, sobre finales de dicha década, comenzaron a aparecer nuevos instrumentos hipotecarios, cuya característica sobresaliente era que se ofrecían a tasas de interés variables, dependiendo los pagos de la evolución de la inflación y del impacto de la misma en la tasa de interés.

A pesar del impulso alcanzado hacia comienzos de la década del setenta<sup>10</sup>, que acompañó el alza del precio de las propiedades y una mayor demanda de viviendas, (conjuntamente con la aparición de titulizaciones de otros activos ajenos a los hipotecarios), el sistema manifestó serias dificultades hacia fines de la década del ochenta. Esto fue resultado de crisis bancarias acompañadas de inflación y volátiles comportamientos de la tasa de interés. A pesar de ello, el instrumento adquirió nuevamente preponderancia hacia la década del noventa. Es indudable que la creación de instituciones con impulso estatal a favor de esta modalidad -como el caso de Fannie Mae<sup>11</sup> primero, y Freddie Mac y Ginnie Mae<sup>12</sup> después- trajo aparejado el despegue del financiamiento a la vivienda de largo plazo, a tasas de interés bajas y

---

<sup>10</sup> También cambia la normativa fiscal de manera que el paso de los flujos de caja de los préstamos hipotecarios a los bonos de titulización queda exento de tributación. Pero no es hasta 1977, que Salomón Brothers diseña la primera emisión de bonos de titulización hipotecaria fuera de balance tal como hoy la conocemos, con un rating triple A y sin el respaldo de agencias estatales (Sarda García, S 2005).

<sup>11</sup> Esta institución realiza en 1981 su primera titulización llamada *Mortgages Backed Securities*.

<sup>12</sup> La primera titulización propiamente dicha fue en 1968, y realizada por Ginnie Mae, De esta manera, transfirió el riesgo de mercado a los inversionistas, y eliminó del presupuesto federal gran parte de la deuda contraída para financiar programas públicos de vivienda.

fijas. Estas instituciones, junto a los doce bancos públicos regionales, conforman el mercado secundario de hipotecas norteamericano. Se encargan de comprar hipotecas, a distintos originadores -dotando a éstos de más liquidez para continuar prestando-, sobre viviendas particulares emitidas por bancos, instituciones de ahorro y otras entidades crediticias hipotecarias, para luego venderlas a inversores bajo la forma de títulos privados con garantía hipotecaria.<sup>13</sup> La dinámica del mercado secundario tuvo como objetivo central favorecer a los sectores de ingresos medios y algunos muy específicos de bajos recursos, a partir de alcanzar la liquidez suficiente como para incentivar el otorgamiento de préstamos hipotecarios a tasas bajas, y dirigidas particularmente a estos sectores de la pirámide social<sup>14</sup>. El desarrollo de este mecanismo se dio a partir de la contribución decidida por parte del Estado a través de beneficios fiscales que poseen estas agencias tituladoras (al ser declaradas exentas de los impuestos a las rentas estatales y locales, como así también a los requisitos de registro en la Securities Exchange Commission –SEC-).

El endeudamiento hipotecario para la adquisición de viviendas, como así también la venta de viviendas, cuentan con importantes beneficios impositivos: el pago de intereses sobre préstamos hipotecarios residenciales y el pago del impuesto inmobiliario son deducibles del impuesto a las ganancias. Además de los incentivos fiscales mencionados, las garantías del Estado fueron clave para la conformación del mercado en Estados Unidos, al mantener un volumen sostenido de generación de hipotecas y ofrecer la confianza suficiente a los inversores institucionales de que ante una eventualidad los títulos emitidos serían pagados finalmente. Las garantías estatales explícitas sustentan la emisión de los títulos de Ginnie Mae, y las implícitas de Fannie Mae<sup>15</sup> y Freddie Mac<sup>16</sup>, debido a que la política de vivienda estadounidense

---

<sup>13</sup> Existen otros operadores privados que titulan hipotecas no garantizadas por el Gobierno (préstamos no conformados), siendo denominados los títulos como *non-agency mortgage-backed securities*. La falta de respaldo institucional obliga a estas sociedades a adquirir hipotecas de calidad, además de seguros ofrecidos por las compañías de seguros o bancos. Como en todos los sistemas, los grandes riesgos de las *securities* son las amortizaciones anticipadas y la falta de pago de los créditos. Por ello, se establecen mecanismos para capitalizar el *pool*, como seguros de devolución de los créditos, seguros del propio *pool* o afectación de bonos procedentes de aseguradoras de obligaciones municipales o garantías societarias. Desde un punto de vista interno, se acude a la estratificación de los valores utilizando diversas técnicas como que los riesgos no sean asumidos por todos los valores, sino sólo por un grupo (distinguiéndose valores senior y junior), la constitución de fondos de reserva, utilización de beneficios para satisfacer intereses, etc (Valle Muñoz, 2006).

<sup>14</sup> La *Department of Housing and Urban Development (HUD)* exige a Fannie Mae que al menos 42% del financiamiento que otorgue la agencia sea destinado a los sectores de más bajos recursos.

<sup>15</sup> Los préstamos adquiridos por Fannie Mae son asegurados por la *Federal Housing Administration* o por *U.S. Department of Veterans Affairs*.

<sup>16</sup> Encargada de titular hipotecas convencionales y competir con Fannie Mae, tras su flamante privatización. Con el tiempo, ambas adquirieron un modelo de negocios similar, y dado que las dos garantizaban los préstamos, retenían gran parte del riesgo de crédito (que podían sostener dada la escala que alcanzó el negocio) (Dodd, R 2007).

se basa en el accionar de estas instituciones. Estas firmas comenzaron la colocación de títulos respaldados en hipotecas convencionales, con garantías propias que hicieron categorizar a los títulos en niveles superiores (AAA)<sup>17</sup>. Durante el desarrollo de la crisis de las hipotecas *subprime* las agencias de seguros también sufrieron graves problemas de solvencia que debieron ser asistidas desde el Estado para evitar su desaparición. Dodd, R (2007) señala que *“esta estructura de mercado construida en torno a empresas auspiciadas por el Estado, fue un éxito rotundo y generó competencia”*. En el año 2003, Freddie Mac y Fannie Mae generaron 76% de las emisiones respaldadas por hipotecas y otros activos, y el 24% restante fueron emisiones organizadas por grandes firmas de Wall Street<sup>18</sup>. En tanto, en el 2006 los porcentajes fueron 43% y 57%, respectivamente. Este cambio en la participación del mercado vino de la mano de una flexibilización de las regulaciones, que permitió titular préstamos de menor calidad crediticia. En efecto, mientras las legendarias firmas americanas ya mencionadas se ocupaban de hipotecas de bajo riesgo, las otras instituciones se volcaron a la originación de hipotecas de alto riesgo (lo que luego desembocó en lo que se conoció como la crisis de las hipotecas *subprime*).

### III.1.1.1 LA CRISIS DE LAS HIPOTECAS *SUBPRIME* Y LOS PROBLEMAS DE REGULACIÓN

El desarrollo de las hipotecas *subprime* en el mercado hipotecario estadounidense tuvo su máxima expresión en la década de los noventa, como resultado de una firme decisión política por parte del gobierno de expandir las posibilidades de financiamiento, para la adquisición de la vivienda propia (“El sueño americano”<sup>19</sup>) para algunos sectores de la población que no podían hacerlo, como consecuencia de no poseer los atributos necesarios para ser calificados por las entidades financieras como sujeto de crédito. Estas personas, no poseían ingresos suficientes, tenían dificultades en su empleo o simplemente eran percibidos como de alto riesgo, y en consecuencia, no accedían al financiamiento bancario. Como resultado de ello, algunos originadores

---

<sup>17</sup> En el caso de una obligación dividida en tres tramos, el preferencial es el menos riesgoso, porque tiene el derecho a percibir primero los pagos de las hipotecas, y por lo tanto lleva la mejor calificación crediticia, a veces AAA (y genera intereses más bajos). El tramo intermedio acarrea mucho más riesgo, usualmente lleva grado especulativo y ofrece más rentabilidad. El tramo más bajo no genera ningún pago hasta que no estén íntegramente saldados los otros dos, es sumamente riesgoso, generalmente no tiene calificación crediticia y produce el máximo de rentabilidad. Cada clase se vende por separado (Dodd R, 2007).

<sup>18</sup> Sobresalen Wells Fargo, Lehman Brothers, Bear Stearns, JP Morgan, Goldman Sachs y Bank of America. y grandes prestamistas a deudores hipotecarios de alto riesgo como Indymac, WAMU y Countrywide.

<sup>19</sup> El objetivo del presidente George Bush, era el incrementar en 5,5 millones de propietarios de vivienda entre las minorías al final de la década. A pesar de ello, la propia HUD reconoció los problemas regulatorios en materia de calidad informativa de los prestatarios, préstamos abusivos, calidad de las tasaciones, y altas primas de margen de rendimiento por parte de los originadores hipotecarios.



de préstamos crearon las hipotecas denominadas “*subprime*” que tuvieron la particularidad de afrontar desde el inicio una tasa de interés más alta<sup>20</sup>, debido al mayor riesgo asociado que acarrearán al momento de su otorgamiento, (además de soslayar dichos impedimentos, que sí se consideraban para el otorgamiento de hipotecas “convencionales”). Estas innovaciones financieras se desarrollaron bajo un escenario general de la economía norteamericana, caracterizada por un período prolongado de baja de tasa de interés<sup>21</sup>, combinado con una suba persistente del valor de las propiedades, que incentivó a una mayor colocación de este producto, alcanzando a fines del año 2007, una participación en el total de hipotecas del mercado americano del 14% (Bernanke 2007).

Por otra parte, si contemplamos a los denominados “*near pre bonds*” -préstamos que tienen un mayor puntaje de crédito<sup>22</sup> que los prestatarios *subprime* y que encierran por alguna de sus características aspectos de alto riesgo, cabría adicionar de un 8 a 10% más en el stock de préstamos de alto riesgo. Estas hipotecas, se titulizaban de modo de generar activos financieros que constituyeron parte de un amplio menú para los inversores institucionales. (Bernanke, 2007) señala que *“aunque el desarrollo del mercado secundario ha tenido grandes beneficios para los participantes en el mercado hipotecario, la práctica de vender hipotecas a inversionistas podría haber contribuido al debilitamiento de los estándares de reaseguramiento. Dependiendo de los términos de la venta, cuando un emisor vende un préstamo y sus derechos de servicios, los riesgos (incluyendo por supuesto cualquier riesgo asociado con el pobre aseguramiento), se pasan en gran medida a los inversionistas antes de ser asumidos principalmente por la compañía que emitió el préstamo”*. Las entidades originantes han aplicado distintos mecanismos para retener los riesgos de los activos titulizados, como por ejemplo la utilización de líneas de crédito subordinadas por las propias instituciones originadoras o la suscripción de los tramos de los bonos emitidos que asumen las primeras pérdidas. Gran parte de los mercados financieros desarrollados, los inversores finales, o incluso la normativa que regula el proceso, exigen la evaluación del riesgo de la emisión por parte de alguna agencia de calificación. La

---

<sup>20</sup> Dos tercios del stock de hipotecas *subprime* se encuentran bajo la modalidad de tipo de interés variable. Por lo tanto, el incremento en la tasa de interés junto a una caída en el precio de la vivienda tuvo un fuerte impacto en estos demandantes de alto riesgo, no pudiendo hacer frente al pago de la cuota del préstamo, incrementando la mora del sistema bancario, y trasladando dicho default a los flujos de fondos derivados en las titulizaciones estructurados bajo esos activos subyacentes, e iniciando un proceso de ejecución de hipotecas.

<sup>21</sup> Entre 2001 y 2003, la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) dispuso que la tasa de interés de referencia se mantuviera en niveles mínimos, los más bajos registrados desde 1958. A partir de 2004 y ante un incremento en la inflación, la FED decidió incrementar la tasa de interés llegando al 5,2% anual. (Maubré, 2008).

<sup>22</sup> El puntaje es la representación matemática de la calidad del crédito, medido según ciertos parámetros estadísticos que contempla la historia de cumplimientos de pago del acreedor y la medida real de la capacidad de endeudamiento.

función de las mismas radica en evaluar y publicar la solvencia de los activos emitidos. Algunos tipos de estructuras (sobre todo en las que el activo del fondo está compuesto por bonos de alto riesgo) permiten a los inversores asumir posiciones altamente apalancadas, muy expuestas a determinados riesgos empresariales o sectoriales, lo cual en determinados momentos pueden acabar teniendo consecuencias negativas para su solvencia<sup>23</sup>. Esta circunstancia resulta especialmente relevante en el caso de que los riesgos sean transferidos hacia entidades con una menor regulación, como los *hedge funds*<sup>24</sup>.

En consecuencia, el entorno de alta liquidez de los mercados y de bajas tasas de interés incentivó a las entidades financieras y a los inversores a buscar activos financieros con mayores retornos, acumulando títulos con garantías hipotecarias de mayor riesgo *subprime*. A la reversión del ciclo, se combinaron un conjunto de situaciones, caracterizadas por caída en el precio de las propiedades, mayor inflación y suba de la tasa de interés, generando crecientes dificultades a la hora de hacer frente al pago de las cuotas de las hipotecas, incrementando su morosidad y deteriorando la solvencia de los títulos que poseían esas hipotecas en garantía. El mercado percibió que la incertidumbre crecía alrededor de estos activos financieros comenzando una “corrida” en su contra, perdiendo, por lo tanto, rápidamente su cotización e impactando fuertemente en los balances de aquellos inversores (entidades financieras, fondos de inversión, etc.) que poseían esos títulos en sus portafolios (Ver Cuadro 1 del anexo). A su vez, esto generó un impacto en el mercado financiero global que produjo una fuerte contracción del crédito en las economías en general, aumentando la incertidumbre en el sistema financiero y en el nivel de actividad económica. En tal sentido (La Caixa, 2008) señala que el alza de la morosidad en los créditos *subprime* ha hecho aumentar las provisiones por pérdidas esperadas por las entidades financieras, limitando así su capacidad para acumular fondos propios<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> “La deformación comienza cuando se introducen a los vehículos que conectan inversores y activos estructurados. Tales vehículos, organizados y fondeados en buena porción por los bancos, se apalancan además tomando deuda de corto plazo contra la cual financian activos más largos por lo cual la estructura de capital resultante implica al menos un riesgo de descalce de arranque, más otros riesgos de liquidez o de mercado, claramente muy mal ponderados por los actores participantes a la luz de los hechos” (Cosentino, 2008).

<sup>24</sup> Estos son especialistas en operaciones de alto riesgo. No hay suficiente información sobre sus activos, pasivos y principales operaciones, de modo que es baja la calidad de su regulación generando su apalancamiento niveles cercanos, en algunos casos, de hasta el 500%.

<sup>25</sup> Recordemos que los bancos dependen del ratio capital sobre el total de activos por dos razones: a) los bancos están obligados, de acuerdo a la normativa de Basilea, a mantener un mínimo de capital; b) una buena capitalización hace que un banco sea más seguro, por lo tanto la disminución de este ratio obliga a las entidades a endurecer su política de crédito.

Entre un conjunto de medidas que adoptó el gobierno de los EE.UU, se contempló la asunción del control de las dos mayores entidades hipotecarias del país (Fannie Mae y Freddie Mac), destinando cien mil millones de dólares para cada uno (representando la mayor intervención de rescate financiero en la historia de ese país). Dichas empresas, que garantizaron hipotecas por 5,3 billones de dólares, (casi la mitad de todo lo invertido en el mercado hipotecario estadounidense) pasaran a estar dirigidas por la Agencia Federal Financiera de Vivienda (FHFA), evitando la posible quiebra. La importancia de estas compañías, que desde sus inicios colaboraron decididamente y eficientemente en el desarrollo de la política de vivienda de los EE.UU, quedó de manifiesto a la hora de efectuar la asistencia por parte del gobierno federal. Adicionalmente el congreso de los EE.UU. aprobó un “salvataje” que consistió en un fondo de u\$s700.000 millones destinados a dotar de liquidez al sistema bancario estadounidense, como así también acompañar con otras medidas complementarias las posibles consecuencias recesivas que deberá enfrentar ese país a consecuencia de esta crisis financiera.<sup>26</sup>

En consecuencia, la Reserva Federal y el Tesoro han actuado ante este caso como prestamista de última instancia, trasformando el costo de años de mala regulación y liberalización financiera en un costo fiscal para el ciudadano americano haciendo “volar por los aires” el espíritu normativo de Basilea. Precisamente, como resultado de ello, deberá ponerse especial atención a la necesidad de reformular en un futuro próximo el marco normativo (Basilea II). Este rige implícitamente a los principales sistemas financieros de los países desarrollados, habiendo puesto de realce el rol de las agencias calificadoras de riesgo por sobre los sistemas de control y supervisión locales, incentivando la liberalización financiera y la autorregulación, no considerando con mayor énfasis el problema del sobre-apalancamiento que contribuyó a expandir la sobreoferta y el crecimiento de activos de baja calidad como el caso de las hipotecas *subprime*.

---

<sup>26</sup> En primera instancia el plan original enviado por el presidente Bush al congreso fue rechazado creando mayor incertidumbre y afectando la cotización de las acciones y bonos de las bolsas de países desarrollados y emergentes. La propuesta original de la Casa Blanca, expresada en tres carillas, incluía el desembolso sin condiciones de 700 mil millones de dólares para que el gobierno los utilizara en el salvataje de la plaza bancaria. A raíz de esto se envió un nuevo paquete con mayor consenso de las bancadas republicanas y demócratas. La nueva versión del plan incluyó un paquete de reducción de impuestos por hasta 100 mil millones de dólares dirigido a la clase media, una serie de medidas para expandir los servicios asegurados para salud mental y hasta ayuda para escuelas rurales. También aumentó el límite en los seguros de depósitos de los bancos comerciales desde 100.000 dólares a 250.000 dólares. Pero con la modificación, se impusieron cuotas al desembolso, iniciando con la cifra de 250 mil millones de dólares, una estricta vigilancia por parte de dos organismos independientes sobre el uso del dinero, limitaciones estrictas al pago de indemnizaciones a los banqueros responsables del crack financiero y preferencias para los deudores individuales de hipotecas.

### III.3.1.1.1.1 EL MARCO REGULATORIO

La falta de transparencia de los mercados es considerada como una de las causas principales que ha estado en el origen de la crisis de los mercados de crédito, dificultando conocer la exposición real de las entidades financieras a determinados tipos de riesgos. Ello es consecuencia de los nuevos mecanismos existentes para la transmisión de éstos, la complejidad que han alcanzado los nuevos productos financieros estructurados y la escasa información existente sobre la naturaleza y evolución de los activos subyacentes a esos productos. Asimismo, algunos mercados –típicamente de renta fija- carecen de mecanismos adecuados de información sobre variables relevantes antes y después de la contratación. Es indudable que la compleja estructura financiera de estos productos y la dificultad para valorar la magnitud del riesgo financiero de esta alternativa de inversión, fue lo que motivó su colocación, básicamente, entre inversores calificados.

Por otra parte, al tratar el tema de la regulación propiamente dicha, conviene definir el concepto. Según distintos abordajes de la literatura, podemos decir que la misma es la intervención gubernamental por medio de una política pública (puede ser una norma, ley, reglamento, etc.) cuyo objetivo es modificar la conducta de los participantes en una actividad económica específica. La aplicación de ella supone el aumento del bienestar social, o evitar la pérdida del mismo, al corregir la falla de mercado a la cual se dirige la acción gubernamental, como así también a todas aquellas medidas que conducen a evitar que tras un objetivo de maximización de rentabilidad, vulneren los objetivos de política.

Una de las principales fallas de mercado que afecta a los mercados financieros es la asimetría informativa. Ésta se produce cuando una de las partes involucradas en una transacción –puede ser el comprador o el vendedor- tiene mejor información que la otra. La menor información, provoca selección adversa o la elección de bienes o servicios no adecuados para maximizar la utilidad de los agentes. Así, un individuo con un perfil de riesgo bajo puede contratar un producto que tiene riesgo elevado pero que no lo ha hecho público.

(Zingale, 2004) citado por (García Santos, 2007) señala que *“la regulación responde a un patrón cíclico y que ello explica parte de sus fallos. En los períodos de auge económico suele haber poco apoyo a favor de la regulación ya que, por una parte, el éxito de los negocios hace que los poderes públicos no deseen arriesgarse a frenar su auge con nueva regulación y tampoco los agentes privados suelen estar motivados a*

*presionar a favor de alguna regulación. Sin embargo, en momentos de recesión suelen producirse fracasos empresariales y escándalos, que se tornan en peticiones de regulación*". Precisamente, la crisis de las hipotecas *subprime* encuadraría perfectamente dentro de esta definición, en tanto que la normativa utilizada para este instrumento en particular en el mercado norteamericano ha tenido más costos que los supuestos beneficios asociados a su utilización. Si bien la regulación internacional difiere entre países, existen puntos de encuentros, como por ejemplo la existencia de sociedades tituladoras (entidades que son reguladas y controladas por agencias gubernamentales) y la calificación que descansa en entidades privadas como son las calificadoras de riesgo. En el caso de los EE.UU, la regulación tanto para Fannie Mae como Freddie Mac, se dio a través de Acts o leyes.<sup>27</sup> Adicionalmente, como los títulos valores emitidos con respaldo en hipotecas se comercializan en el mercado de capitales, interviene la Securities Exchange Comisión (SEC).

Si bien la crisis desatada a partir de la morosidad de las hipotecas *subprime* no ha concluido, ya deja varias enseñanzas en materia de regulación. Una de ellas, es la necesidad de implementar un mayor control sobre las entidades originantes de hipotecas, sobre quien ha de asumir el riesgo final de la operatoria y sobre los problemas derivados de un indebido nivel de apalancamiento que contribuye al nacimiento de burbujas de precios en el mercado de vivienda. Entre las modificaciones recientes efectuadas en el entorno norteamericano se incluye mejorar la transparencia al momento de realizar la tasación del inmueble a ser adquirido. Los intermediarios hipotecarios no podrán seleccionar a los tasadores y los prestatarios no podrán usar tasadores propios en las evaluaciones, tampoco los de compañías filiales o controladas por ellos. En efecto, entre los primeros cambios regulatorios efectuados como resultado del estallido del mercado *subprime* se destaca que a partir del 1 de enero de 2009, Freddie Mac y Fannie Mae solicitarán a los bancos de los que adquieren préstamos hipotecarios, que cumplan con las nuevas medidas. Ambas firmas del mercado secundario aportarán además, un total de 24 millones de dólares para crear el Instituto para la Protección de la Evaluación Independiente, una nueva entidad que se encargará de supervisar y aplicar el nuevo código de conducta. Este Instituto, atenderá los reclamos de los consumidores que se consideren perjudicados en un proceso de evaluación de su propiedad, o de aquellos tasadores que estimen

---

<sup>27</sup> El *Federal National Loan Mortgage Corporation act* de 1997 y el *Federal National Mortgage Association Charter Act* de 1997 son las normas más recientes que delimitan y definen las responsabilidades y alcances de la compañía. La vigilancia de las actividades tituladoras en EE.UU corre por cuenta de distintos entes reguladores que supervisan distintos aspectos operativos y financieros de las tituladoras. La *Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)* vigila a Fannie Mae y a Freddie Mac y a los doce bancos públicos, mientras que el *Department of Housing and Urban Development (HUD)* supervisa a Ginnie Mae (Tituladora Colombiana 2002).

que la independencia de su trabajo ha estado comprometida de alguna forma. En paralelo, informará en forma periódica sus actividades a la Fiscalía de Nueva York y a la oficina federal encargada de supervisar la actividad de las firmas hipotecarias que han suscrito el acuerdo. Estas firmas que han sido momentáneamente adquiridas por el Estado, han acumulado alrededor del 60 por ciento de los préstamos de vivienda que se emiten en Estados Unidos.

Finalmente, respecto al impacto que ha tenido el mercado *subprime* en otros países desarrollados se observa, tal como señala el (Banco de España, 2007) que *“A diferencia de lo que ha ocurrido en otros sistemas financieros, y particularmente en el estadounidense, las entidades españolas han retenido el grueso de los riesgos asociados a las titulizaciones, lo que seguramente se explica por el hecho de que estas perseguían la captación de fondos. Así, desde la entrada en vigor de la CBE 4/2004, que endureció los criterios para sacar del balance los activos titulizados, exigiendo para ello que se produjera una transferencia sustancial de todos los riesgos y beneficios asociados a los mismos, tan sólo se ha dado de baja del activo un 5% del volumen de las operaciones”*.

(Cosentino, 2008) afirma que *“el abuso de los esquemas de financiamiento e inversión por fuera de la hoja de balance conduce a la deformación de ciertos riesgos, tornándolos menos entendibles y por ende más difíciles de medir. La imprudencia de las entidades financieras actuando bajo distintos roles dentro de una misma cadena de negocio denota la necesidad de una regulación que proceda con mayor rigurosidad y eficacia”*.

Por último en el entorno latinoamericano, la aplicación de la regulación de la titulización es dispar, conforme con el nivel de desarrollo económico y financiero de la misma (ver cuadro 2). Algunos países, fundamentalmente en la década del noventa, han estimulado la sanción de regímenes normativos específicos para la implementación de esta técnica financiera. Existen distintas combinaciones como ser: aquellos países con una regulación específica de la titulización y un volumen sustantivo de operaciones, países en los que no existe una regulación específica, pero se han desarrollado operaciones de titulización, otros en los que existe la regulación pero con escasas operaciones, y por último, aquellos en los que no existe regulación y no se han desarrollado operaciones.

Cuadro 2: Principales características del marco regulatorio de la titulización en algunos países latinoamericanos.

| Países    | Marco de la Regulación   |
|-----------|--|
| Argentina | Ley 24.441 de Financiamiento de la vivienda y construcción desde 1995 reglamentada en el capítulo XV de las normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV). En el caso de Entidades Financieras reguladas por la ley 21.526 y modificatorias deben cumplir las normas del BCRA. La titulización se realiza a través de Fideicomisos Financieros constituidos por entidades financieras o Sociedades especialmente autorizadas por la CNV. |
| Brasil    | Los certificados de crédito inmobiliario (CRI) están regulados en las leyes 6.385/76 y 10.303/01 y descritos en el art.6 de la ley 9.514/97 del Sistema de Financiación Inmobiliaria. Asimismo la CVM los regula en su normativa 414/2004. Los Fondos de Inversión en Derechos de Créditos (FIDC), en su mayoría se estructuran como Fondos Cerrados, y están regulados por la resolución CMN 2.907.                                       |
| Chile     | Se regula por la Ley del Mercado de Valores 18.045, título XVIII “De las Sociedades Securitizadoras” y cinco normas de carácter general de la SVS que regulan: contratos de administración de bienes, emisiones e información, programas, originadoras y contabilidad. Los fondos de créditos securitizados son regulados por la Ley 18.715.   |
| Colombia  | Resolución 645 de 1992 y tras sucesivas reformas se consolida en la Resolución 400 de 1995 modificada por la Resolución 882-1 de 1999 y 70 de 2007, todas de la Superintendencia de Valores, ahora Superintendencia Financiera.  |

Fuente: Instituto Iberoamericano de Valores, 2007.

### III. 3.1.1.1.2 EL ROL DE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO

Tal como ya hemos mencionado, las titulaciones hipotecarias requieren por normativa de la evaluación de agencias calificadoras de riesgo, las cuales están encargadas de emitir opinión validatoria sobre la calidad de los títulos que son emitidos y respaldados por los activos hipotecarios. Las calificaciones crediticias que emanan de estas empresas son consideradas a priori, una opinión profesionalmente calificada, en la que se evalúa la probabilidad que los inversores reciban el pago del capital e intereses en tiempo y forma, y de que todos los gastos relacionados a la emisión sean pagados (Ver cuadro 3 del Anexo). Entre las formas que los tituladores utilizan habitualmente para evitar que se interrumpa el flujo de fondos hacia los tenedores de títulos respaldados por hipotecas - como resultado de la pérdida crediticia o moras de los préstamos involucrados- se encuentran: Estructuras Senior subordinadas, seguros sobre bonos, línea de crédito bancario, fondo de reserva y

diferencial de tasa (Ver cuadro 2 del Anexo 1). Si bien las calificaciones difieren entre las distintas agencias, existen procedimientos comunes a todas ellas. En el caso particular de una titulización hipotecaria, se deben examinar las características del mercado inmobiliario del país y la información relacionada a: performance histórica de los créditos hipotecarios, índices de incobrabilidad, mora, ratio de precancelamiento, y ejecuciones hipotecarias. La evolución en los precios de los inmuebles, los procedimientos, tiempos y costos de la ejecución hipotecaria también deben ser contemplados. Cuando el mercado no cuenta con políticas de originación estandarizada, las propias calificadoras deben analizar una serie de criterios adoptados por los originadores a fin de estimar una base estándar para la originación de los créditos.<sup>28</sup>

Una de las críticas más incisivas que han recibido estas agencias han sido precisamente las serias anomalías causadas por la calidad de las calificaciones y la necesidad de un mejor “timing” a la hora de predecir dificultades. En efecto, esto se pudo percibir claramente durante la crisis de México en 1994, la asiática en 1997<sup>29</sup>, la rusa de 1998, la Argentina en los años 2001-2002 y los problemas de descapitalización de Enron y World Com, como episodios relevantes<sup>30</sup>. Tal como vimos en el caso de las hipotecas *subprime*, fueron las agencias de calificación de riesgo las que contribuyeron con su aprobación al auge de las mismas, que ahora está causando tantos problemas en los mercados financieros. S&P, Moody's Investors Service<sup>31</sup> y Fitch Ratings –las tres principales calificadoras a nivel mundial- dieron calificaciones excelentes a muchos de estos valores, que se construyeron a partir de préstamos cuestionables. Con ello, enviaron una señal al mercado de que estos valores eran casi tan seguros como los bonos del Tesoro de EE.UU. Wierzba et. al, 2008 señala que “...*la intervención errónea, y muy sospechable de dolosa, no se limitó*

---

<sup>28</sup> Se analizan factores tales como: tipo de hipotecas, garantías, características de la propiedad, relación préstamos/valor de la propiedad, monto del préstamo, nivel de ingresos del tomador, verificaciones crediticias, dispersión geográfica de las propiedades hipotecadas, tasaciones de los inmuebles y los contratos de seguros relacionados con los mismos (Standard & Poor's, 2005).

<sup>29</sup> El FMI, en su informe anual, señala “Las agencias calificadoras de riesgo deberían dedicar más recursos a la calificación de los países de mercados emergentes, si no desean repetir los errores que cometieron al despuntar la crisis asiática de 1997”, para luego agregar “Las calificadoras de riesgo se han convertido en un factor cada vez más importante y determinante que gravita sobre el comportamiento de los mercados” (Clarín 12/9/1999).

<sup>30</sup> Desde el Banco de Inglaterra, A.Haldane, G.Hoggarth y V. Saporta escribieron que de las 17 crisis financieras recientes, S&P sólo bajó su nota con antelación (lo que hubiera alertado al inversor) 4 veces, y Moody's, una vez. En un documento del Banco de Basilea, C.Borio, C. Furfine y P. Lowe dijeron que los errores de las calificadoras nacen de su “corto horizonte” al juzgar a un país, de la “atención insuficiente” sobre qué relación hay entre acreedor y deudor y de una postura procíclica. “El riesgo de un país se sobreestima en recesión y se subestima al invertirse el ciclo económico” (Clarín, 12/9/1999).

<sup>31</sup> Moody's obtuvo más de US\$3.000 millones entre 2002 y 2006 por calificar valores basados en préstamos hipotecarios (Boletín Electrónico de la Vivienda, 2007).



*sólo a la calificación de instrumentos específicos, sino al diseño de metodologías incompetentes para la construcción de paquetes de contratos para la titulización. Así el desempeño de las calificadoras de riesgos fue un factor decisivo en la amplificación de la dimensión del colapso. La tercerización respecto de la valuación del riesgo y su impacto en los requerimientos de capital efectuada desde la supervisión al ámbito privado, descansando en las agencias calificadoras, provocó que la regulación operara con un efecto inverso a su objetivo. Siendo estas agencias un sujeto central del régimen propuesto por el Acuerdo de 1999; la situación actual ha puesto en grave tela de juicio, la viabilidad de la continuidad de la instrumentación del régimen, aún en el marco teórico que sostiene la centralidad de la regulación microprudencial”.*

Las mismas calificadoras manifestaron que la reciente crisis de las hipotecas *subprime* las ha inducido a mejorar la metodología de análisis y el proceso de monitoreo, elaborando distintos escenarios para consideración del inversor, lo cual resulta insuficiente. Europa también recibió fuertemente el impacto de la crisis que como efecto dominó se trasladó negativamente a sus sistemas financieros. En tal sentido, las autoridades monetarias y financieras de Europa han puesto el alerta a esta falla de la supervisión, enfatizando que la autorregulación en este caso resultó insuficiente. Para ello, se procura alentar el registro, la supervisión externa y mayores controles internos.<sup>32</sup> Precisamente, al registrarse, las agencias deberán ponerse bajo el control directo de los supervisores financieros. En igual sentido, el registro de agencias fue introducido en EE.UU. en octubre de 2007, lo que las ubicó bajo el control directo de la Comisión de Valores (SEC). En líneas generales, la problemática relacionada con estas entidades gira en torno a dos ejes. El primero de ellos es la posibilidad de existencia de conflictos de interés en el desarrollo de su actividad, como consecuencia del papel de las agencias como asesoras de las empresas emisoras y la remuneración por éstas – y no por inversores- de los trabajos de valoración realizados. En este sentido Stándar & Poor’s propuso establecer cambios metodológicos, que redunden en restablecer la confianza entre sus clientes, entre los que se destaca la rotación de analistas cada cinco años y la contratación de firmas externas para que vigile sus prácticas. No quedan dudas de que estas medidas resultan por demás limitadas y cabe replantearse si su funcionamiento se justifica de cara al futuro, o deberán formar parte de un sistema de regulación que contemplen estratos superiores de control ligados a reguladores estatales, o incluso la prescindencia de las mismas.

---

<sup>32</sup> Charlie Mc Creevy, comisario de Mercado Interno de la U.E, señaló “se necesitan reglas obligatorias” descartando la opinión de otros reguladores europeos de que hay que insistir que sea voluntario. (How Jones, Reuters Mayo, 2008).

El segundo tipo de cuestiones gira en torno a la metodología empleada. En particular, se ha señalado una cierta falta de transparencia sobre los criterios de valoración seguidos, a pesar de las mejoras producidas en los últimos años, y se ha cuestionado la utilidad de los modelos utilizados basados en regularidades históricas- en un contexto macroeconómico y financiero sometido a mutación constante. Los rating actuales resultan insuficientes para recoger el conjunto de los riesgos que conllevan los instrumentos valorados. Un ejemplo de esto radica en la falta de valoración de la liquidez de los instrumentos, un concepto que ha cobrado gran importancia en la crisis reciente. En este contexto, en el ámbito internacional permanece abierto un debate sobre la posibilidad de regulación de este sector tanto para Europa como para los EE.UU. La atención se está centrando entre otras propuestas en reformar el código de conducta elaborado por International Organization of Securities Commissions (IOSCO)<sup>33</sup>

En síntesis, el mercado estadounidense a lo largo del tiempo logró consolidar un mecanismo –la titulización hipotecaria - alternativo al tradicional fondeo vía depósitos, de modo de incrementar el financiamiento a la vivienda a sectores de ingresos medios y bajos, a tasas y plazos más convenientes, alcanzando una dinámica articulación entre los mercados primarios y secundarios. Tal como señala (Del Gobbo, 2000) *“En cuanto al proceso de maduración necesario para que el mercado de títulos hipotecarios se conforme, es preciso tener en cuenta que en el caso de Estados Unidos, hasta que en el sector bancario privado se observó que la securitización de hipotecas podía constituir una alternativa rentable, pasaron no menos de diez años de testeo, durante los cuales las agencias gubernamentales fueron adquiriendo carteras sobre las que se emitían títulos, que por otra parte contaban con garantía estatal, lo cual les daba un grado de aceptación en el mercado que de otra forma no hubieran tenido”*. Años recientes, la utilización de los riesgos inherentes del instrumento conjuntamente con una mala calidad regulatoria, en tiempos de una extraordinaria y coyuntural baja de la tasa de interés, elevaron los mismos de una manera irresponsable, provocando, a la reversión del ciclo, una crisis financiera que se expandió hacia otras economías, a consecuencia del mayor riesgo que significó, la tenencia en cartera de títulos de inversión respaldados en activos que perdían valor. La alta morosidad de los mismos, y la caída de los valores reales de la garantía, como resultado de la disminución en el valor de las propiedades, produjo lo que se ha dado en llamar en la literatura financiera, el estallido de una “burbuja inmobiliaria”, con repercusiones difíciles de mensurar, hasta el momento.

---

<sup>33</sup> Para ampliar ver [www.iosco.org](http://www.iosco.org)

### III. 3.1.1.1.3 PRIMEROS APORTES PARA EL DISEÑO DE UNA NUEVA REGULACIÓN

Al cierre del presente trabajo, el presidente de los EE.UU dispuso enviar al congreso un conjunto de medidas cuyo objetivo es contribuir a establecer una reforma regulatoria de amplio alcance. El motivo surge como consecuencia de la crisis financiera y del reconocimiento taxativo de la inconsistencia que presenta el sistema de regulación estadounidense en particular, y las repercusiones a escala global.

Entre las debilidades regulatorias que destaca la presentación del presidente Obama ante las cámaras legislativas, denominado "*Financial Regulatory Reform: A New Foundation*" sobresale como conclusión que el sistema financiero tuvo bajos requerimientos de capital y liquidez para sustentar la transacción de activos de alto riesgo (como las hipotecas *subprime*) y los compromisos fuera de la hoja de balance de las entidades financieras. También destaca como parte fundamental del diagnóstico del origen de la crisis el alto apalancamiento y la facilidad de migrar de un sistema regulador a otro más flexible. La propuesta Obama otorga mayor poder de supervisión y control a la Reserva Federal, como así también la creación de un nuevo Banco Supervisor Nacional que sería el encargado de la supervisión prudencial y de la regulación de todos los bancos comerciales federalizados, sucursales federales y las agencias de bancos extranjeros. Al mismo tiempo, se propone la creación de un "Consejo de Control de Servicios Financieros" presidida por el Tesoro cuyo fin es corregir las deficiencias de la supervisión, resolviendo disputas, identificando riesgos emergentes en las firmas y en el mercado, y coordinando políticas que tiendan a eliminar las controversias.

La normativa contempla mayor poder para la Reserva Federal, quien deberá controlar los holdings financieros y bancos de inversión obligándolos a mantener estándares prudenciales de capital, liquidez y administración del riesgo, siendo más estrictos y cautelosos en el manejo de los requerimientos sobre una base consolidada. Se contempla además un mayor control sobre los fondos de cobertura, los pools privados de capital, al mismo tiempo que se pone particular énfasis en fortalecer los marcos regulatorios alrededor de los Fondos de inversión monetarios y sobre el sector de seguros.

En lo que respecta específicamente al proceso de titulización, "la propuesta Obama" señala la necesidad de fortalecer la supervisión y regulación del mercado titulizador, creando el marco normativo adecuado que contemple para los emisores la necesidad

de mantener un interés económico en una porción material del riesgo crediticio de la exposición de los créditos titulizados.

La misma incluye la necesidad por parte de los reguladores, de alinear la compensación de los participantes del mercado con la performance de largo plazo de los préstamos subyacentes. Se sugiere que la Securities Exchange Commission (SEC) redoble los esfuerzos a los fines de incrementar la transparencia y estandarización del mercado titulizador además de requerir reportes más completos por parte de los emisores y propone la revisión de las leyes federales de las titulaciones. Además, sugiere otorgar a la SEC nuevas herramientas para incrementar la imparcialidad para los inversores, a través del establecimiento de un impuesto fiduciario para los bróker y los dealers, ofreciendo asesoramiento de inversores y armonizando la regulación de los asesoramientos de inversiones y la de los brokers y dealers.

Otro de los objetivos que persigue “la propuesta Obama”, pone énfasis en la necesidad de regular a las agencias de créditos y el uso de los ratings de crédito como así también, crear una regulación completa para todos los derivados del mercado extrabursátil, incluyendo los de cobertura por riesgos de crédito (CDS), futuros y securities.

La agenda de cambios regulatorios se complementa con una mayor protección al consumidor de productos financieros y en tal sentido, propone la creación de un único supervisor federal primario, la Agencia de Protección Financiera del Consumidor (CFPA) que abarque los productos financieros y servicios de mercado, excepto para los productos de inversión ya regulados por la SEC o el Commodity Futures Trading Commission (CFTC). La norma contempla como fundamental el concepto de protección al consumidor, como un mecanismo de afianzamiento de la confianza entre el consumidor y la respuesta del mercado.

El impacto de la crisis reciente habla por si sola de la necesidad de una mayor regulación que evite comportamientos asimétricos a la hora de sustentar fiscalmente los “costos asociados” a la crisis sistémica. En este aspecto, la regulación deberá contemplar aquellas instituciones no bancarias, entre ellas las generadoras de préstamos hipotecarios por afuera del circuito tradicional bancario que se ubicaban hasta ahora en un segmento desregulado.

Cabe señalar, que esta agencia representará el límite inferior de control, no pudiendo reemplazar el compromiso de supervisión ejercido desde el Estado pero sí manteniendo una complementación y coordinación de los esfuerzos entre ambos.

La agenda impulsada propone fortalecer en el marco internacional, las recomendaciones que se implementen a través del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria, conocido como Basilea II, puliendo la ponderación de los riesgos aplicables para los productos securitizados, introduciendo límites al apalancamiento. Se insta a mejorar la supervisión de los Mercados Financieros Globales como así también promover la estandarización y mejora de la supervisión de los derivados de crédito. Por último, se pone énfasis, en línea con el Acuerdo del G20 de que cada autoridad nacional establezca sus guías para alinear las regulaciones de modo tal de no proporcionar incentivos a la toma de riesgos excesivos.

En tal sentido, Wierzba et al. 2008 menciona que *“los estándares de Basilea representan la clase de requerimientos prudenciales que son ampliamente aceptados por los partidarios de la liberalización”*. Para más adelante señalar *“Si bien las innovaciones de Basilea II fueron previstas para ser aplicadas sólo en bancos internacionales, la tendencia parecería indicar que terminará convirtiéndose en la regulación estándar de todo el sistema bancario como sucedió con su predecesor. Es por esto que el nuevo acuerdo traerá consecuencias que no han sido tomadas en cuenta, tanto para los países periféricos como para los bancos pequeños y las pequeñas y medianas empresas.”*

En consecuencia, todas aquellas medidas sugeridas para la implementación de cambios regulatorios profundos, deberían contemplar una discusión intensa sobre los marcos enunciados en Basilea II, y en particular, el impacto derivado de sus prácticas que implican un efecto contraproducente para las economías periféricas. En dicha agenda para el debate será oportuno considerar: la prociclicidad, la inequidad competitiva, el racionamiento de crédito, la concentración y extranjerización y un conjunto de cuestionamientos que surgen en parte de la literatura. (Par ampliar ver DTNº 22 del Cefid-ar)

Por otra parte, Europa a través del parlamento ha sancionado cambios regulatorios que tendrán vigencia a finales del año 2010 y que contemplan un mayor control sobre los requisitos de capital, impidiendo a los bancos prestar más del 25% de sus fondos a un solo cliente (o grupo de clientes) e introducirá específicamente un 5% de

retenciones bancarias a la titulización de productos, como la reventa de préstamos hipotecarios.

En el caso del Reino Unido, mantiene el sistema tripartito de regulación: El Tesoro, el Banco de Inglaterra y el regulador, la Autoridad de Servicios Financieros (FSA), pero considera necesario ajustar la regulación en particular en el caso de los Bonos, las operaciones de Bancos, y el abuso de los polémicos “Hedge Funds” conjuntamente con un mayor requerimiento de transparencia y de información periódica de evaluación de los riesgos excesivos. En tal sentido, se requerirá acumulación de capital en épocas de bonanza y evitar excesos de créditos en años de crecimiento.

### III.1.2 EUROPA Y EL CASO ESPAÑOL

España y el Reino Unido son los países de mayor expansión en el uso de la titulización entre los países desarrollados del entorno europeo. En el caso particular de España, los antecedentes históricos del instrumento se remontan al año 1981<sup>34</sup>, con la creación de las sociedades de créditos hipotecarios como intermediarios financieros especializados en la materia.

En los comienzos, la titulización mantenía los activos subyacentes dentro del balance, conservando la propia entidad los riesgos inherentes a los préstamos hipotecarios contemplados como respaldo de las cédulas y bonos emitidos. Pero esta norma, en la práctica, demostró ser muy rígida en opinión de los reguladores locales, introduciéndose cambios con el Real Decreto 1289/1991 y con la Ley 19/1992. Esto facultó al emisor de las hipotecas a retirar del balance los activos involucrados en la titulización, cediendo en consecuencia la totalidad del riesgo asociado a los Bonos de Titulización Hipotecaria (BTH), que tendrían cotización en el mercado secundario organizado. Asimismo, la Ley facultó la creación de Fondos de Titulización Hipotecaria<sup>35</sup> como fondos cerrados constituidos por participaciones hipotecarias, que representan la misma cantidad en valores emitidos, de modo de mantener un efecto neutro del patrimonio neto del vehículo utilizado en la titulización.

La administración y representación legal de los fondos están a cargo de las Sociedades Gestoras que lo hayan creado. A partir de 1998 el mercado logró una expansión exponencial (de la mano del fuerte incremento del valor de las propiedades), mientras se producía una reducción de la emisión de deuda pública. La Unión Europea contribuyó decisivamente al desarrollo y a la consolidación del mecanismo del mercado español, ya que la puesta en vigor de una moneda única en el continente repercutió favorablemente produciendo una sensible disminución en la tasa de interés, suprimiendo al mismo tiempo el riesgo de cambio entre los países miembro. Desde el enfoque del inversor, este producto financiero también resultó atractivo, debido a que amplió el horizonte de activos disponibles, al tiempo que se estructuró un activo de menor riesgo y razonable rentabilidad. Una de las características destacables del sistema español fue que a pesar de la disminución en la relación préstamo - valor de la propiedad involucrada en hipotecas titulizadas, se mantuvieron en valores que no superaban el 85%. Esta modalidad le permitió a las

---

<sup>34</sup> Ley 2/1981 y Real Decreto 685/1982.

<sup>35</sup> Fiscalmente los fondos quedan sujetos al Impuesto de Sociedades al tipo general y su constitución queda exenta del concepto "operaciones societarias" del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, mientras que la administración de los fondos por las sociedades gestoras queda exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido.

entidades que conforman el sistema financiero trasladar a terceros una parte del riesgo de su cartera, permitiendo captar fondos a largo plazo<sup>36</sup>. En efecto, de esta forma las entidades financieras disponían de una menor necesidad de mantener capital, tal como establece la normativa, y además se las autorizaba a poder utilizar dichos títulos como garantías en las operaciones de financiación con el Eurosistema.<sup>37</sup>

España mantiene dos formatos básicos de titulización: el ordinario y el sintético. En el primer caso, el originador de los créditos generadores de ingresos predecibles los envía a una entidad vehículo (el Fondo de Titulización), por lo que los créditos abandonan el balance del cedente y se integran en el del cesionario. Esta transferencia posibilita a las entidades de crédito la liberación de recursos propios para contraer nuevos riesgos. La entidad vehículo, a su vez, emite bonos que integran la mayor parte de su pasivo, y con cuyo precio de emisión financia la adquisición de los créditos subyacentes.

La situación es muy distinta en el caso de la titulización sintética, en la que no se produce la cesión de créditos a un tercero. El crédito permanece en el balance de la entidad correspondiente, pero ésta cede el riesgo inherente al citado crédito. La transmisión del riesgo se puede producir mediante una serie de mecanismos. Una de las formas habituales es la firma entre la entidad vehículo y el titular del crédito de algún tipo de derivado de crédito (que normalmente adoptará la forma de un *“credit default swap –CDS–”*<sup>38</sup>). En virtud de dicho derivado de crédito, la entidad vehículo (vendedor de protección) adquiere determinados riesgos inherentes a una cartera de créditos (ya sea obligándose a adquirir el activo subyacente o, lo que es más común, pagando una suma al titular de la cartera si el riesgo se materializa) a cambio del pago de una prima por parte de éste (el comprador de protección). Por tal motivo, la transmisión del riesgo se produce en la práctica como en el caso de la titulización ordinaria, pero sin necesidad de entregar los créditos al vehículo emisor, de manera que el cedente permanece como titular de los mismos. A pesar de estar autorizada, (López Losada, 2006) señala que *“en la actualidad no se realizan estructuras de*

---

<sup>36</sup> Los pagos periódicos que surgen del bono coinciden con la estructura temporal de los activos subyacentes.

<sup>37</sup> En España se ha desarrollado una operativa, en la que, en lugar de créditos, se transfieren al fondo de titulización cédulas hipotecarias, que son valores emitidos por las propias entidades que cuentan con la garantía tanto de la cartera de hipotecas del emisor como del resto de sus activos (Banco de España, 2007).

<sup>38</sup> El CDS es un derivado de crédito que implica (para el comprador) adquirir un seguro que transfiere el riesgo crediticio del activo subyacente al vendedor del CDS. El comprador acuerda el pago de cierta cantidad con cierta periodicidad al vendedor a cambio de tener una protección contra el impago de un bono o un préstamo de una empresa o país. Si se produce el impago (o default), el vendedor del CDS paga al comprador una cantidad equivalente a la pérdida. Los precios de los CDS cotizan en puntos básicos (López Losada, 2006).



*titulización sintéticas, debido a que la autoridad regulatoria bancaria no proporciona a las entidades de crédito las bases para que éstas calculen cómo afecta este tipo de titulaciones al cálculo de su capital regulatorio mínimo”.*

Como resultado de la aplicación de un conjunto de medidas regulatorias, podemos concluir que en el mercado hipotecario español no existía un segmento de alto riesgo originado en el mercado local (como en el caso de los EE.UU.), de modo que la calidad crediticia de los activos resultó elevada, al inicio de la crisis internacional, tal como lo reflejaban los bajos niveles de morosidad.<sup>39</sup> La evolución del mercado hipotecario, que abasteció de financiamiento a un amplio segmento de la población española en los últimos años, se nutrió de los fondos obtenidos a través de las titulaciones efectuadas, tanto por los bancos como por las cajas de ahorro. Del total de activos titulizados en el año 2007, el 63% correspondió a activos subyacentes que involucraban préstamos hipotecarios, cédulas hipotecarias o por préstamos a promotores.

Por otra parte, el Reino Unido es uno de los países más dinámicos de la región en la utilización de *Asset Backed Securities (ABS)*, desde que cobró impulso el instrumento, y los Títulos Respaldados por Hipotecas Residenciales (RMBS) han sido la clase preferida de los activos securitizados. Al año 2006, según Barclays Capital, y desde 1996, la emisión europea de RMBS alcanzó los 810 billones de Euros, y el Reino Unido encabezaba la muestra con 180 billones de euros, lo cual mensura la importancia de este país en el desarrollo de esta modalidad de financiamiento. Entre los originadores de préstamos con destino a vivienda, además de los bancos específicos, también conviven las *building societies*<sup>40</sup> (*Sociedades de Crédito para la Construcción*), que ofrecen productos a tipo variable o fijo a corto plazo, (ya que los depósitos son su principal fuente de financiación).

En todos los casos, la garantía de los títulos emitidos depende del contrato entre el prestamista y el emisor, donde se estipula la seguridad del pago del capital e intereses de las *mortgage-backed securities*. En caso de impago del deudor hipotecario, el administrador puede instar a la entidad prestamista a que ejecute la propiedad en

---

<sup>39</sup> No obstante los resguardos del sistema financiero español, se ha sentido el impacto global de la crisis de las hipotecas *subprime* estadounidenses.

<sup>40</sup> “Las entidades prestamistas (*building societies*) tienen un límite fijado en el 40 por ciento para la obtención de recursos que no procedan de las cuentas de los particulares. A diferencia de lo que ocurre en la mayoría de los países, las *building societies* conceden los préstamos pero no los titulizan, es decir sólo actúan en el mercado primario. El 75 por ciento de su capital debe estar destinado a la concesión de créditos hipotecarios los cuales son financiados principalmente con los ingresos realizados por los miembros de la sociedad (*shareholdings*). El valor de la propiedad debe cubrir la totalidad del capital y los intereses del crédito” (Valle Muñoz, L 2006).

garantía del préstamo para poder hacer frente al pago con los tenedores de los valores.

En síntesis, podríamos señalar que existen dos grandes modalidades de títulos hipotecarios en el entorno europeo: los tipo cédula hipotecaria, procedentes del derecho alemán, (en dónde el riesgo del impago del crédito o créditos de cobertura lo asume la entidad prestamista, teniendo el adquirente del título un simple derecho de crédito contra la entidad) y los sistemas de titulación de origen anglosajón, (donde el riesgo con excepciones se transmite a los tenedores de valores, los cuales por regla general tienen acción contra el deudor hipotecario). El caso del primero tendería a ser más preciso, en términos que el riesgo sigue estando en cabeza del originante de la operación y resguarda mejor respecto de maniobras de sobre-apalancamiento.

### **III.2 LA TITULIZACIÓN EN AMÉRICA LATINA**

En América Latina se están verificando iniciativas legales, institucionales y operativas con miras a vincular en forma creciente a los sistemas financieros de vivienda con el mercado de capitales, de modo de atraer recursos de largo plazo para el financiamiento de la vivienda: hace necesaria la aparición de nuevas fuentes de financiamiento, que contribuyan a disminuir el actual déficit de viviendas que se estima en alrededor de 52 millones de unidades, a lo largo de todo el continente<sup>41</sup>. Un rasgo dominante de los principales países de Latinoamérica es que los créditos susceptibles de titulación son los originados en el mercado que se orienta al consumo (corto plazo) y, en menor medida, los provenientes del mercado de la vivienda (largo plazo) aunque con tendencia creciente. Tal como ha quedado sustancialmente señalado en (Banzas, Fernandez, 2007) los sectores de más bajos ingresos deberán continuar asistidos por los presupuestos federales y planes de viviendas específicos, no pudiendo acceder como forma resolutiva al financiamiento que otorgue el sistema bancario.

**México**, se considera el país que más ha utilizado este instrumento, y en particular se observa que en la última década el mercado de titulación hipotecario, ha crecido de manera sostenida, aunque aún en valores sustantivamente inferiores a los registrados en países desarrollados. El financiamiento hipotecario en este país se canaliza a

---

<sup>41</sup> En el año 1990, de un déficit total de 38 millones de viviendas en la región, el 46% correspondía al déficit cuantitativo y el 54% al déficit cualitativo (carencia de servicios). En el año 2000, el déficit total aumenta a 52 millones de viviendas de las cuales un 39% corresponde al déficit cuantitativo y un 61% al déficit cualitativo (Saborido, 2006).

través de actores públicos (INFONAVIT, SFH, FOVISSSTE y FONHAPO<sup>42</sup>) y privados, aplicando subsidios implícitos o complementarios. A partir de la crisis económico financiera de 1994, las SOFOLES<sup>43</sup> ha cobrado un mayor protagonismo perdiendo los bancos participación en este mercado a favor de estos intermediarios financieros.

Este país ha efectuado grandes adelantos, incrementando la cantidad y calidad de la información sobre la capacidad crediticia de los prestatarios. Los avances tecnológicos han contribuido a mejores sistemas de información de gestión y a decisiones más rápidas sobre los préstamos, dando como resultado una reducción en el costo de financiar y originar hipotecas para vivienda. Al mismo tiempo, este país alentó regulaciones tendientes a mejorar el marco jurídico para la titulización, de manera de acelerar la ejecución de garantías, facilitando la transferencia de hipotecas.

El INFONAVIT, emitió su primer título valor respaldado por hipotecas en el año 2004, a un plazo de 12 años, para luego extender el mismo a 20 años. Están respaldados por carteras de hipotecas de bajos ingresos, adquiridas en su mayoría por inversores institucionales locales interesados en valores a largo plazo con calificación de grado de inversión (Skelton , 2006). Otra institución activa en el desarrollo del instrumento en el mercado mexicano ha sido la SHF, que se inscribe como una institución financiera que forma parte de la Banca de Desarrollo. La misma otorga financiamiento a las SOFOLES, cuya principal actividad en el mercado de la vivienda, consiste en el otorgamiento de créditos y garantías para la financiación y construcción de viviendas, preferentemente de interés social<sup>44</sup>, al mismo tiempo que colabora en la titulización de créditos concedidos a través de intermediarios financieros. Entre las funciones principales que desarrolla la SHF se encuentran: proporcionar financiación a largo plazo, otorgar seguros hipotecarios, y asegurar la oportuna amortización de los bonos.<sup>45</sup>

---

<sup>42</sup> INFONAVIT: Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores. SFH: Sociedad Hipotecaria Federal. FOVISSSTE: Fondo de Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales para los Trabajadores del Estado. FONHAPO: Fideicomiso Fondo Nacional de Habitaciones Populares.

<sup>43</sup> Las SOFOLES, utilizan de manera frecuente mecanismos de titulización de la cartera de créditos. En efecto, cuando tienen suficiente masa crítica de préstamos, las SOFOLES las agrupan y posteriormente los colocan entre los inversores, principalmente entre los fondos de pensiones y aseguradoras mexicanas que encuentran en estas operaciones un importante instrumento de ahorro a largo plazo. (Banzas, A y Fernandez L, 2007)

<sup>44</sup> La SHF promueve la estandarización de los créditos hipotecarios para que se puedan realizar securitizaciones de alta calidad crediticia. La SHF, les otorgará seguros de créditos hipotecarios (con costo) hasta del 35% en primera pérdida; dará Seguro de Garantía Financiera parcial sobre los títulos securitizados y actuará como formador de mercado en éstos, ofreciendo cotizaciones diarias de compra y venta (Kiguel, Podjarny, 2007).

<sup>45</sup> "A partir de 2009, la SHF, tendrá prohibido financiar las hipotecas, y ya existen planes para favorecer el desarrollo de un mercado de titulización de hipotecas como fuente principal de financiación para el mercado de vivienda. Además aunque todos los títulos de la SHF están actualmente respaldados por el Gobierno Federal, a partir de 2013, dejará de ser así y pasará a ser autosuficiente" (BPI, 2007).

Al igual que en la mayoría de los países latinoamericanos, pero en particular en el caso de México por la fuerte relación comercial que mantiene con los EE.UU, la crisis de las hipotecas subprime han tenido un impacto sustantivo en su economía. Particularmente en el mercado de vivienda mexicano se ha verificado un fuerte descenso en las inversiones que se destinaban a la compra de inmuebles en zonas turísticas del país. Además, Según da cuenta el Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas (IMEF) *“la economía de México en su conjunto muestra un drástico deterioro general, debido principalmente a la caída de la actividad manufacturera y el debilitamiento en el comercio y los servicios. Esta caída en el sector manufacturero se produce principalmente por la caída en las ventas externas hacia los Estados Unidos y por el duro impacto que está teniendo la crisis, originada en el mercado de hipotecas subprime de aquel país”*.

En consecuencia, la crisis de las hipotecas *subprime* ha tenido un efecto negativo en la economía mexicana que se transmite a través de canales financieros y de la economía real.

En **Chile** los activos titulizables son: las letras hipotecarias<sup>46</sup> (LH), los mutuos hipotecarios (endosables o no)<sup>47</sup> y los créditos hipotecarios. Los mutuos en cualquiera de sus dos modalidades, a diferencia de las letras hipotecarias, pueden ser pactados a una tasa de interés fija, flexible o mixta a las que se agrega también una comisión. La diferencia entre el mutuo hipotecario endosable y el crédito hipotecario con letras, es que el primero es un crédito en dinero, lo que significa que la persona recibe siempre el 100% del crédito aprobado, sin costos adicionales y puede ser endosado a favor de un tercero. En tanto para el segundo, la persona no recibe dinero, sino recursos gestionados mediante la venta de letras hipotecarias, que son documentos con un valor y una rentabilidad asociada que se negocia en la Bolsa de Comercio de Santiago. Es común que se vendan con un descuento, por lo que el comprador no recibe el 100% del monto pactado. El mecanismo consiste en que el banco emite las letras por el monto solicitado, con una tasa determinada y un plazo que puede ser 8, 12, 15 ó 20 años, y las ofrece al mercado. Por lo tanto, en algunos casos, por condiciones del mercado que nada tienen que ver con el tomador del préstamo, los inversionistas no compran las letras al valor al que fueron emitidas, sino que se transan con descuento.

---

<sup>46</sup> La normativa vigente exige que el comprador aporte el 25% del valor de la vivienda al momento de comprar, con el objetivo de garantizar una holgada relación de deuda garantía, cubriendo una eventual caída de precios del inmueble. Por otra parte, la LH posee la doble garantía de la hipoteca y del banco.

<sup>47</sup> En el caso del primero, se exige que la institución financiera financie hasta el 80% del valor del inmueble, mientras que en el segundo no tiene regulaciones específicas en ese sentido (Bancomer, 2006).

En ese escenario, no se entregará la totalidad del monto solicitado, y la diferencia deberá ser solventada por el solicitante.<sup>48</sup>

El incentivo a la adopción de tasa de interés flexible, en el marco de un descenso de la misma tanto en Chile como a nivel mundial, permitió promover el crecimiento de los mutuos hipotecarios no endosables. Esta modalidad ha tenido un sustantivo crecimiento en el sistema financiero chileno desde el año 2004, alcanzando el 51% de participación en el total de deudas hipotecarias a mediados del 2006 (en detrimento de las letras hipotecarias que han manifestado un retroceso que situó su participación del 68% al 40% en dos años). En el proceso de desarrollo del instrumento titulizador, (Pavez, 2001) distingue tres etapas diferentes: la primera (1994-1998), en la que se permitió titulizar sólo los mutuos hipotecarios<sup>49</sup> y letras hipotecarias, pero no tuvo el impulso deseado a consecuencia de las altas tasas de interés vigentes, y a la falta de difusión del instrumento. Una segunda etapa (1999-2000), en la que se permitió aplicar activos financieros representados por flujos futuros de ingresos, en dónde no se requería necesariamente de la existencia de un título de crédito, pudiendo los títulos colocarse en el mercado aún cuando no se hubiese terminado de crear el patrimonio autónomo (Fideicomiso).

Finalmente, la tercer etapa (2001 en adelante), en la que se concedió mayor flexibilidad, ampliando el menú de activos subyacentes con una sensible mejora en el conocimiento y perfeccionamiento del instrumento. Desde las primeras emisiones de titulización hipotecaria tuvieron gran demanda por parte de los fondos de pensiones, que alcanzaron a administrar en inversiones casi la mitad del PIB chileno.

El impulso del instrumento surgió con la sanción de la ley de Mercado de Capitales en el año 1994, estableciendo en detalle la actividad titulizadora y regulando la creación y el funcionamiento de sociedades titulizadoras<sup>50</sup>. Más tarde, en 1997, la reforma a la ley de bancos instituyó la posibilidad que éstos creen filiales titulizadoras, ampliando el negocio comercial.

---

<sup>48</sup> Por lo tanto, es clave primero consultar con el banco con qué descuento comercializan las letras o si acaso se venden al 100%, es decir, se compran al precio con que fueron emitidas. En todo caso, algunos bancos ofrecen recomprar estas letras al 100% para evitarle pérdidas al cliente. El gran beneficio, sí, va por el lado de la tasa de interés, ya que es posible obtener una menor.

<sup>49</sup> Es el instrumento legal en el cual constan todas las características del crédito solicitado, formas de pago, derechos y obligaciones de las partes, y la descripción del bien o inmueble puesto como garantía del préstamo.

<sup>50</sup> Precisamente, la función primordial de las sociedades titulizadoras es la de comprar créditos (mutuos hipotecarios y letras hipotecarias) como así también contratos de alquileres (leasing habitacional) para emitir títulos respaldados por los activos mencionados y luego ser colocados en el mercado de capitales.

El vehículo más desarrollado en el mercado chileno ha sido la titulización “dentro de balance”, a partir de la emisión de la letra hipotecaria<sup>51</sup>. Estos títulos, han tenido gran receptividad por parte de los inversores institucionales como los fondos de pensión y las compañías aseguradoras. (Gregoire y Zurita 2003) señalan que *“Un importante aspecto que motivó a los bancos a estas operaciones diferentes al crédito tradicional bancario, consistió en que podría 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 riesgo al deudor y finalmente al inversionista que adquiere las letras hipotecarias. El banco simplemente traspasa al inversionista los flujos prometidos en los cupones.”* A pesar del buen desarrollo del instrumento, el informe trimestral del Bank for International Settlements (BIS) de septiembre de 2007, señala *“Chile ha registrado una desaceleración significativa desde el año 2004 a consecuencia de las amortizaciones anticipadas de RMBS (bonos de titulización hipotecaria residencial) y la aparición de financiar hipotecas a través de pagarés crediticios”*. A diciembre de 2005, el 5% de las inversiones del Fondo de pensiones y el 11% de las inversiones en seguros estaban constituidas por letras hipotecarias, en tanto que en 1993 esta cifra trepaba al 9% y 19% respectivamente. (Bancomer, 2006).

Por último, cabe resaltar que buena parte del desempeño de este mercado se debió al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, en particular del nivel de precios, y la tasa de interés, que permitió evitar incumplimientos masivos en las cuotas de los activos subyacentes (créditos hipotecarios). Adicionalmente, el Estado impulsó un diseño de política integral para el tema de la adquisición de la vivienda al alentar el ahorro de las familias junto al subsidio a la demanda, que permitió disminuir la brecha entre el valor del salario y el valor del inmueble.

En **Colombia** el marco legal se desarrolló entre los años 1992 y 1995, fecha en la que se concretaron las primeras titulaciones de hipotecas, (convirtiéndose en un país pionero en la región).<sup>52</sup> En el año 2000 se autorizó el funcionamiento de la primera

---

<sup>51</sup> Las letras se expresan en Unidad de Fomento (UF), y otorgaban alto interés en la década de los setenta (1977 en adelante) y posteriormente. Es más, al aprobarse la reforma provisional (1981) las administradoras de fondos de pensión demandan estos títulos seguros con garantía hipotecaria, líquidos y con plazos muy interesantes para Chile: 8, 10, 12 ó 20 años (Gregoire J, Zurita S, 2003).

<sup>52</sup> Entre 1995 y 1999 este país registró un total de 10 emisiones a cargo de cinco ex Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV), hoy bancos hipotecarios, por un monto equivalente a u\$s 460 millones con respaldo de hipotecas por un valor de u\$s 509 millones. Las emisiones tienen una duración de entre 1 a 10 años todas con clasificación de riesgo triple A. los principales adquirentes de los bonos titulizados fueron los fondos de pensiones (Gonzalez Arrieta, 2005).

titulizadora colombiana, sociedad titulizadora que se encarga de la adquisición de carteras de hipotecas de modo de calzarlas con la emisión de bonos titularizados. Ésta se ha convertido en uno de los principales emisores del mercado colombiano, administrando indirectamente el 43% del stock de hipotecas en el país; el 22% del portafolio de los fondos de pensiones y el 37% de las reservas de las aseguradoras. La Titulizadora Colombiana<sup>53</sup> (2002) (el equivalente a Fannie Mae de los EE.UU.) señala que *“Colombia podría enmarcarse como un caso intermedio entre los países con sistemas de financiación de vivienda desarrollados y el grupo general de economías de la región rezagadas en este aspecto. A pesar de la fuerte contracción del crédito de vivienda, y del aumento sostenido del déficit habitacional en los últimos años, el sistema de financiación de vivienda en Colombia llegó a alcanzar hace menos de una década indicadores importantes en este frente y, de hecho, cuenta con desarrollos como la titularización hipotecaria, la existencia de inversionistas privados de largo plazo y un mercado líquido de activos de largo plazo. En este sentido, Colombia cuenta con herramientas privilegiadas difíciles de encontrar en otros países del área, para pensar que un desarrollo fuerte del sistema de financiación de vivienda es probable en un futuro”*.

A diferencia de otros países, Colombia continuó experimentando durante el año 2007 un sostenido incremento de la titularización hipotecaria. Titulizadora Colombiana continúa siendo el principal emisor del mercado interno, tal como lo ha sido durante los últimos años. Las emisiones fueron realizadas en moneda local a tasa fija y también ajustada en muchos casos a la unidad de valor UVRs (indiciados con la inflación nacional), alcanzando sustantivos montos durante ese año en títulos respaldados por activos hipotecarios. Esta expansión, se vio favorecida por el incremento alcanzado por las originaciones hipotecarias, alentadas por la baja en las tasas de interés.

En **Brasil**, hacia el año 1997 se decidió implementar nuevos instrumentos a fin de mejorar el sistema de financiación de la vivienda. Con la ley 9.514 se establecieron las condiciones para el desarrollo de un mercado secundario de hipotecas, incluyendo la posibilidad de crear sociedades tituladoras. La primera entidad tituladora fue la Compañía Brasileira de Securitização (CIBRASEC)<sup>54</sup>, que inició sus actividades en 1997 para llevar a cabo la estructuración y emisión de Certificados de Recebíveis Imobiliários o RMBS.

---

<sup>53</sup> Entidad privada, creada por importantes accionistas del sector hipotecario colombiano y la Corporación Financiera Internacional (IFC) en Julio de 2001.

<sup>54</sup> Los socios fundadores son la Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança, 33 bancos brasileños, tanto públicos como privados. También conviven en el mercado otras sociedades como Brasileño de Valores, Patrimonio Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários, Río Bravo Securitizadora y Compañía de Securitização de Ativos (CSA) (Carreño, 2007).

Éste es un vínculo entre la hipoteca y el mercado de capitales, cuya regulación quedó a cargo de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM).

El mercado más desarrollado ha sido el interno, pero también se ha observado un crecimiento sustantivo de las emisiones transfronterizas, acompañando a México uno de los países más dinámicos en la región. Durante el año 2006 los títulos respaldados por hipotecas residenciales (RMB) y comerciales (CMBS) han seguido una tendencia más volátil y un desarrollo más lento, representando sólo el 9% (477 millones de dólares) de todas las operaciones estructuradas realizadas en el año. En este segmento predominan los Certificados de Recebíveis Inmobiliários<sup>55</sup>, respaldados por bienes inmuebles emitidos por sociedades de titulización. Durante el año 2007 se observó una desaceleración en las colocaciones -afectada por la crisis *subprime* en los EE.UU- en relación a los valores alcanzados el año anterior, ya sea bajo el formato Fondos de Inversiones Directos Creditorios FIDCs o Certificados de Recebíveis Inmobiliários (Cris), certificados de bienes raíces (BPI, 2007).

En síntesis, la evolución de la titularización hipotecaria en el entorno latinoamericano ha cobrado auge en las economías más grandes de la región, sobresaliendo en primera instancia México, Brasil, Colombia, Chile y Argentina como los países que por el tamaño de sus economías, el desarrollo de sus sistemas financieros, y por la dinámica en la introducción de este sistema, presentan un importante potencial para su desarrollo. Esto no implica desconocer la evolución alcanzada en la materia por Panamá o Costa Rica, aunque en menor escala.

Debido a que el mercado se encuentra en las primeras etapas de desarrollo en el continente latinoamericano, otros países no han utilizado aún este mecanismo al mercado de la vivienda, y se fondean mayoritariamente con depósitos de corto plazo, sin disponer de un mercado de capitales desarrollado que garantice el éxito de su implementación. Asimismo no todos los países de la región disponen de la suficiente cantidad de hipotecas que amerite una titulización, dando por lo tanto cumplimiento con la homogeneidad requerida (plazos, monedas, morosidad etc.). En todos los casos, la principal restricción no resulta ser solamente el tamaño de su mercado primario de hipotecas, sino de la inestabilidad macroeconómica y la calidad de su marco jurídico. Aunque la titulización en América Latina ha crecido con rapidez en los últimos años, y ha probado ser una herramienta a considerar, el mercado aún se encuentra en sus primeras etapas de evolución y seguramente padecerá de un mayor

---

<sup>55</sup> El volumen de transacciones MBS emitido a través de Cris fue de 448 millones de dólares, lo que representó un 8,1% de disminución con relación al año 2006. Hasta la fecha, los bancos comerciales no han participado activamente en el mercado de RMBS (Moody's, 2008).



grado de incertidumbre sobre su funcionamiento como consecuencia de la reciente crisis internacional que se originó a raíz de la expansión incontrolada de hipotecas de baja calidad en los EE.UU.

#### IV. LA TITULIZACIÓN EN ARGENTINA

La primera instrumentación de la titulización en Argentina podría remontarse al año 1886, en el que se sancionó la ley 1.804, con la creación del Banco Hipotecario Nacional (BHN) con la facultad de emitir cédulas hipotecarias fuertemente ligada a las actividades agropecuarias <sup>56</sup>. Este antecedente no fue demasiado feliz y paradójicamente sucedió una práctica con el instrumento que podría asemejarse a la reciente crisis de las hipotecas *subprime* en los EE.UU aunque de menor impacto global por razones obvias. En efecto, (Lotersztain, 2004) señala *“los préstamos externos para Cédulas Hipotecarias en montos significativos, comparables a las inversiones en ferrocarriles en igual período, tenían como destinatarios los terratenientes de la pampa húmeda bajo el supuesto y la condición de que los dos Bancos oficiales que las emitían pagarían el capital e interés indicado en el título aunque dichos bancos no pudieran cobrarle al deudor que lo había enajenado. Las Cédulas hipotecarias fueron por ello un título de ahorro preferido para los pequeños inversores ingleses que se vieron altamente perjudicados a partir de 1889. En primer lugar muchas Cédulas de alto interés implícito se emitieron en pesos, y los inversores europeos no acostumbrados a la inflación comenzaron rápidamente a sufrir las consecuencias de la misma. Pero a partir de 1891 llegó el default de los bancos y ni siquiera en pesos devaluados pudieron cobrarse. En el mismo trabajo el autor destaca que la mera existencia de cuasi dinero que implicó la explosión indiscriminada de esas Cédulas, unido a la alegre emisión de dinero gubernamental y los créditos de los bancos oficiales, generó en un mercado relativamente reducido una inflación infernal de los precios de la propiedad inmobiliaria sin el menor sustento lógico para esa escalada”*.

En otro orden, (Fortino, 2006), señala que *“el antecedente normativo que dio el código civil de Dalmasio Vélez Sársfield (ley 340 promulgada el 29 de setiembre de 1869), que en el artículo 2661 (Título VII del Libro Tercero), define al “dominio imperfecto” como “el derecho real revocable o fiduciario de una sola persona sobre una cosa*

---

<sup>56</sup> Entre 1887 y 1946, el BHN emitió las llamadas cédulas hipotecarias. Las mismas estaban garantizadas por hipotecas, por el BHN y por el Estado nacional (Spolski, A 1996).

*propia, mueble o inmueble, o el reservado por el dueño efecto de una cosa que enajena solamente el dominio*". Pero el principal impulso en el siglo pasado se manifestó años más tarde, con la sanción de la ley 24.441 de Financiamiento a la Vivienda y Construcción en el año 1995, articulando la regulación del fideicomiso financiero. A partir de aquí comienza una etapa caracterizada por la introducción de una figura financiera que tenía como principal objetivo alentar la creación de vínculos entre los mercados primarios y secundarios de hipotecas.

#### **IV.1 MARCO REGULATORIO Y ASPECTOS IMPOSITIVOS**

A partir de la sanción de la ley 24.441 (Fideicomisos Financieros) y la 24.083 (Fondos Comunes de Inversión) comienza a implementarse un modelo que, como vimos, cobró gran dinamismo a nivel mundial. Estas leyes condensan las principales figuras habilitadas para la puesta en funcionamiento del instrumento. Una de ellas es la autorización a la constitución de letras hipotecarias, títulos valores que tienen incorporados un crédito con garantía hipotecaria que pueden ser creados individualmente y no en serie como las acciones o las obligaciones negociables. Otro rasgo que se destaca en la ley 24.441 es el régimen especial de ejecución hipotecaria extrajudicial, que tuvo como finalidad agilizar las ejecuciones de aquellas hipotecas que estén ligadas con la emisión de títulos valores respaldados por ellas.

En el marco regulatorio vigente, la responsabilidad recae en la Comisión Nacional de Valores, que es el organismo con mayor grado de especialidad en la materia. En la Resolución N°290 de la CNV se abordan tanto el funcionamiento del fideicomiso financiero<sup>57</sup> (F.F.), como el de los fondos comunes cerrados de crédito (F.C.C.C.). Dentro de las estructuras ya mencionadas, al analizar la conceptualidad de la titulación en nuestro país, la ley 24.441 en su artículo 21° remite al tipo Pass-Through<sup>58</sup>, al referirse al FF, y en su artículo 78, a través de los fondos comunes de inversión cerrados (F.C.I.C.). El marco regulatorio local se complementa con las comunicaciones del B.C.R.A., particularmente la "A" 2385, que fija el contrato de mutuo estándar, cuya finalidad fue homogenizar dichos contratos facilitando y reduciendo los costos del proceso de titulación que surgen de los distintos modelos

---

<sup>57</sup> Si bien esta figura ya estaba en la legislación. El fideicomiso financiero se distingue por la calidad particular de dos sujetos del negocio: el fiduciario, que debe ser una sociedad expresamente autorizada, y el beneficiario, que estará constituido por los titulares de certificados de participación (los inversores colocados en el mercado de capitales).

<sup>58</sup> Ver "Un comentario preliminar" del presente documento.

utilizados por cada banco originante. Al mismo tiempo, promovió el otorgamiento de préstamos hipotecarios bajo la operatoria de titulización, siendo éstos admitidos en la integración de requisitos mínimos de liquidez, siempre que se tratasen de créditos calificados en situación normal<sup>59</sup>.

Otra comunicación que contribuyó al desarrollo del instrumento fue la “A” 4637, que establece un conjunto de pautas, prácticas y procedimientos que las entidades deben seguir en la originación y administración de préstamos con garantía hipotecaria para vivienda (Manual de Administración y Originación de Préstamos).

Por otra parte, el tratamiento impositivo del F.C.C.C. no difiere en demasía del F.F., a fin de no incentivar el uso de una u otra modalidad de vehículo. En el caso del IVA, en su artículo 83°... *“Quedan exentas del impuesto al valor agregado las operaciones financieras y prestaciones relativas a su emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelación, como así también las correspondientes a sus garantías”,* y luego en el artículo 84° señala.. *“A los efectos del impuesto al valor agregado, cuando los bienes fideicomitidos fuesen créditos, las transmisiones a favor del fideicomiso no constituirán prestaciones o colocaciones financieras gravadas. Cuando el crédito cedido incluya intereses de financiación, el sujeto pasivo del impuesto por la prestación correspondiente a estos últimos continuará siendo el fideicomitente, salvo que el pago deba efectuarse al cesionario o a quien éste indique, en cuyo caso será quien lo reciba el que asumirá la calidad de sujeto pasivo”.*

Respecto al impuesto a las ganancias, en el artículo 83° de la misma ley manifiesta textualmente... *“Los resultados provenientes de su compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición, como así también sus intereses, actualizaciones y ajustes de capital, quedan exentos del impuesto a las ganancias, excepto para los sujetos comprendidos en el Título VI de la Ley de Impuesto a las Ganancias (texto ordenado 1986) y sus modificaciones. Cuando se trate de beneficiarios del exterior comprendidos en el título V de la citada norma legal, no regirá lo dispuesto en su artículo 21° y en el artículo 104° de la Ley 11.683 (texto ordenado 1978) y sus modificaciones”* (ver cuadro 4 del anexo). Recientemente y a través del Decreto 1207/08<sup>60</sup>, que modifica parte del régimen del impuesto a las ganancias, se produjeron

---

<sup>59</sup> ...“El 1% del saldo de deuda por capitales de los préstamos hipotecarios para vivienda formalizados a partir del 15.10.95 en los términos del contrato modelo adoptado por las entidades financieras y originados y llevados a cabo bajo las pautas establecidas por el Banco Hipotecario Nacional o DB Program Manager S.A. (Deutsche Morgan Grenfell), siempre que se trate de clientes clasificados en situación o incumplimiento normal (categoría 1). Este concepto podrá ser computado en su totalidad como integración del requisito mínimo de liquidez de cada período, sin limitación alguna...”. (Com.“A” 2385 BCRA).

<sup>60</sup>“Que a fin de evitar distorsiones económicas y financieras que afecten los recursos necesarios para el

cambios en el régimen de beneficios que obtenían en el pasado los fideicomisos financieros. A partir de este cambio normativo, el impacto directo de la aplicación del impuesto a las ganancias a 35% caerá sobre los originadores – denominados fiduciantes- de los préstamos que permiten el “armado” del fideicomiso. El agente de retención será el fiduciario, es decir el responsable del cobro de las cuotas. En cambio, continúa vigente, la exención prevista en el artículo 84º de la ley 24.441 relativa a la exención del I.V.A., respecto a las cesiones de créditos a fideicomisos. Resulta clara la intención gubernamental de reducir las asimetrías tributarias que se verificaban en la actividad inversora, de acuerdo al tipo de “vehículo” elegido para concretarla. El doble objetivo perseguido es, obviamente, el recaudador y el de favorecer cierta equidad tributaria horizontal.

#### **IV.2 MODELO DE TITULIZACIÓN APLICADO Y COSTOS ASOCIADOS**

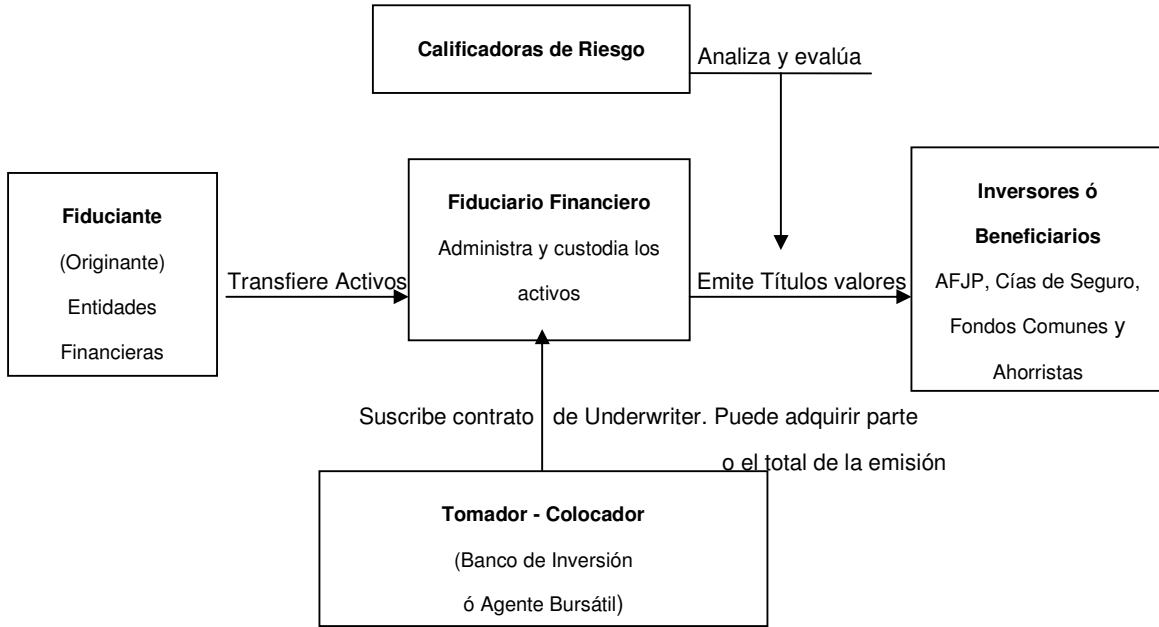
La ley 24.441 señala claramente los principales actores del instrumento que *“en el caso de fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al fiduciante, al beneficiario o a terceros (fideicomisarios), al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato. Conforme a la misma norma fideicomiso financiero<sup>61</sup> es dentro de los fideicomisos aquel que resulta apropiado para un proceso de titulización, textualmente es aquel contrato de fideicomiso en el cual, el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores, para actuar como fiduciario financiero y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes transmitidos”*.

---

financiamiento de las erogaciones públicas y lograr un mayor equilibrio fiscal en la redistribución de la carga tributaria, resulta necesario, a los efectos de la determinación de la ganancia neta, limitar el alcance del aludido beneficio tributario...a fin de no afectar el desarrollo de proyectos de infraestructura que redundan en beneficio de toda la población, se entiende aconsejable mantener la aplicación del citado tratamiento especial sólo para los fideicomisos financieros, contemplados en los Artículos 19 y 20 de la Ley Nº 24.441, que se encuentren vinculados con la realización de obras de infraestructura afectadas a la prestación de servicios públicos” .(Decreto 1.207/08, considerandos).

<sup>61</sup> “... el fideicomiso financiero otorga la posibilidad de tomar dinero del público inversor en el mercado de capitales, y es por ello que la CNV es la autoridad de aplicación, y además para proteger al inversor se le fija como requisito adicional que sea administrado por un “fiduciario profesional” que puede ser un banco o la caja de valores, o cualquier persona jurídica autorizada por la CNV...” (Fortino, L, 2006).

A fin de observar la ruta por la que transcurre habitualmente en nuestro país el proceso de titulización, se ilustra el siguiente diagrama:



Fuente: Elaboración propia.

Este proceso tiene implícito una serie de costos asociados que deben ser considerados. Según consultas efectuadas a calificadoras de riesgo que operan en el mercado local y que participan de la puesta en práctica de esta modalidad, los costos se ubican estimativamente alrededor del 1% a 1,5% de la cartera involucrada (en las emisiones modestas<sup>62</sup>, pueden ser más) y que abarcarían tareas que deben ser consideradas a la hora de la puesta en marcha el proceso (*due dilligence*<sup>63</sup>).

También se debe incluir la retribución al fiduciario que puede pactarse en un rango de entre 10 mil y 20 mil pesos. La entidad emisora, por lo general, contrata los servicios de una institución financiera que resulta la encargada de organizar la emisión, y colocación de los títulos entre los inversores institucionales. Un dato que señalan los operadores del mercado es que la primera emisión puede incluir gastos que determinen un costo de capital total más elevado que la tasa de interés de un

<sup>62</sup> Aproximadamente 10 millones de pesos.

<sup>63</sup> Especie de auditoria intensiva que permite la revisión completa de los agentes que intervienen en la operación y de los documentos que se incorporan al negocio. Otro aspecto importante es la recopilación de información histórica (Track record) y el seguimiento luego de la emisión, ya que de ellos se basará la calificación de riesgo obtenida.

préstamo tradicional. Sin embargo, una vez que se ha ingresado a la oferta pública, los costos de las emisiones siguientes tienden a disminuir, debido a que muchos de los gastos de "puesta a punto" involucrados no se repiten en emisiones posteriores.

#### **IV. 3 BREVE RESEÑA HISTÓRICA DEL INSTRUMENTO**

Tal como ya señalamos, la titulización de préstamos hipotecarios comienza a tener un rol dinámico en nuestro país con la sanción en 1995 de la Ley de Financiamiento de la Vivienda (24.441) y la resolución N°290 de la Comisión Nacional de Valores (CNV). El Banco que lideró el tránsito de esta nueva modalidad que permitió articular el mercado primario con el secundario<sup>64</sup> fue el Banco Hipotecario Nacional, primero en su faz estatal, y continuó avanzando en igual dirección una vez privatizado. El instrumento legal hizo posible la operatoria de los fideicomisos y, dentro de ellos, los financieros (mediante el cual se pueden emitir títulos valores o certificados de participación en oferta pública). En la actualidad, se puede titularizar hipotecas bajo la figura de letras hipotecarias, en la medida que el fiduciario adquiera la cartera de letras y, con ese respaldo, emita títulos de participación para ser colocados entre los inversionistas.

Cabe señalar que el desarrollo de este instrumento financiero a lo largo del tiempo fue y es limitado, a consecuencia del insuficiente volumen de originación de préstamos hipotecarios. Antes de la sanción de la ley, la economía había transitado por una experiencia de años de alta inflación y tasas de interés, y una gran aversión a tomar financiamiento a largo plazo, lo que implicó un escaso desarrollo del financiamiento con destino a la compra de vivienda. En efecto, según (Lozano 1997), la participación del crédito hipotecario en la compra de viviendas fue muy bajo para el período 1981-1995 (el 10%), mientras que en el mejor momento de la década del noventa alcanzó al 30,5%, el stock de préstamos hipotecarios con destino a vivienda, y representó el 2% del PIB. Bajo este escenario, el BHN comienza el proceso titulizador apuntando a la generación de hipotecas a través de una basta red de bancos minoristas originantes.

Éstos se hicieron bajo formatos que fueron adquiriendo cierto grado de homogeneidad como para titularizarlas, asumiendo el compromiso de cumplir con un conjunto mínimo de condiciones técnicas que respondían a la calidad de la emisión futura del título. La dinámica que cobró el instrumento se dio en el marco de un contexto macroeconómico de mayor estabilidad de precios, pero de marcada dolarización de los préstamos

---

<sup>64</sup> Uno de los objetivos que perseguía la ley 24.441 fue el impulsar la titulización con la activa participación del BHN y de las AFJP como tomadoras de dichos títulos a largo plazo asegurando un circuito sustentable del mecanismo que permitiera dotar de liquidez a los bancos originantes.

otorgados por el sistema bancario, lo que contribuyó al despegue de esta modalidad financiera, asociada principalmente a hipotecas originadas en los sectores de medios y altos ingresos, lo que en los hechos significaba una mejor calidad de riesgo crediticio asociado a los activos subyacentes de los títulos emitidos<sup>65</sup>.

Parte del circuito esperado al momento del lanzamiento de la operatoria de titulización del BHN, fue sin dudas colocar las emisiones entre los inversores institucionales (AFJP; Compañías de Seguros, etc...) de modo de, poder garantizar el destino final de las titulizaciones asegurándose un flujo significativo de fondos que permitieran sustentar un “circuito virtuoso”, otorgando mayor financiamiento con destino a la compra de viviendas y fundamentalmente evitando el descalce de plazos.

Lo cierto es que el fuerte proceso de endeudamiento interno y externo que implicó sostener el régimen de convertibilidad se convirtió de hecho en la principal competencia que tuvo el instrumento. En efecto, las emisiones de títulos del Estado Nacional y provincial a tasas de interés crecientes incentivaron a los inversores en general, y a los institucionales en particular, a colocar fondos en dichas emisiones, en detrimento de otros activos menos atractivos en términos de rentabilidad (como fue el caso de las titulizaciones hipotecarias) (ver cuadros 7 y 8 del Anexo). En 1997, el gobierno nacional dispuso mediante la sanción de la ley 24.855 en su artículo 15° bajo los términos de la ley 23.696, la privatización del Banco Hipotecario Nacional<sup>66</sup>.

Tras la crisis de los años 2001-2002, la economía inició una sustantiva recuperación concretando un ciclo de crecimiento, de la mano de un tipo de cambio más favorable para las exportaciones, incremento en el nivel de empleo, y la reorganización de sus acreencias internas y externas. En particular, el sistema financiero comenzó una lenta recuperación incrementando los niveles de intermediación, a tasas de interés sensiblemente más bajas, en términos reales, que las registradas en la década del noventa.

En lo que respecta a la evolución de los préstamos hipotecarios, es recién a partir de finales del año 2005 que comienzan a despegar, aunque a un ritmo moderado, y fueron acompañados por las instituciones bancarias con el ofrecimiento de productos

---

<sup>65</sup> Desde el punto de vista macroeconómico el hecho de que en la Argentina, como economía emergente y con una historia de alta inflación, el dólar estadounidense sea la moneda en la cual se realizan la mayor parte de las operaciones de ahorro e inversión, es otro factor que contribuyó a que las colocaciones de títulos nominados en dólares en el mercado estadounidense alcancen durante los últimos años calificaciones superiores a la calificación soberana (Del Gobbo, 2000).

<sup>66</sup> Por tal motivo la entidad mantuvo su nombre original adicionándole el término Sociedad Anónima (S.A). En consecuencia, a partir de aquí en el presente trabajo procederemos a darle ese tratamiento al hacer referencia a la entidad. Para ampliar ver (Banzas y Fernandez, 2007).

en moneda local a largo plazo y a tasas de interés en términos reales más bajas que durante la década anterior. (Banzas y Fernandez 2007). (Bleger, 2008) destaca que *“En el año 2007, estas financiaciones están creciendo a una tasa del 41% anual (similar al del conjunto de préstamos al sector privado). El plazo promedio de los préstamos para la vivienda es de 12 años y la tasas se han estabilizado en un rango de 10,5% a 12% en los últimos dos años”*. A lo largo del año 2008, las tasas de interés verificaron un marcado ascenso producto de la incertidumbre financiera mundial y de cuestiones coyunturales registradas por la macroeconomía doméstica (conflicto agropecuario), lo que da claras muestras de un comportamiento elástico de la tasa de interés de esta línea ante un escenario de turbulencias junto a la desaparición de la oferta de crédito a tasas fijas (Ver cuadro 3)

Cuadro 3. Evolución de las tasas de interés de los préstamos hipotecarios 2007-2008.

| Entidad                      | Plazo<br>Máximo<br>en meses | T.N.A. Fija<br>En %<br>2007 | T.N.A. Fija<br>En %<br>2008 | T.N.A. Variable<br>En %<br>(Max/Min)<br>2007 | T.N.A. Variable<br>En %<br>(Max/Min)<br>2008 |
|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|--|--|
| Standard Bank                | 120                         | 11.9/13.5                   | s/d                         | 12.79/13.76                                  | 15.7/16.7                                    |
| Banco Provincia Bs.As.       | 240                         | s/d                         | s/d                         | 10.08/11.08                                  | 13.78/11.78                                  |
| Banco Ciudad                 | 240                         | 9.5/12.5                    | 15.90                       | 8.0/8.0                                      | 11.97/11.43                                  |
| Banco Credicoop              | 180                         | 9.3/11.8                    | s/d                         | 7.4/8.3                                      | 12.60/11.20                                  |
| Banco Francés                | 300*                        | 11.5/13.7                   | s/d                         | 8.7/8.7                                      | 24.00/18.62                                  |
| Banco Galicia                | 120**                       | 11.7/13.7                   | s/d                         | 10.5/13.2                                    | 19.61/17.61                                  |
| Banco Hipotecario S.A.       | 240                         | 9.0/9.75                    | 25.75/23.90                 | 7.5/8.75                                     | 12.75/12.75                                  |
| Banco de la Nación Argentina | 240                         | s/d                         | s/d                         | 10.46/11.46                                  | 12.46/10.46                                  |
| Banco Santander Río          | 240                         | 11.0/15.7                   | 24.5/23.00                  | 8.2/14.0                                     | 14.00/8.20                                   |

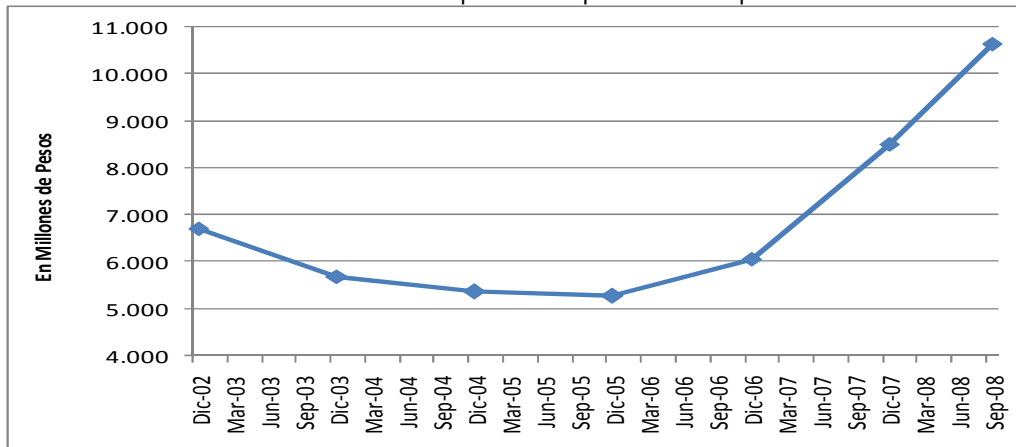
Fuente: Régimen de Transparencia del BCRA.

Nota: \* En el 2008 amplió el plazo máximo de 240 a 300 meses. \*\* Redujo el plazo máximo de 240 a 180 meses.

A pesar de ello, el financiamiento con destino a la vivienda en los primeros nueve meses del año 2008 alcanzó un incremento del 25%, que equivale a \$2.128 millones, y acumula desde el repunte mencionado (finales del 2005) hasta septiembre de 2008, un crecimiento acumulado de 5.368 millones de pesos, un 101,8% (Ver gráfico 1)



Gráfico. 1 Evolución de los Préstamos Hipotecarios para vivienda período 2002/2008.



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

El incremento en la tasa de interés produjo un rápido cambio en la estrategia comercial de algunas entidades financieras, que procuraron restringir la oferta ante el escenario descrito. Precisamente, este tipo de comportamiento de ajuste de la tasa de interés pasiva, y que se traslada inmediatamente a la activa (ya que el componente variable es la pasiva más algún spread), ante situaciones coyunturales de “stress financiero” no sólo afecta a la demanda de financiamiento con destino a la vivienda, sino que deteriora sustantivamente la capacidad de pago de los tomadores de crédito recientes.

En el pasado, las permanentes interrupciones a los ciclos de crecimiento de la actividad económica en nuestro país generalmente se asociaron, entre otras causas, a procesos inflacionarios descontrolados. Éstos tuvieron como correlato una caída del salario y/o del empleo, y -en el marco de una desigual distribución del ingreso- conspiraron con la posibilidad de otorgar financiamiento con destino a la vivienda. Esto queda en evidencia al observar la baja relación del mismo respecto al producto interno bruto, tanto en la actualidad (1,1%), como en la década anterior (4%), y contrasta ampliamente con los estándares promedio de los países con similar grado de desarrollo al nuestro, como Chile (15%), México (8,6%), y Brasil (7%). (Gwinner, 2006).

Por otra parte, convendría incorporar en la agenda de discusión pública sobre el financiamiento a la vivienda, elementos que exceden el tratamiento específico sobre la titulización que ya han sido destacados en el presente trabajo, contemplando lineamientos estratégicos. En efecto, sería recomendable debatir acerca del rol y las políticas a desarrollar por el Estado a través del BH. S.A. Considerar si es posible el

diseño de una agencia de vivienda pública al estilo “Fannie Mae” en sus comienzos, como agente de segundo piso, que permita hacerse de recursos para el fondeo de largo plazo, estableciendo el acercamiento con el mercado de capitales a través de los inversores institucionales. Las acciones a coordinar con los bancos públicos con líneas hipotecarias destinadas a los sectores medios. O también la alternativa de establecer un banco de vivienda retomando el rol inicial del BHN que el mismo tenía en los orígenes de su fundación.<sup>67</sup>

En consistencia con lo antedicho, si la comparación la extendemos a los últimos diez años, podemos afirmar que desde la privatización del BHN, la banca pública ha logrado ampliar la brecha en participación de este segmento del crédito (15 p.p. más sobre la banca privada nacional). En tal sentido, el grupo homogéneo de bancos públicos alcanzaron en mayo de 2008, el 49,1% del stock de financiamiento total (vivienda y otros destinos), mientras que la banca privada nacional –que incluye al BH.S.A- lo secunda con el 27,6% (Ver anexo). Los fundamentos de un mayor rol de la banca pública estarían sustentados, en primer lugar, en los cambios que con el transcurrir del tiempo ha tenido el BH S.A. volcando esfuerzos comerciales hacia el mercado de consumo en detrimento del financiamiento a la vivienda social. Esta afirmación queda avalada institucionalmente cuando el BH S.A. (Memoria Anual, 2007) señala *“En 2007, la originación total de los productos activos alcanzó los \$ 1.704 millones, de los cuales el 56% (\$ 949,9 millones) proviene de préstamos al consumo y el 44% restante (\$ 754,6 millones, incluye cuenta corriente HPlus) de préstamos hipotecarios”*. *“A lo largo de estos últimos años, BH S.A. ha logrado avances importantes en su inserción en el negocio minorista, lanzando productos, adaptando sistemas y procesos y fortaleciendo su posicionamiento en el mercado. Uno de los elementos distintivos de este proceso ha sido la comercialización de los préstamos destinados al consumo – préstamos personales. Durante el año la originación de*

---

<sup>67</sup> “En el año 1886, durante la presidencia de Julio A. Roca, se crea por Ley N° 1.804 el Banco Hipotecario Nacional con el fin de otorgar préstamos para aumentar y fomentar el crecimiento económico del país. Pero recién en el año 1899 por Ley N° 3.715 se le brinda la capacidad de otorgar créditos para la construcción de viviendas. Sin embargo esto no colaboró con el mejoramiento habitacional de la gente de menores recursos, las cuales debido a la inestabilidad laboral, sus bajos ingresos y los cambios económicos no podían hacer frente a dichos préstamos. En el año 1919 por Ley N° 10.676 se reformó la carta orgánica del BHN, en la cual se establecían sus nuevas funciones referidas a la vivienda popular y a la política agraria. A pesar de esta ley los créditos llegaban a un sector reducido de la población, producto de las condiciones exigidas para su obtención. Después de la crisis del 1930 el BHN entró en una etapa de estancamiento y fue recién en el año 1946 durante el Gobierno Justicialista que se promulga la Ley N° 12.962 por al cual se modifica nuevamente su carta orgánica otorgándole como función principal promover la construcción de viviendas a través de créditos. Este período fue el de mayor importancia en la construcción y basa su éxito en que los créditos llegaban a los sectores de menos recursos porque las condiciones exigidas prácticamente eran nulas, y los intereses a pagar por los que captaban dichos créditos eran bajos y a largo plazo (30 años)” (Martínez Gonzalo, 2007).

*préstamos promedió mensualmente \$40 millones, con períodos en los cuales se superaron los \$ 55 millones. Se concretaron en total 94.851 operaciones que representaron un volumen total de préstamos de \$ 490 millones, cifra que superó en un 131% a los \$ 212 millones originados durante el año 2006”.*

Cabe destacar que no es objeto de este trabajo discutir los objetivos comerciales de ninguna institución bancaria, pero cuando se trata de alentar desde el Estado políticas que tiendan a disminuir el déficit habitacional estructural que tiene la Argentina, es necesario contemplar acciones más agresivas, y para ello es vital establecer reglas del juego claras en cuanto al rol del Estado y del sector privado en el diseño de la política de vivienda, considerando los distintos niveles de la demanda que se involucran.

#### **IV.3.1 LA FUNCIÓN DEL BANCO DE CRÉDITO Y SECURITIZACIÓN (BACS)**

Esta entidad inició sus actividades en setiembre del año 2000, como banco comercial de segundo piso, destinado a promover la creación de un mercado secundario de créditos hipotecarios en el país, y al mismo tiempo facilitar recursos financieros a plazos y costos adecuados a las entidades financieras originantes<sup>68</sup>. El accionar del banco es diversificado, incluyendo compra de carteras de crédito de consumo (préstamos personales, hipotecarios, cupones de tarjetas de crédito y préstamos prendarios), estructuración, organización, colocación y administración de fideicomisos financieros (Para ampliar ver memoria 2007). Desde la puesta en vigencia de este banco su actividad principal estuvo esencialmente ligada a la titulización hipotecaria, a través de su relación accionaria con el BH S.A. El BACS cumplió el rol de Organizador y Administrador de las Series I a VIII del Programa Global de Valores Fiduciarios “Cédulas Hipotecarias Argentinas”, para la titulización de créditos hipotecarios individuales y la consecuente emisión de valores fiduciarios de fideicomisos financieros, constituidos bajo la ley 24.441. Este programa, se desarrolló desde el año 2004, teniendo como límite inicial de emisión \$500 millones de pesos, luego siendo autorizado a llevarlo a \$750 millones de pesos de valor nominal.<sup>69</sup> Dichas cédulas, tienen como activos subyacentes la cartera de préstamos hipotecarios originados por el BH.S.A. (Ver cuadro 5 del anexo).

---

<sup>68</sup> Al 31 de diciembre de 2007, el Banco posee un capital accionario de \$ 62,5 millones de pesos, de los cuales un 70% corresponde a Banco Hipotecario Sociedad Anónima (“BHSA”), un 20% a International Finance Corporation (“IFC”), entidad perteneciente al Grupo Banco Mundial, un 5,1% a IRSA Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima (“IRSA”) y el 4,9% restante a Quantum Industrial Partners LDC (“Quantum”).

<sup>69</sup> El monto total emitido al 31 de diciembre de 2007 fue de \$494,7 millones de pesos (Memoria Anual BACS, 2007).

Complementando su actividad como Originador y Administrador, el BACS aprobó la creación del “Programa Global Fideicomisos Financieros BACS” cuyos activos subyacentes fueron constituidos por préstamos personales. Este banco de segundo piso, es un vehículo a considerar para la explotación del instrumento financiero, dada su experiencia en el manejo del mismo y la sinergia que le significa tener entre su principal accionista al BHN.S.A. De todos modos, surge claramente que las titulaciones efectuadas han sido en base a una selecta calidad de activos subyacentes, propios de la característica del negocio encarado por parte del BH. S.A y que puso el énfasis en sectores medio altos y altos de la escala de ingreso. Quizás el objetivo inmediato de política de vivienda debería ser el poner mayor acento en sectores medios y medios bajos, para lo cual debería considerarse la aplicación de otros complementos de la titulación (garantías, seguros etc.) en donde el Estado tenga un protagonismo mayor, apuntando a dichos beneficiarios por afuera de esta institución.

Es indudable que el giro de negocios evidenciado por el BH.S.A. desde su privatización, ha sido más diversificado con un estricto sentido de rentabilidad comercial, que lejos ha quedado del diseño original que tuvo dicha entidad en su historia en manos del Estado. El impulso dado por la entidad a favor de incentivar el crédito y la titulación de créditos de corto plazo, como son los destinados al consumo (tarjetas de crédito, personales o prendarios), la aleja de los objetivos de financiamiento a favor de la vivienda de amplios sectores de la población, más allá de las circunstancias que pueda estar atravesando coyunturalmente el mercado local. No obstante, el BACS podría continuar con su labor actual alentando el proceso titulador a favor de los sectores medios altos y altos de la pirámide social. En tal sentido al cierre del presente trabajo las autoridades nacionales pusieron en marcha un proyecto que consiste en utilizar fondos del Ansess, a través de BH S.A y el BACS titulando mediante cédulas hipotecarias el otorgamiento de una línea de préstamos a tasa fija a 15 años y 20 años.

## V. CONCLUSIONES

Desde el enfoque del financiamiento, el diseño de una política más integral para el sector vivienda, debe compatibilizar las dificultades que acarrea el descalce de plazos, (que resulta para las entidades bancarias el afrontar préstamos a largo plazo con pasivos de corto plazo, como son los depósitos). Un aliado sustantivo que permite morigerar esta asimetría, es la utilización del mecanismo de la titulización, siempre que transite bajo un régimen regulatorio eficaz y transparente, que evite la generación de sobre apalancamientos y cuya expansión determine impulsos no deseados generando crisis sistémicas de la magnitud a la vivida recientemente por la crisis *subprime*. Debe quedar claramente determinado que los sectores de menores ingresos (como los incluidos en el caso de la *subprime* en EE.UU), no podrán adquirir su vivienda a través de soluciones determinadas por el sistema financiero, quedando su atención sobre los presupuestos federales y las soluciones que surjan del Estado.

La crisis financiera reciente tuvo su raíz en el proceso liberalizador y desregulador de décadas pasadas, que impactó en los mercados de las economías desarrolladas que hicieron uso y abuso del mecanismo titulizador, incorporando como sujeto de crédito para la vivienda a sectores de escasos recursos y en un escenario de abundante liquidez transitoria. Ello ha terminado conspirando contra el atributo valioso del instrumento, que bien aplicado demostró en distintas experiencias generar un aporte a favor del mayor financiamiento con destino a la compra de vivienda (tal como ha sucedido en épocas pasadas).

Desde la década del treinta, Estados Unidos se convirtió en el país líder en la materia, y representó un caso testigo en la articulación de este mecanismo que permitió alinear las necesidades del financiamiento a largo plazo a tasas de interés razonables y plazos extendidos a vastos sectores medios y con características específicas. La iniciativa partió de la órbita estatal, con la creación de instituciones que pusieron en práctica esta modalidad, como fueron Fannie Mae primero, y Freddie Mac y Ginnie Mae después, trayendo aparejado el despegue del financiamiento a la vivienda a largo plazo, recreando un círculo virtuoso de liquidez para los originantes de préstamos hipotecarios. El aporte del Estado, se complementó además con beneficios fiscales, y con la aplicación de garantías, que lograron robustecer la sustentabilidad del instrumento en el tiempo.

A diferencia de Estados Unidos, Europa postergó su aplicación por diversos motivos, entre los que se destacaron demoras legislativas y falta de apoyo estatal. Los países pioneros en la titulización en la región fueron el Reino Unido, Francia y España. En el caso del primero, su mayor alcance respecto al resto de los países de Europa se dio como consecuencia de la liberalización financiera de los años ochenta, que favoreció el ingreso de entidades norteamericanas que impulsaron la modalidad con mayor asiduidad. Adicionalmente, el despegue en esa región se vio favorecido una vez consolidado el proyecto del mercado común, ya que la puesta en vigencia de la moneda única, produjo una sensible baja en la tasa de interés, suprimiéndose el riesgo cambiario entre los países y una mayor diversificación de las carteras de los inversores. El caso español resultó emblemático, en un entorno de liquidez que redujo las tasas de interés a niveles sustantivos y bajo la implementación de dos formatos básicos: el ordinario (o fuera de balance)<sup>70</sup> y el sintético (cediendo el riesgo de crédito y compensado a través de un derivado), alcanzaron un desarrollo significativo que le permitió incrementar de manera sustantiva el financiamiento a la vivienda. Un rasgo que merece destacarse del caso español, es un prudente marco regulador que no le permitió la existencia de activos de baja calidad reduciendo el nivel de morosidad y de riesgo de sus titulaciones.

En el caso latinoamericano, el proceso titulizador ha estado ligado a aquellas economías más grandes de la región. En particular, se destacan México, Brasil, Chile, Argentina y Colombia, no sólo por su dinámica sino por su potencialidad de desarrollo. El impulso en la región alcanzó distintos niveles de maduración en los países mencionados, pero aún con un muy incipiente avance en relación a los países líderes en la materia. Entre las barreras que surgen en la evolución de la titulización en el continente, y que ha sido común a todos los países, se destacan la ausencia de políticas de vivienda de largo plazo, la inestabilidad macroeconómica y los mercados hipotecarios poco desarrollados.

Al mismo tiempo que la titulización cobraba preponderancia en la región, EE.UU. impulsaba una política decidida a incorporar al mercado de la vivienda a sectores más alejados de calificar para un crédito en el sistema financiero, creando lo que en el mercado se denominó “hipotecas *subprime*”. La misma consistió en el otorgamiento de créditos para la vivienda -aunque a tasas de interés más altas- a personas que en

---

<sup>70</sup> Ver “Un comentario preliminar” del presente documento.

situaciones normales no clasificarían como sujeto de crédito, por no cumplir con ingresos suficientes, dificultades en su empleo, o percibidos como de alto riesgo.

El despegue de este nuevo producto financiero cobró auge en un escenario de flexibilidad en la política de vivienda, prolongado descenso de la tasa de interés, combinado con una suba persistente del valor de las propiedades, lo que potenció su colocación entre los agentes económicos. Bajo este escenario, de alta liquidez y bajas tasas de interés, incentivó a las entidades financieras y a los inversores a buscar activos financieros más rentables y con mayor riesgo bajo un marco regulatorio flexible que alentaba la utilización de este instrumento de alto riesgo sistémico. A la reversión del ciclo, se combinaron un conjunto de situaciones caracterizadas por caída en el precio de las propiedades, mayor inflación y la suba de la tasa de interés, generando mayores dificultades a los acreedores hipotecarios a la hora de afrontar las cuotas de sus préstamos. El mercado percibió que la incertidumbre crecía alrededor de estos activos financieros comenzando una “corrida” en su contra, perdiendo por lo tanto rápidamente su cotización e impactando fuertemente en los balances de aquellos inversores (entidades financieras, bancos de inversión y fondos de inversión) que poseían esos títulos en sus portafolios.

Esta crisis<sup>71</sup> desató la necesidad por parte del gobierno de los Estados Unidos de salir al rescate de algunas entidades emblemáticas como Fannie Mae y Freddie Mac, destinando sustantivos aportes por parte del Tesoro y la Reserva Federal, como así también evitar la caída de bancos de inversión actuando (como prestamista de última instancia fuera de lo establecido normativamente). Precisamente, el estallido de esta “burbuja inmobiliaria” incentivada y potenciada con el mal uso de la titulización, implicó no sólo una de las crisis financieras más trascendentes del mundo occidental (de alcances aún desconocidos), sino también deja planteada la necesidad de una revisión profunda de la normativa financiera global. El diseño de una nueva arquitectura que, revise las normas de Basilea y ponga coto a un proceso de liberalización financiera que deja desprotegido a los más débiles, resulta prioritario en la agenda económica mundial. En el caso argentino, la titulización hipotecaria mantiene desde su puesta en vigencia un mercado incipiente, y potencialmente apto para su desarrollo. La dinámica que alcance el instrumento dependerá de un marco macroeconómico sustentable

---

<sup>71</sup> El CEFID-AR ha publicado recientemente el Documento de Trabajo N° 26 titulado CRISIS MUNDIAL, ELEMENTOS PARA SU ANÁLISIS, cuyos autores son Enrique Arceo, Claudio Golonbek y Romina Kupelian, que hace una investigación específica sobre la crisis mundial.

(crecimiento del nivel de actividad, bajos niveles inflacionarios, recuperación del salario y del empleo) que permita alentar un mayor número de originaciones hipotecarias.

Este mecanismo debe formar parte de un conjunto de herramientas que, utilizadas coordinadamente, pueden hacer un valioso aporte al financiamiento a la vivienda a los sectores medios que aún presentan serias dificultades para acceder a la adquisición de una vivienda.

En tal sentido, surge la necesidad de replantear el rol del Estado y del sector privado en el diseño de una política de vivienda más inclusiva, en donde los sectores de menores ingresos sean atendidos a través de los presupuestos federales, y los sectores de medianos ingresos sean abastecidos a través de nuevos mecanismos de financiación, que permitan la posibilidad de acceder a la compra de una vivienda.

Es necesario fijar una agenda de trabajo, que defina los objetivos para el sistema financiero tradicional, y sus mercados objetivos en términos de la demanda, como así también, la coordinación de políticas públicas desde el Estado. Sería recomendable, en sintonía con el aporte de la banca pública, y la utilización de instrumentos como la titulización, que permiten acercar a los originadores de fondos provenientes del mercado de capitales, establecer una mayor interrelación con las políticas emanadas del manejo de los fondos de la previsión social hoy en manos del Estado (ANSES), cerrando un circuito completo de financiamiento, dentro de la órbita estatal, que permitan cristalizar los objetivos prioritarios en materia de vivienda para los sectores medios sin descuidar el mantenimiento del poder adquisitivo en términos reales de los fondos acumulados en el sistema previsional estatal.



## VI. ANEXO

Cuadro 1: Cronología del impacto de la crisis *subprime* en las entidades financieras mundiales.

Éstos son, en resumen, los hechos más destacados de la crisis en los mercados de crédito durante los años 2007 y 2008:

14 marzo de 2007.- La Asociación de Bancos Hipotecarios revela que el número de impagos en el sector hipotecario en EEUU (unos seis millones de contratos por 600.000 millones de dólares) alcanza su punto más alto en siete años. 27 marzo.- Los precios de la vivienda registran su primera caída interanual desde 1996.

2 abril.- New Century suspende pagos. 18 abril.- Citigroup reconoce pérdidas de más de 5.000 millones de dólares en el primer trimestre.

18 julio.- Quiebran dos fondos de inversión del banco estadounidense Bear Stearns.

1 agosto.- Bancos estadounidenses como Wells Fargo y Wachovia endurecen los requisitos para conceder préstamos tras comprobar que unas 70 firmas hipotecarias están en bancarrota. 3 agosto.- American Home Mortgage, el décimo banco hipotecario de EEUU, declara suspensión de pagos. 9 agosto.- El Banco central Europeo (BCE) inyecta en el mercado 94.841 millones de euros y la Reserva Federal de EEUU (Fed) 24.000 millones de dólares. 10 agosto.- La Comisión de Valores de EEUU investiga las cuentas de las firmas de Wall Street (Goldman Sachs, Merrill Lynch y Bear Stearns). Homebank declara la bancarrota. 13 agosto.- El BCE, la Fed y el Banco de Japón inyectan dinero para aumentar liquidez. 31 agosto.- El presidente de EEUU, George W. Bush, tranquiliza a inversores y entidades financieras. La crisis hipotecaria eleva el Euribor al 4,661%, el mayor nivel en siete años.

14 septiembre.- El banco británico Northern Rock, el quinto del país por hipotecas concedidas, se desploma en la Bolsa de Londres. 17 septiembre.- El banco inversor Merrill Lynch recorta la plantilla de su filial hipotecaria de alto riesgo. 18 septiembre.- La Fed recorta medio punto los tipos de interés. Los procesos de ejecución de hipotecas abiertos en EEUU se duplican en un año.

16 octubre.- Adam Applegarth, presidente ejecutivo del Northern Rock, banco hipotecario del Reino Unido, dimite por la crisis de la entidad. Su valor en Bolsa cae en dos meses de 3.000 a 500 millones de libras.

6 diciembre.- Bush anuncia un plan para aliviar la crisis hipotecaria al que podrán acogerse 1,2 millones de personas. 12 diciembre.- La Fed estadounidense, el BCE y los bancos centrales de Inglaterra, Suiza y Canadá acuerdan un plan para afrontar la liquidez.

15 enero 2008.- Citigroup, primer banco estadounidense, cierra 2007 con la peor cuenta trimestral de su historia. En tres meses pierde 10.000 millones de dólares. 17 enero.- Merrill Lynch anuncia pérdidas de 9.830 millones de dólares en el cuarto trimestre. 18 enero.- Bush propone un plan para reactivar la economía dotando con 145.000 millones de dólares. 21 enero.- Caen las bolsas mundiales ante el temor a una recesión de la economía estadounidense. 22 enero.- La Reserva Federal recorta un 0,75% los tipos de interés, hasta el 3,5%, la mayor rebaja en 25 años.

17 febrero.- El Gobierno británico nacionaliza el Northern Rock.

7 marzo.- La Fed inyecta 100.000 millones de dólares en el mercado. 17 marzo.- Bear Stearns pierde en unas horas de cotización casi el 90% de su valor, después de que JP Morgan acordara comprarlo a un precio de dos dólares por acción. 18 marzo.- La Fed baja un 0,75% los tipos hasta el 2,25% y la tasa de descuento a los bancos al 2,5% para atajar la crisis.

1 abril.- UBS, el mayor banco de Suiza, anuncia pérdidas de 7.740 millones de euros. 8 abril.- El FMI calcula que las pérdidas derivadas de la crisis ascienden a 600.000 millones de euros. El BCE adjudica 15.000 millones de dólares y la Fed otros 50.000 millones en una operación conjunta.

15 mayo.- Barclays, el tercer banco del Reino Unido, anuncia una caída de su beneficio tras sufrir una depreciación de sus activos de 1.006 millones de libras.

11 julio.- IndyMac Bank, el segundo banco hipotecario estadounidense, pasa a ser controlado por las autoridades federales. 13 julio.- La Fed y el Tesoro de EEUU anuncian medidas para salvar a Fannie Mae y Freddie Mac. 17 julio.- Merrill Lynch anuncia pérdidas de 6.603 millones de dólares en el primer semestre. 22 julio.- El banco Washington Mutual, uno de los mayores prestamistas de EEUU, anuncia pérdidas de 4.466 millones de dólares en el primer trimestre. 26 julio.- El Congreso de EEUU aprueba ayudas al sector hipotecario de 3.900 millones de dólares.

5 agosto.- La Fed mantiene el tipo de interés al 2%. El grupo francés Société Générale anuncia una caída del 63% en el primer semestre y rebaja el valor de su cartera de activos. 6 agosto.- Freddie Mac anuncia pérdidas de 972 millones de dólares en el primer semestre.

7 septiembre.- El Gobierno estadounidense anunció que intervendría las dos mayores compañías hipotecarias del país, Fannie Mae y Freddie Mac, en un intento por rescatar al sector. 11 septiembre.- El banco estadounidense Washington Mutual (WaMu) pierde en una semana más de la mitad de su valor en bolsa. 14 septiembre.- Diez bancos internacionales anuncian un programa de préstamos de 70.000 millones de dólares para hacer frente a la crisis, el colapso del banco inversor Lehman Brothers y la compra de Merrill Lynch por el Bank of America. 15 septiembre.- Lehman Brothers se declara en quiebra. 16 de Septiembre.- American International Group es rescatada por la Reserva Federal. 18 de septiembre Morgan Stanley acelera las tratativas de fusión con Wachovia Corp. El gobierno de los EE.UU propone al congreso la sanción de un salvataje que involucra fondos por u\$s 700.000 millones.

1 de octubre 2008: El Senado de Estados Unidos aprueba el paquete de rescate financiero por 700 mil millones de dólares.

Las autoridades económicas, desde el inicio de la crisis, han optado por diferentes soluciones: la inyección de liquidez desde los bancos centrales, la intervención y la nacionalización de Bancos, la ampliación de la garantía de los depósitos, la creación de fondos millonarios para la compra de activos dañados o la garantía de la deuda bancaria. Las medidas parecen tener como objetivo mantener la solvencia de las entidades financieras, restablecer la confianza entre entidades financieras, calmar las turbulencias bursátiles y tranquilizar a los depositantes de ahorros.

Febrero de 2009 Si finalmente se cumplen las previsiones de AIG, **las pérdidas de los últimos tres meses del año serían mayores** que las de 54.000 millones de dólares (42.182 millones de euros) registradas por Time Warner en un trimestre de 2002 y duplicarían a las de 24.500 millones de dólares (19.138 millones de euros) que la propia AIG sufrió en el tercer trimestre del pasado año. En aquel momento, el Gobierno incrementó su paquete de rescate para la aseguradora hasta cerca de 150.000 millones de dólares (millones de euros).

El gobierno de Barack Obama concretó el 11 de febrero una vasta operación del salvamento de la economía, con acciones simultáneas en varios frentes y el gasto de sumas que pueden superar los dos billones de dólares, dentro de una estrategia que pretende, al mismo tiempo, resucitar la producción y el consumo para crear empleos, y estabilizar el sistema financiero para que vuelva a ser el motor de la actividad económica y del crecimiento.

Fuente: [www.finanzas.com](http://www.finanzas.com) y [www.opinion.com.bo](http://www.opinion.com.bo)

Cuadro 2. Diferentes Estructuras de las Transacciones: Finalidad y Comentarios

**1a) Senior / Subordinadas\*** (con subordinación de los intereses)

Los inversionistas senior reciben intereses y capital mensualmente. Los inversionistas subordinados reciben intereses después de que los inversionistas senior han recibido intereses y capital. El capital se distribuye a los inversionistas subordinados sólo después de haber pagado íntegramente a los inversionistas senior.

Reduce la vida promedio de la clase senior debido a su estructura "turbo", en la que el capital (saldo de capital, pagos anticipados, procedimientos de liquidación y re-compras) se aplican a pagar primeramente a los inversionistas senior. Además, la mejora crediticia proporcionada por los bonos subordinados crece como un porcentaje de los bonos en circulación, pues no recibe el capital hasta que se completen los pagos a las clases senior.

**1b) Senior / Subordinadas** (sin subordinación de los intereses)

Los intereses de la Clase B están subordinados sólo a los intereses de la Clase A. En Estados Unidos, en las transacciones de títulos respaldados por hipotecas, los fondos generalmente son pagados en el siguiente orden: 1) intereses de los bonos a la clase Senior, 2) intereses de los bonos a la Clase Subordinada, 3) el capital de los bonos a la Clase Senior y finalmente 4) el capital de los bonos a la Clase Subordinada. Además, el pago de capital programado regularmente se efectúa a las clases subordinadas después de que las clases Senior ya han recibido su cuota de interés mensual. Los pagos anticipados de capital se distribuyen primeramente a la Clase Senior, durante un período determinado, y luego se distribuyen entre las otras clases, siguiendo el orden de prioridades.

**1c) Senior / Subordinadas** (con fondo de reserva)

Los fondos que quedan después de efectuar los pagos a los inversionistas (el exceso de spread) son retenidos en un fondo de reserva. Este dinero puede ser utilizado como protección crediticia para cualquiera de las clases.

**1d) Senior / Subordinadas** (multi-clase)

Esta estructura tiene más de una clase Senior / subordinada, y paga en forma secuencial entre las clases senior.

\* Este tipo de estructura podría tener diversas variaciones, por ejemplo períodos de inmovilización de prepagos ("lock outs").\*\* Este tipo de estructura normalmente tiene períodos de inmovilización (es decir, la clase subordinada debe representar un porcentaje determinado).

Fuente: Metodología para la calificación de títulos respaldados por hipotecas en América Latina., Moodys Investor Service, 2002.

Cuadro 4: Tratamiento Impositivo del Fideicomiso

| IMPUESTO                          | SOCIEDAD RESIDENTE   | SOCIEDAD NO RESIDENTE  |
|-----------------------------------|--|--|
| Impuesto a las Ganancias          | Gravada. Posee resultados por tenencia, ello implica que tributa por más que no se realizó la ganancia.<br>Alicuota: 35%.  | Exentas en virtud del Decreto Ley 2284/91. según el art. 78 de la misma ley.   |
| Ganancia Mínima Presunta          | Están exentos los certificados de participación y los títulos representativos de deuda, en la proporción atribuible al valor de las acciones u otras participaciones en el capital de entidades sujetas al impuesto que integra el activo del fondo fiduciario, ello para evitar la doble tributación. | Exenta. Idem caso de sociedad residente.   |
| Impuesto a los Bienes Personales  |  | Están gravadas al 0,75%. En el caso de tratarse de Sociedades Offshore (Paraísos Fiscales), el ente pagador actúa como responsable sustituto incrementándose la alicuota al 1,5%. Ello implica que quien paga reemplaza a la sociedad extranjera en el ingreso del tributo y con posterioridad le reclama el pago. |
| Impuesto al Valor Agregado        | Exenta: según lo fija el art. 83 de la ley 24441, siempre que exista oferta pública.   | Exenta: según lo fija el art. 83 de la ley 24441, siempre que exista oferta pública.   |
| Impuesto a los Débitos y Créditos | Gravada. La alicuota es del 0,6% por cada débito y crédito en cuentas bancarias. Si la operación se realiza en cuenta bursatil o se cobra con cheque por ventanilla no corresponde pagar el impuesto.  | Gravada. La alicuota es del 0,6% por cada débito y crédito en cuentas bancarias. Si la operación se realiza en cuenta bursatil o se cobra con cheque por ventanilla no corresponde pagar el impuesto.  |

Fuente: CNV

Cuadro 5: Titulizaciones efectuadas por el BHN S.A. desde 2004 a 2007 (Millones de pesos)

|                        | CHA I      | CHA II                   | CHA III                  | CHA IV                   | CHA V                    | CHA VI                   | CHA VII                      | CHA VIII               |
|------------------------|------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|------------------------------|------------------------|
| Fecha de emisión       | Junio 2004 | Noviembre 2004           | Abril 2005               | Junio 2005               | Octubre 2005             | Abril 2006               | Septiembre 2006              | Marzo 2007             |
| Monto emitido          | 50,0       | 50,0                     | 62,5                     | 64,6                     | 65,0                     | 69,1                     | 71,4                         | 74,5                   |
| VDF "A"                | 40,0       | 40,0                     | 50,0                     | 54,9                     | 53,3                     | 56,7                     | 58,5                         | 61,1                   |
| VDF "B"                | 5,0        | 5,0                      | 6,3                      | 4,8                      | 0,0                      | 0,0                      | 0,0                          | 0,0                    |
| CP                     | 5,0        | 5,0                      | 6,3                      | 4,8                      | 11,7                     | 12,4                     | 12,9                         | 13,4                   |
| Calificación           | ra AAA     | ra AA+                   | ra AA+                   | ra AAA                   | ra AAA                   | ra AAA                   | ra AAA                       | ra AAA                 |
| Tasa de interés        | 8,0%       | CER + 3% o Encuesta + 4% | CER + 1% o Encuesta + 2% | CER + 1% o Encuesta + 2% | CER + 1% o Encuesta + 2% | CER + 1% o Encuesta + 2% | CER + 2,5% o Encuesta + 2,5% | CER + 1% o Badlar + 1% |
| Duration estimada      | 18,0       | 24,0                     | 26,0                     | 26,0                     | 29,5                     | 34,0                     | 35,0                         | 37,0                   |
| Maturity               | 41,0       | 64,0                     | 63,0                     | 64,0                     | 73,0                     | 89,0                     | 89,0                         | 93,0                   |
| Valor residual VDF "A" | 0,0%       | 26,0%                    | 41,2%                    | 42,7%                    | 51,1%                    | 73,1%                    | 83,3%                        | 90,9%                  |
| Precio de corte        | 95,8%      | 100,0%                   | 100,0%                   | 102,5%                   | 100,0%                   | 100,0%                   | 100,0%                       | 100,0%                 |
| Rendimiento            | 11,0%      | 10,0%                    | 13,0%                    | 8,0%                     | 9,0%                     | 9,0%                     | 10,0%                        | 14,0%                  |

Fuente: Gerencia Financiera del BH.S.A.

Cuadro 6: Clasificación de Fideicomisos Financieros según activos subyacentes en valores absolutos y en participación porcentual

| Tipo Fideicomiso           | 2000                 | 2001                 | 2002              | 2003               | 2004               | 2005                 | 2006                 | 2007                 | 2008                 |
|----------------------------|----------------------|----------------------|-------------------|--------------------|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Agrícolas                  | 0                    | 0                    | 8.838.200         | 10.100.000         | 4.000.000          | 24.565.553           | 29.162.405           | 31.125.494           | 36.697.661           |
| Créditos Comerciales       | 656.048.014          | 15.024.500           | 0                 | 0                  | 42.195.947         | 185.169.020          | 58.983.146           | 54.500.874           | 15.793.835           |
| Créditos de consumo        | 317.460.486          | 394.346.528          | 12.130.255        | 332.652.627        | 310.164.395        | 669.606.222          | 1.088.244.169        | 1.703.401.652        | 1.032.722.557        |
| Estructurados              | 1.625.564.537        | 2.467.172.000        | 0                 | 0                  | 0                  | 357.916.332          | 523.914.260          | 130.989.056          | 0                    |
| Financiación Exportaciones | 0                    | 0                    | 26.965.000        | 42.697.500         | 30.074.290         | 40.104.481           | 51.617.189           | 71.996.996           | 9.380.500            |
| Flujos futuros             | 7.000.000            | 0                    | 0                 | 0                  | 7.119.663          | 0                    | 6.497.726            | 12.406.747           | 0                    |
| Inmobiliario - Hipotecario | 211.000.505          | 160.153.933          | 0                 | 7.000.000          | 33.848.841         | 198.738.123          | 81.101.674           | 38.348.517           | 0                    |
| Leasing                    | 0                    | 0                    | 0                 | 14.984.459         | 0                  | 27.670.786           | 104.924.971          | 75.876.741           | 36.761.631           |
| Tarjetas de Crédito        | 59.000.000           | 65.278.194           | 3.401.720         | 43.573.899         | 97.956.898         | 200.130.611          | 433.548.772          | 529.467.380          | 284.649.019          |
| Obras públicas             | 0                    | 0                    | 0                 | 0                  | 0                  | 0                    | 0                    | 0                    | 11.128.776           |
| <b>Grand Total</b>         | <b>2.876.073.542</b> | <b>3.101.975.155</b> | <b>51.335.175</b> | <b>451.008.485</b> | <b>525.360.034</b> | <b>1.703.901.127</b> | <b>2.377.994.312</b> | <b>2.648.113.457</b> | <b>1.427.133.979</b> |

| Tipo Fideicomiso           | 2000       | 2001       | 2002       | 2003       | 2004       | 2005       | 2006       | 2007       | 2008       |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Agrícolas                  | 0,0        | 0,0        | 17,2       | 2,2        | 0,8        | 1,4        | 1,2        | 1,2        | 2,6        |
| Créditos Comerciales       | 22,8       | 0,5        | 0,0        | 0,0        | 8,0        | 10,9       | 2,5        | 2,1        | 1,1        |
| Créditos de consumo        | 11,0       | 12,7       | 23,6       | 73,8       | 59,0       | 39,3       | 45,8       | 64,3       | 72,4       |
| Estructurados              | 56,5       | 79,5       | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 21,0       | 22,0       | 4,9        | 0,0        |
| Financiación Exportaciones | 0,0        | 0,0        | 52,5       | 9,5        | 5,7        | 2,4        | 2,2        | 2,7        | 0,7        |
| Flujos futuros             | 0,2        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 1,4        | 0,0        | 0,3        | 0,5        | 0,0        |
| Inmobiliario - Hipotecario | 7,3        | 5,2        | 0,0        | 1,6        | 6,4        | 11,7       | 3,4        | 1,4        | 0,0        |
| Leasing                    | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 3,3        | 0,0        | 1,6        | 4,4        | 2,9        | 2,6        |
| Tarjetas de Crédito        | 2,1        | 2,1        | 6,6        | 9,7        | 18,6       | 11,7       | 18,2       | 20,0       | 19,9       |
| Obras públicas             | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,8        |
| <b>Grand Total</b>         | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> |

Fuente: IAMC

**Ranking TOTAL DE PRESTAMOS HIPOTECARIOS**  
**Participación porcentual del mercado a Mayo 2008**

|                                    |                                       |               |
|------------------------------------|---------------------------------------|---------------|
| 1                                  | Banco de la Nación Argentina          | 24,8%         |
| 2                                  | Banco Hipotecario S.A.                | 13,3%         |
| 3                                  | Banco de la Provincia de Buenos Aires | 12,1%         |
| 4                                  | Banco Santander Río S.A.              | 10,3%         |
| 5                                  | Banco de la Ciudad de Buenos Aires    | 8,9%          |
| 6                                  | Banco Galicia S.A.                    | 6,2%          |
| 7                                  | BBVA Banco Francés S.A.               | 5,5%          |
| 8                                  | Banco Credicoop Coop.Ltdo.            | 4,1%          |
| 9                                  | Banco Macro S.A.                      | 3,6%          |
| 10                                 | Nuevo Banco de Entre Ríos S.A         | 1,3%          |
| 11                                 | Standard Bank S.A:                    | 1,2%          |
| 12                                 | HSBC Bank Argentina S.A.              | 1,1%          |
| 13                                 | BICE                                  | 1,0%          |
| 14                                 | Banco Patagonia S.A.                  | 0,8%          |
| 15                                 | Nuevo Banco Bisel S.A:                | 0,7%          |
| 16                                 | BNP Paribas                           | 0,5%          |
| 17                                 | Banco Provincia de Neuquén S.A.       | 0,5%          |
| 18                                 | Banco de La Pampa S.A.                | 0,5%          |
| 19                                 | Banco Provincia de Tierra del Fuego   | 0,4%          |
| 20                                 | Banco del Chubut S.A.                 | 0,4%          |
|                                    | <b>Primeras 5 Entidades</b>           | <b>69,4%</b>  |
|                                    | <b>Primeras 10 Entidades</b>          | <b>90,0%</b>  |
|                                    | <b>Primeras 15 Entidades</b>          | <b>94,9%</b>  |
|                                    | <b>Primeras 20 Entidades</b>          | <b>99,4%</b>  |
| <b>Ranking por grupo de Bancos</b> |                                       |               |
|                                    | Bancos Públicos                       | 49,1%         |
|                                    | Bancos Privados de Capital Nacional   | 27,6%         |
|                                    | Bancos Locales de Capital Extranjero  | 18,3%         |
|                                    | Bancos Cooperativos                   | 4,1%          |
|                                    | Bancos Suc de Ent.Fcieras del Ext     | 0,9%          |
|                                    | <b>Total de Bancos</b>                | <b>100,0%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

(\*) Nota: Los préstamos hipotecarios incluye con destino a vivienda y otros destinos.

## VII. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Arceo, Enrique, Golonbek, Claudio y Kupelian, Romina. Documento de Trabajo N° 26: "Crisis Mundial. Elementos para su Análisis", CEFID-AR, 2009.

Asociación Hipotecaria Española –AHE. "Los mercados Hipotecarios e Inmobiliarios Europeos durante 2004-2005", Año 2006.

Banco de España: "La Titulización en España: Principales Características" Boletín Económico, Diciembre 2007.

Banzas, Alejandro y Fernández, Lorena. "El Financiamiento a la Vivienda en Argentina, Historia reciente, situación actual y perspectivas", CEFID-AR, 2007.

Bernanke B, 43ava. Conferencia Anual sobre Estructura Bancaria y Competencia, Banco Federal de Reserva Chicago, Mayo 2007.

Bernanke B, Comité de Servicios Financieros, Cámara de Representantes de los EE.UU., Septiembre 2007.

BCRA, Comunicación "A" 2385, Octubre 1995.

Bleger, L "El mercado de crédito hipotecario en Argentina", Lectura N°28. Disponible en [http://www.itf.org.ar/lectura\\_detalle.asp?id=28](http://www.itf.org.ar/lectura_detalle.asp?id=28) , Iniciativa para la Transparencia Financiera, año 2008.

Boletín Electrónico de la Vivienda, "El rol de las agencias de riesgo en el caos hipotecario" Agosto 2007.

Camerini, M, G Zuccolo, E Barreira Delfino, E FAvier Dubois, P Gutierrez y A Diplotti "Tratamiento integral del fideicomiso" ,2007.

Carreño J, "Experiencia Global de IFC en Esquemas de Financiamiento Especializado", 2007.

CEPAL. -Serie Financiamiento del Desarrollo N°122- "Interrelaciones entre los mercados primarios y secundarios de hipotecas: avances en la securitización en América Latina". 2002.

CEPAL, Fortalecimiento de los instrumentos de crédito hipotecario para la vivienda: recomendaciones de política. Revista 85- Abril 2005.

CNMV Dirección de Estudios Estadísticas. “Los Mercados de valores y sus agentes: Situación y perspectivas”. I Trimestre 2008.

Cosentino, Adrian. “Las enseñanzas que dejó la crisis financiera internacional” Semanario El Economista, 15 de agosto de 2008.

Dodd Randall, “Los tentáculos de la crisis hipotecaria” Revista Finanzas & Desarrollo, diciembre de 2007.

Fortino Luis V, “Introducción al Negocio Fiduciario, desde el punto de vista del organizador. Editorial Buyatti, 2006.

García Santos, M.Nieves, “Análisis del Impacto de la Regulación Financiera”, Evaluación de Políticas Públicas”, 2007.

Gonzáles Arrieta, Gerardo M. “El crédito hipotecario y el acceso a la vivienda para los hogares de menores ingresos en América Latina”. Revista de la CEPAL N°85, Abril 2005.

Gregoire, Jorge y Zurita, Salvador. “El mercado de Bonos Securitizados en Chile” Revista Economía y Administración: Artículo basado en el DT “Desarrollo y Perspectivas de la Securitización en Chile”. 2003.

Gwinner B, “Desarrollo Mundial y Oportunidades para el Sector Hipotecario en América Latina”, The World Bank, Mayo 2006.

Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, “La Titulización de Créditos a Pymes en Iberoamérica”, 2007.

Jeffrey Peter C “El Mercado Global de la Securitización” PriceWaterhouse e Coopers. Revista Año 3 N°6.2007.

Kenny, Mario “Titulización y Fideicomisos Financiero. Errepar Buenos Aires, 2005.

Kiguel M, y Podjarny E, “Impacto de Factores Macro y Microeconómicos en el desarrollo del mercado de hipotecas: Reflexiones basadas en Argentina, Chile y



Uruguay”. ,2007.

La Caixa, “Informe mensual “, Enero 2008.

Lira, Francisca. “Estudio Especial: El mercado hipotecario en Chile” BBVA Chile, 2006.

Lotersztain, Israel “La Corrupción en la Argentina de Miguel Juárez Celman”. Tesis de Maestría Posgrado en Historia, Julio 2004.

Losada López R, “Estructuras de Titulización, Características e Implicancias para el Sistema Financiero”, Banco de España, Monografía N° 14, Octubre 2006.

Lozano, A. “Hacia un nuevo mercado hipotecario”, Titulización de Hipotecas N°19 La financiación de la construcción, Temas Nuevos para Nuevos Bancos, Septiembre 1997.

Luce E, “El FMI critica a las calificadoras” Diario Clarín 12/9/1999.

Martinez G, “La industrialización de la vivienda de interés social”, Departamento de Investigaciones Universidad de Belgrano, Junio 2007.

Martinez M, “Cumbre Nacional de Vivienda de la Asociación de Banqueros Hipotecarios”, Marzo 2003.

Maubré Jackie, “La crisis de los créditos *subprime*, coqueteando con el riesgo” Revista del IAEF Año XXIV –N° 212-Abril 2008.

Moodys Investor Service, “Metodología para la calificación de títulos respaldados por hipotecas en América Latina”. 2002.

Moody’s Investor Service, Structured Finance Special Report “Growth of FIDCs in Brazil: Current Outlook and Featured Structural Mechanisms. October, 2004.

Moody’s Investor Service, Structured Finance Special Report “The Evolution of FIDCs in Brazilian Securitization. October, 2005.

Moody’s Investor Service, Structured Finance Special Report, 2007 Review and 2008 Outlook: Latin American ABS/MBS record Issuance Levels Despite Turmoil in

International Markets. February, 2008.

Pavez, Carlos “Securitización en Chile: Marco regulatorio y desarrollo actual. Presentación organizada por el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, Bolivia, Octubre 2001.

Pricewaterhouse Coopers, “Fideicomisos”, Boletín N° 6, año 2007.

Restivo N, “Críticas a las calificadoras de riesgo” Diario Clarin, 20/05/2001.

Saborido, Marisol. “Experiencia emblemáticas para la superación de la pobreza y precariedad urbana: provisión y mejoramiento de la vivienda”. CEPAL, 2006.

Sactinga, Michela y Tovar, Camilo. “Titulización en América Latina”. Informe Trimestral del BPI, septiembre 2007.

Sarda García S, “La titulización de derechos de crédito futuros: propuesta de una metodología aplicada a los peajes de autopista”, Capítulo 2 “La Titulización como alternativa de financiación”. Tesis, Universitat Rovira Virgili, 2005.

Skelton E, “Colocando los cimientos para una industria hipotecaria en México. Economic Letter. Federal Reserve Bank of Dallas, 2006.

Spolki, A. “Alternativas de Financiamiento”, Titulización de Hipotecas N°19 La Financiación de la Construcción, Temas Nuevos para Nuevos Bancos, Septiembre 1997.

Tapia Hermida A, Beca Peral S, Beraza Pérez I, Cuadra Abeti S, CanoA, Mora Hidalgo M. “La Titulización de Créditos Pymes en Iberoamérica”, Instituto Iberoamericano de Valores, 2007.

Titulizadora Colombiana, “Informe de Actualidad N° 4, octubre 2002.

Valle Muñoz JL, “La Reforma del Mercado Secundario de Hipotecas”, 2006.

Vanoli, Alejandro. “La crisis de las hipotecas “*subprime*” y el rol de IOSCO”. Iniciativa para la Transparencia Financiera, 2008.

Wierzba Guillermo, del Pino Suarez Estela., Kupelian Romina, López Rodrigo. “La

regulación Financiera. Basilea II, la crisis y los desafíos para un cambio de paradigma.” Documento de Trabajo N° 22 CEFID-AR. Noviembre 2008

**Páginas de Internet:**

[www.hud.gov](http://www.hud.gov) : US. Department of Housing and Urban Development

[www.fanniemae.com](http://www.fanniemae.com) : Federal National Mortgage Association

[www.freddiemac.com](http://www.freddiemac.com) : Federal Home Loan Mortgage Corporation

[www.ginniemae.gov](http://www.ginniemae.gov) : Government National Mortgages Association

[www.niticaribe.com.mx](http://www.niticaribe.com.mx) : portal de noticias.

[www.iosco.org](http://www.iosco.org) : International Organization of Securities Commissions

[www.moodys.com.mx](http://www.moodys.com.mx) : Agencia calificadora de riesgo Moody's.

[www.imef.org.mx](http://www.imef.org.mx): Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas.