

## SECURITIZACION EN EL MERCADO INMOBILIARIO DE LOS ESTADOS UNIDOS: ALGUNOS ASPECTOS JURIDICOS

*Pedro García Morales*

Abogado, Pontificia Universidad Católica de Chile,  
Master en Derecho, Duke University.  
Profesor de Derecho Económico, Facultad de Derecho,  
Pontificia Universidad Católica de Chile

### INTRODUCCION

La securitización en el mercado inmobiliario de los Estados Unidos se encuentra en una etapa consolidada, con inversiones en activos que superan el trillón de dólares. Gran parte del éxito de este proceso se basa en la intervención de entidades estatales o con respaldo estatal en el mercado inmobiliario habitacional, en la estandarización de procedimientos para el otorgamiento y transferencia de créditos hipotecarios y en la utilización de instrumentos capaces de generar aceptación en el mercado de capitales. Por su parte, el mercado inmobiliario comercial —edificios de oficinas, *shopping centers*, etc.— ha utilizado las técnicas del mercado habitacional como un espejo en el cual reflejarse, aun cuando las ha adaptado atendiendo a sus peculiares características.

El presente trabajo tiene por objeto dar a conocer de un modo sucinto las principales características de este mercado, teniendo en consideración algunos de sus aspectos jurídicos.

### SECURITIZACION DE INSTRUMENTOS HIPOTECARIOS

Una típica operación de securitización de instrumentos hipotecarios comprende uno o más originadores, una sociedad o fideicomiso que sirve de emisor de títulos de deuda respaldados con hipoteca, y el mercado de capitales, cuyos principales agentes son los inversionistas institucionales, tales como fondos de pensiones y compañías de seguros.

El originador es un banco o agente hipotecario, que concede créditos para la adquisición de viviendas (o para su ampliación o remodelación), los cuales se encuentran garantizados con primera hipoteca por parte del deudor. El originador requiere de dinero para seguir prestando a los potenciales adquirentes de viviendas. Para tal efecto transfiere los créditos hipotecarios a una sociedad o fideicomiso, que los adquiere por un precio. El originador puede o no retener el servicio de la deuda. La transferencia de los créditos debe revestir la característica de una verdadera venta, para efectos de evitar que, en caso de quiebra del originador, tales créditos traspasados sean retornados por la sociedad o fideicomiso adquirente al patrimonio del originador para responder por las acreencias de este último.

Un atractivo adicional que la transferencia reviste para el originador es el carácter de *off-balance sheet* de esta operación, lo que implica que, desde el punto de vista contable, la venta de créditos hipotecarios se registra como una venta de activos y no como la obtención de fondos que constituyen un pasivo para el originador. Ello se traduce en que el originador genera capital sin aumentar su relación deuda-capital o *leverage*.

La sociedad o fideicomiso al cual el originador traspasa los créditos hipotecarios es conocida con el nombre genérico de *conduit* (conducto), o *SPV* (*Special Purpose Vehicle*). Es muy importante que este intermediario sea preservado de los riesgos que genera la quiebra (*bankruptcy remote*), por cuanto ello podría comprometer los flujos de pago de los deudores hipotecarios que le sirven de base para, a su vez, pagar capital e intereses a los inversionistas que han adquirido los títulos emitidos por tal intermediario. El *SPV* configura un *pool* o fondo común de créditos, los cuales le servirán de respaldo para la emisión de instrumentos de deuda que venderá en el mercado secundario, especialmente a inversionistas institucionales. El atractivo que estos instrumentos de deuda presentan para los compradores radica en la tasa de interés que ofrecen los títulos de deuda y en las garantías asociadas al instrumento respectivo, todo lo cual se refleja en una clasificación de riesgo en categoría de inversión por parte de agencias especializadas.

El proceso de securitización es conveniente como modo de obtener financiamiento cuando su costo, reflejado en la tasa de interés ofrecida a los potenciales compradores de instrumentos securitizados, es menor que el costo de otras alternativas para el originador, tales como créditos bancarios o emisión de deuda. Mientras más alto es el *rating* o grado de clasificación otorgado a los instrumentos respaldados con hipoteca, menor es el costo de obtener fondos para el originador. Estos fondos son generalmente destinados al otorgamiento de más créditos hipotecarios, a menores tasas de interés, lo que se traduce en un beneficio sustancial para potenciales adquirentes de vivienda y, por esta vía, en un estímulo a la demanda inmobiliaria residencial.

La oferta de valores respaldados con hipoteca puede ser pública o privada. Si la oferta es pública debe cumplirse una serie de formalidades con la "Securities and Exchange Commission", SEC (Comisión de Valores y Seguros, entidad regulatoria semejante a las Superintendencias o Comisiones de Valores y Seguros en Latinoamérica), que comprenden básicamente el registro de la respectiva emisión de deuda y la emisión de un "prospecto", o documento que contiene las características principales de la emisión. Si la oferta es privada, las formalidades requeridas son menores, dependiendo de los inversionistas a los cuales esté dirigida (se procura que sean inversionistas institucionales); sin embargo, la tasa de interés será mayor —por regla general— por cuanto existen restricciones para la reventa de estos instrumentos.

#### INSTRUMENTOS DE SECURITIZACION

Existen diversos instrumentos de deuda susceptibles de ser utilizados en un proceso de securitización, entre los cuales los más comunes son *Pass-Through Securities*, *Pay-Through Mortgage-Backed Bonds*, *Straight Bonds*, *Collateralized Mortgage Obligations*, *Real Estate Mortgage Investment Conduits* y *Stripped Mortgage Backed Securities*.

Todos estos instrumentos tienen ciertas características en común, algunas de las cuales vale la pena mencionar:

a) La tasa de interés estipulada para cada crédito hipotecario, dentro de un *pool* o fondo de tales créditos. Esta tasa puede ser idéntica para todos los créditos comprendidos en el fondo o bien ubicarse dentro de un rango. Por ejemplo, la tasa de interés idéntica puede ser de 9%, a la vez que el rango puede comprender créditos con tasas entre 9% y 10%.

b) De esta tasa de interés se deducen los costos originados por comisiones de garantía y por el servicio de la deuda.

c) La fecha de vencimiento, que será la correspondiente a la del crédito con más largo vencimiento dentro del fondo, salvo que se opte por emplear un promedio de fechas de vencimiento, lo cual es más realista y aconsejable.

d) Existe un lapso entre los pagos periódicos que efectúan los deudores hipotecarios y los pagos que, a su vez, realiza el *SPV* o *conduit* a los inversionistas que han adquirido títulos de deuda respaldados con garantía hipotecaria. Dicho lapso permite al originador hacer uso de los fondos pagados por los deudores hipotecarios y le da una relativa holgura para percibir pagos de deudores retrasados en el cumplimiento de sus obligaciones.

e) La fecha de emisión es común para esta clase de instrumentos, y no guarda relación con las fechas de las hipotecas que les sirven de respaldo.

f) Se utiliza una relación aritmética para evaluar la duración del colateral que respalda al fondo o *pool*, así como la ocurrencia de amortizaciones negativas. Se trata del llamado *pool factor*, que comprende el saldo de la suma total de créditos por pagar, dividido por el monto original de tales créditos. El término "colateral" significa el otorgamiento de propiedad como caución relativa al cumplimiento de una obligación.

g) La clasificación de riesgo de los títulos se efectúa por agencias especializadas, y refleja las posibilidades de pago oportuno de los instrumentos de deuda emitidos por el *SPV* y vendidos al mercado de capitales. Mientras más alto el grado de clasificación, más segura es la inversión en esta clase de instrumentos.

h) Otras características comunes pueden ser el seguro que garantice el pago de las obligaciones securitizadas, las fuentes de liquidez para responder de las obligaciones emitidas en caso de incumplimiento de pago por parte de los deudores hipotecarios, y toda garantía adicional que se otorgue para reforzar el valor de los títulos de deuda.

Por otra parte, las agencias clasificadoras de riesgo suelen atender a ciertos criterios para conceder una clasificación favorable a las operaciones de securitización relativas a créditos hipotecarios residenciales. Así, por ejemplo, los factores considerados por Standard & Poors para tales operaciones se refieren a:

- a) Relación deuda-valor de la propiedad.
- b) Tipo de propiedad garantizada.
- c) Propósito del crédito (adquisición o refinanciamiento).
- d) Tipo de ocupantes del inmueble hipotecado (dueño o arrendatario).
- e) Dispersión geográfica de los inmuebles.
- f) Variaciones de precios de los inmuebles.
- g) Tamaño del *pool* o fondo de créditos hipotecarios.
- h) Monto de los créditos que componen el *pool* o fondo.
- i) Duración del crédito.

- j) Seguros que cubren el crédito hipotecario.
- k) Documentación requerida para el otorgamiento del crédito hipotecario.
- l) Estructura de la deuda y tipo de crédito otorgado (ajustable, no ajustable, en forma de *balloon*), etc. Un crédito hipotecario en forma de *balloon* implica que la deuda respectiva se amortiza sólo de modo parcial, por lo cual se requiere un pago al vencimiento que es considerablemente mayor que cualquiera de los pagos periódicos anteriormente efectuados.

Hechas estas menciones, conviene referirse a los diversos títulos de deuda que pueden emitirse en operaciones de securitización hipotecaria.

### 1. *Pass-Through Securities*

Esta clase de títulos comprende un *pool* o fondo de deudas hipotecarias, que es adquirido del originador por una agencia gubernamental o con respaldo gubernamental, por un banco de inversiones o por otro intermediario, el cual emite certificados que representan dominio indivisible sobre un *pool* de créditos hipotecarios. El calificativo de *Pass-Through* se explica porque el pago de intereses y capital que efectúa el deudor hipotecario pasa desde el originador que lo percibe a los inversionistas que han adquirido títulos de deuda, a través del emisor de los títulos (intermediario).

El intermediario –SPV– emite certificados que representan títulos de deuda en favor de los inversionistas que los adquieren. Los poseedores de estos títulos reciben pagos de capital e interés a prorrata de la fracción que sus certificados representan en el fondo común o *pool* de créditos hipotecarios. Los pagos a estos inversionistas se realizan mensualmente, y es habitual que exista una diferencia temporal entre la percepción del pago que efectúan los deudores hipotecarios y el que a su vez hace el emisor de los instrumentos de deuda.

En los Estados Unidos muchos certificados *Pass-Through* cuentan con garantías adicionales u otras formas de respaldo. Esas garantías o respaldo son particularmente apreciadas por los inversionistas cuando quienes las otorgan son entidades estatales o con respaldo estatal, tales como Federal National Mortgage Association (*FNMA* o *Fannie Mae*), Federal Loan Mortgage Corporation (*FHLMC* o *Freddie Mac*), o Government National Mortgage Association (*GNMA* o *Ginnie Mae*). A modo de ejemplo, un tipo de instrumento de uso generalizado es el conocido como *GNMA I*, por el cual *GNMA* emite títulos de deuda correspondientes a una sola institución hipotecaria, cuyo pago oportuno de capital e intereses es efectuado directamente por esta institución a los inversionistas, y tiene la garantía de *GNMA*. *GNMA II* es una versión mediante la cual *GNMA* adquiere créditos hipotecarios de múltiples originadores (instituciones de crédito hipotecario) y efectúa los pagos a los inversionistas a través de un banco que actúa como agente. Ambos tipos de títulos (*GNMA I* o *II*) cuentan con el respaldo crediticio de los Estados Unidos.

Existen diversos tipos de certificados *pass-through*. Un título es *Straight Pass-Through* cuando el pago de principal e intereses es efectuado directamente al inversionista a medida que son pagadas las obligaciones de los créditos hipotecarios comprendidos en el *pool* o fondo que le sirve de respaldo. Otra clase es el *Pass-Through* Parcialmente Modificado, por el cual el emisor de los títulos paga a los inversionistas ciertas cantidades de dinero, haya o no recibido los flujos de pago correspondientes por parte de los deudores hipotecarios. Por

ejemplo, el emisor puede contar con una garantía de Freddie Mac relativa al pago oportuno de intereses y al pago de capital, en este caso, sin que el pago a los inversionistas deba efectuarse en la misma fecha que el emisor hubiera debido pagar de haber percibido oportunamente flujos por parte de los deudores hipotecarios.

Un *Pass-Through Enteramente Modificado* constituye la certeza para los inversionistas, que les serán pagados capital e intereses en las fechas estipuladas en los respectivos títulos de deuda, con independencia de que el emisor haya recibido los flujos de pago correspondientes al cumplimiento de obligaciones hipotecarias. Por ejemplo, *Fannie Mae (FNMA)* –entidad privada con respaldo estatal– emite este tipo de certificados y, además, responde ante los inversionistas de cualquier disminución en el valor del principal de la deuda ocasionada por reparaciones efectuadas en el respectivo inmueble, de procedimientos de ejecución hipotecaria o de otras circunstancias.

Existen algunos inconvenientes asociados a una securitización estructurada sobre la base de títulos con la modalidad de *Pass-Through*. Uno de ellos consiste en el doble pago de tributos que estas operaciones pueden generar: por un lado, se podría gravar la renta que representa la venta de títulos por parte del emisor; por otro, quedarían afectas a impuesto las rentas percibidas por el inversionista que ha adquirido tales certificados. El riesgo de prepago está también latente, en la medida que muchos créditos hipotecarios en Estados Unidos permiten su pago anticipado. Una estrategia comúnmente utilizada para precaver los riesgos de prepago consiste en emitir diversas series de certificados. Una de las series percibe pagos anticipados con anterioridad a las otras, de modo que la segunda serie ve disminuida la posibilidad de prepago.

## 2. *Pay-Through Mortgage-Backed Bonds*

A diferencia del *Pass-Through*, que consiste en un certificado que representa un interés indivisible en el dominio de un *pool* de créditos hipotecarios, en la modalidad de *Pay-Through* estamos en presencia de un bono, o título de deuda que representa una obligación del emisor garantizada por los flujos de pago de un *pool* de créditos hipotecarios que se otorgan en prenda como colateral. El adquirente del bono no tiene un título de dominio sobre el fondo de créditos hipotecarios que le sirven de respaldo, permaneciendo dicho fondo en propiedad del emisor. El bono se paga generalmente con carácter mensual, aunque puede pactarse su pago de modo semestral. Ello representa un beneficio adicional para el emisor, quien percibe los pagos de créditos hipotecarios sobre una base mensual, lo que lo habilita para invertir tales fondos mientras espera el vencimiento parcial de los bonos. Por otra parte, esta misma circunstancia genera un riesgo para este mismo emisor, toda vez que la tasa de interés a la que ha colocado el bono puede ser mayor que la tasa de interés a la cual puede invertir los recursos generados por los flujos de pago en el intertanto.

La colateralización de bonos *Pay-Through* es mayor que la del valor nominal de los bonos, lo que implica que los créditos hipotecarios que garantizan el pago de estos títulos tienen un valor mayor que el valor de la respectiva emisión. Si bien esta “sobrecolateralización” genera costos para el emisor, le permite mitigar los riesgos de prepago, por cuanto el emisor no necesariamente tras-pasa el total del prepago a los tenedores de los bonos, sino que puede retener una parte de este, por el volumen de colateral que ha otorgado.

### 3. *Straight Bonds*

Este tipo de bono tiene muchas similitudes con los bonos *Pay-Through*. Sin embargo, se diferencia de estos en la forma de valorizar los activos incluidos en el fondo de créditos hipotecarios que garantizan un *Straight Bond*. En la modalidad de *Pay Through* los flujos de pago del fondo o *pool* de créditos hipotecarios garantizan el pago de los bonos. Los *Straight-Bonds* tienen como garantía el valor de mercado de los créditos hipotecarios que componen el fondo o *pool*. Además, si disminuye el valor del *pool* de créditos hipotecarios, el emisor debe añadirle valor a ese *pool*, por la vía de incorporar nuevos créditos o sustituir los que han perdido valor.

La emisión de *Straight Bonds* corresponde generalmente a créditos de larga data otorgados por inversionistas institucionales a tasas de interés muy bajas. Debido a las bajas tasas a las cuales dichos créditos fueron otorgados, se hace necesaria una "sobrecolateralización", es decir, los bonos emitidos son respaldados en un 150% o 200% en exceso de la deuda que representan. Estos bonos se emiten con un período de vencimiento de entre 5 a 10 años.

Las operaciones de securitización a través de los dos tipos de bonos aquí mencionados (*Pay-Through* y *Straight*), son menores en número y montos que las efectuadas a través del sistema de *Pass-Through securities*. Ello se explica tanto por razones contables como por el carácter de deuda que los bonos revisiten para efectos tributarios, lo que genera tributación tanto para el emisor como para los inversionistas que han adquirido los bonos.

### 4. *Collateralized Mortgage Obligations (CMO)*

Se trata de títulos de deuda bajo la modalidad de *Pay-Through*, emitidos en múltiples series con diferentes períodos de vencimiento y diversas tasas de interés ofrecidas a los inversionistas. El propósito tenido en cuenta para su creación es hacer frente a los problemas generados por el prepago de créditos hipotecarios que componen el *pool* o fondo, generando impredecibilidad respecto del período de "vida" y de la tasa de interés real de tales créditos.

Cada serie o tramo de *CMO* tiene un período de pago específico para los inversionistas que la han adquirido. Capital e intereses se pagan a una serie —la de menor período de vencimiento— hasta que la deuda es extinguida respecto de esta serie. Los pagos de capital e intereses se aplican entonces a la serie siguiente. La serie con más extenso período de vencimiento no recibe pagos de principal hasta que todas las demás clases son retiradas, y corresponde a lo que se conoce como *Zero bond*, que generalmente tiene una clasificación de riesgo menos favorable que las otras series.

### 5. *Real Estate Mortgage Investment Conduit (REMIC)*

Para salvar algunos de los problemas de doble tributación (a nivel del emisor y del inversionista) generados por la emisión de títulos de deuda respaldados con créditos hipotecarios, la Ley de Reforma Tributaria de 1986 en los Estados Unidos creó un *SPV* denominado *Real Estate Mortgage Investment Conduit (REMIC)*. Mediante el empleo de un *REMIC* pueden emitirse tanto bonos garantizados con hipoteca como certificados bajo la modalidad *Pass-Through*. La Ley otorga a la emisión de estos títulos el carácter de venta de activos, gene-

rando en consecuencia una sola tributación, y otorgando a la entidad que los emite el *status* de *Non Taxable Entity*, es decir, no afectándola a impuestos por la colocación de instrumentos de deuda.

La entidad que pretenda acceder al tratamiento de *REMIC* debe solicitarlo en el primera declaración de impuestos que presente. Es importante señalar que la calidad de *REMIC* no implica ninguna connotación jurídica especial, aparte de las ventajas tributarias que otorga la ley. Por lo anterior, la forma jurídica que revista esta entidad puede ser cualquiera de las utilizadas para SPV en operaciones de securitización, es decir, sociedades o *trust* (fideicomisos)

Esta sociedad o *trust* debe cumplir algunos requisitos. Una parte sustancial de sus activos debe consistir en ciertos créditos hipotecarios y en inversiones legalmente permitidas. Por otra parte, los créditos hipotecarios deben ser obligaciones con garantía real sobre propiedad inmobiliaria. En cuanto a las inversiones legalmente permitidas, estas son:

a) Inversiones de Flujos de Pagos, percibidos entre las fechas correspondientes a períodos de distribución de tales flujos a los inversionistas.

b) Reserva Calificada de Activos, correspondientes a inversiones efectuadas para asegurar la disponibilidad de fondos destinados a poseedores de un interés "regular" (que se explica más adelante) y para pagar gastos asociados a la cartera o fondo de créditos.

c) Inversiones Relativas a Ejecución Hipotecaria, procedentes de fondos generados por ejecuciones hipotecarias o por la entrega de la propiedad hecha por el deudor hipotecario.

Las clases de "interés" o participación en el dominio de los títulos emitidos pueden ser "regular" o "residual". Un interés o participación regular representa la propiedad sobre una serie de bonos emitidos por un *REMIC*, que habilita a su dueño para recibir incondicionalmente una suma fija de dinero durante el período de tiempo que se haya estipulado. Un interés residual es toda aquella forma de dominio diversa al interés regular, correspondiente al exceso de pagos sobre el monto principal de la deuda, debido a prepagos o a sobrecolateralización.

## 6. *Stripped Mortgage-Backed Securities (SMBSs)*

Los *SMBSs* consisten en diversas series de títulos de deuda generados a partir de flujos de pago de créditos hipotecarios, de los cuales se separan o se combinan el capital e intereses. Por ejemplo, un título de deuda puede representar 70% capital y 30% interés, mientras otra serie del título puede equivaler a 100% de capital e intereses. Dentro de esta modalidad, un Título de Deuda Sólo por Interés (IO) habilita al inversionista para percibir todos los flujos de pagos relativos a interés, en tanto un Título de Deuda Sólo por Capital (CO) habilita al inversionista para percibir dineros relativos a los flujos de pagos de capital de los créditos hipotecarios que componen el respectivo fondo o *pool*.

### SECURITIZACION EN EL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL

Las operaciones de securitización en el mercado inmobiliario comercial no son tan frecuentes como las del mercado habitacional. Ello se explica, en parte, por la carencia de garantía estatal o de entidades respaldadas por el estado que

benefician a la securitización en el mercado inmobiliario habitacional. También puede deberse a que la aceptación de títulos de deuda respaldados por contratos relativos a financiamiento inmobiliario comercial ha sido más tibia por parte de los inversionistas, en comparación con la recepción dada a la securitización residencial.

### 1. *Clases de securitización*

Dos clases de securitización son relevantes en el mercado inmobiliario comercial: la relativa a flujos de pagos derivados de contratos de arrendamiento y aquella que concierne a créditos comerciales garantizados con hipoteca.

#### 1.1. Flujos de pago derivados de contratos de arrendamiento

Existen diversas modalidades en esta forma de securitización. Los dos tipos principales de operaciones se distinguen en cuanto una es semejante a la tradicional securitización de créditos hipotecarios, y la otra no acude al respaldo de tales créditos.

La forma tradicional implica la securitización de créditos hipotecarios, aun cuando los inversionistas dependen del pago de las rentas derivadas de contratos de arrendamiento para el pago de los créditos hipotecarios. El emisor ofrece títulos de deuda caucionados al menos en parte por los flujos de pago de contratos de arrendamiento de inmuebles destinados a la explotación comercial. Los contratos de arrendamiento suelen ser a largo plazo, en algunos casos con una duración pactada entre 25 a 30 años. Los flujos de pago de los contratos de arrendamiento se aplican directamente al pago de los créditos hipotecarios que han sido securitizados. La clasificación de riesgo que se otorga al respectivo título de deuda generalmente equivale a la clasificación de riesgo de que goza el arrendatario.

Otra manera de aprovechar los flujos de pago derivados de contratos de arrendamiento consiste en la securitización de los mismos de forma directa, sin ningún tipo de respaldo relativo a créditos hipotecarios. Por ejemplo, el propietario de propiedades comerciales dadas en arrendamiento, transfiere los flujos de pago generados por tales arrendamientos a una entidad securitizadora, la cual a su vez emite títulos de deuda que no se encuentran respaldados por créditos hipotecarios. Sin perjuicio de lo anterior, la entidad securitizadora puede recibir una garantía hipotecaria sobre los inmuebles dados en arrendamiento. El grado de clasificación de riesgo corresponde generalmente al otorgado al arrendatario.

La securitización relativa a contratos de arrendamiento de propiedades con fines comerciales, a diferencia de aquella de carácter hipotecario residencial, no requiere de un gran volumen de créditos hipotecarios que sirva de respaldo a la emisión de títulos de deuda de que se trate. En estos casos, los inversionistas atienden más bien al monto de los flujos de pago generados por cada arrendamiento, a la calidad crediticia del arrendatario, a la duración de los respectivos contratos de arrendamiento y a la seguridad jurídica que tales contratos puedan otorgar en cuanto a aspectos tales como terminación de los contratos y otros.

Un factor de riesgo a tener en cuenta en estas operaciones es la forma en la cual el propietario de los inmuebles arrendados maneja sus propias operaciones y sus relaciones con los arrendatarios, en el sentido de evitar que por tal motivo los arrendatarios pongan término a los contratos o incumplan el pago de las

rentas. Otro factor a considerar es si las rentas de arrendamiento son netas de impuestos u otros gastos que deba enfrentar el propietario por causa del inmueble, o bien incluyen –aun implícitamente– tales pagos. En este último caso, es aconsejable crear un fondo especial con parte de tales rentas para hacer frente a las mencionadas obligaciones, de modo de evitar la insuficiencia de fondos para su pago una vez efectuada la securitización de los contratos de arrendamiento. En los Estados Unidos existen además normas especiales para el caso de quiebra del arrendatario, la que lo habilita para poner término anticipado a los contratos de arrendamiento o para rechazar su pago, al tiempo que se limita el monto de la indemnización por daños y perjuicios que puede percibir el propietario de producirse tal situación.

### 1.2. Créditos comerciales garantizados con hipoteca

Quizá la falta de uniformidad en el otorgamiento sea el mayor obstáculo para un paso más acelerado en la securitización de créditos hipotecarios de carácter comercial. Esta heterogeneidad genera mayores costos de transacción que la securitización de créditos hipotecarios residenciales, al afectar materias tales como los requisitos de documentación, la terminología utilizada, y los estándares relativos a la colocación de los títulos de deuda securitizados en el mercado de capitales.

Sin embargo, de alguna manera, este tipo de operaciones se ha visto fortalecido por la intervención de una entidad gubernamental denominada *Resolution Trust Corporation (RTC)*, originalmente encargada de hacer frente a la crisis vivida por las asociaciones de ahorro y préstamo en los Estados Unidos durante la década de 1980. RTC puede securitizar créditos hipotecarios comerciales que no reúnen los requisitos exigidos por otras entidades tales como *FNMA (Fannie Mae)* o *FHMLC (Freddie Mac)*, o bien tienen un historial de cumplimiento insatisfactorio. RTC ha enfrentado los problemas de securitizar esta clase de créditos por la vía de efectuar emisiones de títulos de deuda en grandes sumas de dinero (US\$ 500 millones en promedio). Los créditos hipotecarios que componen el fondo o *pool* suelen tener un determinado tope, y las garantías hipotecarias corresponden a propiedades destinadas a explotación comercial, tales como *shopping centers, malls*, restaurantes o edificios de oficinas. Del mismo modo, RTC ha mejorado la calidad de los títulos (*enhancement*), al crear reservas en dinero efectivo para responder a su pago, o al emitir series subordinadas de títulos con el respaldo y garantía crediticia del gobierno de los Estados Unidos. Existen también securitizaciones de créditos hipotecarios comerciales efectuadas por agentes privados, en este caso con o sin emplear títulos emitidos por RTC, y por menores cantidades de dinero que las operaciones que realiza esta entidad.

## 2. Instrumentos utilizados en la securitización de deuda inmobiliaria comercial

### 2.1. "Pass-Through Securities"

Se trata de un instrumento similar a los *Pass-Through* descritos al tratar acerca del mercado hipotecario habitacional. Los inversionistas en este tipo de títulos de deuda, denominados Certificados de Participación, reciben el retorno

de su inversión de los flujos de pago de créditos comerciales garantizados con hipoteca. Cada certificado representa un interés fraccional en el dominio del *pool* o fondo de créditos hipotecarios que subyace a la respectiva emisión.

Este tipo de certificados puede ser *partially modified pass-through* o *fully modified pass-through*, al igual que los del mercado habitacional. Del mismo modo, pueden tener como fuente para su emisión uno o más originadores (instituciones que han otorgado los créditos). Como ya se ha mencionado, algunos de los inconvenientes que presenta su emisión tienen que ver con la falta de homogeneidad en el otorgamiento de créditos comerciales garantizados con hipoteca, lo que dificulta la predictibilidad de los riesgos de prepago y de incumplimiento. Una operación *pass-through* es considerada como una venta de activos para efectos contables y tributarios.

## 2.2. "Mortgage-Backed Bonds"

El emisor de estos instrumentos genera un título con fechas fijas de vencimiento y con cupones de pago que no sufren alteraciones. Los flujos de pago de los créditos hipotecarios no necesariamente están calzados con los pagos de los bonos, de modo que, al igual que en el mercado residencial, se requiere de sobrecolateralización o número adicional de créditos hipotecarios que respalde adecuadamente los pagos que deben efectuarse en estas operaciones, principalmente aquellos de los deudores hipotecarios al emisor, así como aquellos del emisor a los tenedores de los bonos.

Los créditos hipotecarios que conforman el fondo o *pool* se mantienen en propiedad del emisor, y no se consideran una venta de activos para efectos contables y tributarios. La sobrecolateralización antes mencionada genera el inconveniente de tener que contar con más créditos hipotecarios que los que comprende la emisión de bonos, de modo de generar un título de deuda que tenga una favorable clasificación de riesgo. A pesar de lo anterior, este mecanismo puede ser útil en el caso de instituciones financieras que pretendan desprenderse de créditos de bajo rendimiento, siempre y cuando la mayoría de los cuales reciba cumplimiento oportuno por parte de los deudores hipotecarios. En este caso, es posible diseñar una estructura que comprenda varias series de bonos, con la última serie clasificada en baja categoría (por tanto, con una mayor tasa de interés). La emisión respectiva puede tener éxito si va reforzada por un adecuado nivel de respaldo, como por ejemplo una línea de liquidez sobre la cual se pueda girar en caso de no ser suficiente el flujo de pago de los créditos hipotecarios para hacer frente al pago de los bonos emitidos.

## 2.3 Otros instrumentos

El uso de *CMOs* (*Collateralized Mortgage Obligations*) es también posible en la securitización inmobiliaria de carácter comercial. La operación a realizarse es similar a la mencionada al tratar acerca de los *CMOs* en el mercado residencial. La emisión de tales títulos puede comprender diversas series, aun cuando el emisor debe precaver el riesgo de crear series con alta probabilidad de incumplimiento, que pueden no ser adquiridas en el mercado.

También es posible acceder a las ventajas tributarias de utilizar la estructura de *REMIC* (*Real Estate Mortgage Investment Conduit*). Así lo ha hecho, por ejemplo, *RTC* (*Resolution Trust Corporation*), creando dicha estructura como

vehículo para la securitización de créditos otorgados por instituciones insolventes o al borde de la insolvencia. En todo caso, es conveniente que el *pool* o fondo de créditos sólo incluya obligaciones que son cumplidas por los respectivos deudores hipotecarios, de modo de alcanzar una favorable clasificación de riesgo. La figura de *REMIC* puede además ser útil en el financiamiento de la etapa de construcción de edificaciones comerciales. Para ello, resulta adecuado emplear la garantía de la empresa que ha encargado la construcción (por ejemplo, una gran tienda de departamentos), más que otorgar como caución los inmuebles que serán construidos. Es también adecuado crear un título de deuda semejante a los bonos emitidos por empresas de rubros diversos al inmobiliario.

### 3. *Clasificación de riesgo*

La clasificación de riesgo de títulos de deuda securitizados en el contexto del mercado inmobiliario comercial es diversa de la empleada para el mercado habitacional. Un buen indicador de los criterios utilizados en esta área son los lineamientos a los cuales se ciñe Standard & Poors (S&P) para efectuar clasificaciones de riesgo. Esta clasificadora distingue entre diversos tipos de operaciones de securitización inmobiliaria comercial, cada una de ellas con características propias:

a) Operaciones relativas a inmuebles específicos: las cuales se clasifican en operaciones relativas a un solo inmueble o en operaciones relativas a varios inmuebles. En la securitización relativa a un solo inmueble, el deudor emitirá un título de deuda, que es entregado a un depositario, el cual a su vez lo transfiere a un *SPV*, en este caso, un fideicomiso. El fideicomiso emite certificados de deuda que son vendidos en el mercado de capitales. El dinero que se obtenga con la venta de certificados se destina a pagar el crédito, establecer reservas o garantías adicionales y pagar los costos de transacción envueltos en este tipo de operaciones.

Las operaciones referidas a múltiples inmuebles comprenden diversos tipos, entre los cuales se destacan aquellos con un solo deudor y los que cuentan con múltiples deudores.

Las principales preocupaciones de S&P para efectuar una adecuada clasificación se refieren al manejo de la propiedad hipotecada, a los flujos de caja generados por las propiedades hipotecadas y al valor del inmueble hipotecado. El crédito de cada deudor, individualmente considerado, es también relevante en esta clase de operaciones.

b) Operaciones de *pool*: S&P menciona como ejemplo fondos compuestos por obligaciones que se han cumplido oportunamente, así como otros fondos de obligaciones que no tienen tan buen historial, y sus respectivos *SPV* o *conduits*. En estas operaciones, la calidad del deudor no es tan relevante como en el caso de las operaciones referidas a inmuebles específicos.

Operaciones relativas a créditos y arrendamientos, en las cuales un deudor obtiene un crédito garantizado por uno o más contratos de arrendamiento suscritos con un arrendatario, el cual a su vez es objeto de clasificación de riesgo. En caso de no poder clasificar favorablemente al arrendatario, S&P requiere la fianza de otra entidad, que sea susceptible de clasificación.

## OTROS ASPECTOS A TENER EN CUENTA

1. *Credit enhancement*

La securitización inmobiliaria compite con otras alternativas de inversión en el mercado de capitales. Por tal motivo, resulta importante respaldar la seguridad en el pago de los títulos de deuda respaldados con créditos hipotecarios, de modo de aumentar su atractivo en el mercado, proceso que se conoce como *credit enhancement*.

El primer aspecto a tener en cuenta es el tipo de créditos hipotecarios que componen el fondo o *pool* que respalda la emisión de títulos de deuda, lo que implica revisar la solvencia del deudor y la estandarización de los requisitos de elegibilidad para el otorgamiento de créditos hipotecarios. La existencia de seguros sobre los inmuebles hipotecados es también importante. Es frecuente además requerir que la entidad que sirve la deuda (cobro a deudores hipotecarios y percepción de pago de obligaciones hipotecarias) otorgue parte de los fondos que recibe como garantía en caso de incumplimiento de obligaciones por parte de los deudores hipotecarios, sujetos a reembolso.

Los tipos más frecuentes de *credit enhancement* utilizados en securitizaciones inmobiliarias en los Estados Unidos son:

a) *Pool Insurance*: que es el otorgamiento de un seguro sobre el fondo de créditos, y que se emplea cada vez menos, dados los costos de transacción involucrados en su otorgamiento, así como la clasificación de riesgo del asegurador que, si disminuye, afecta al título securitizado.

b) Estructura *Senior-Subordinate*: en la cual se crean diversas series de títulos de deuda, con series subordinadas (de mayor riesgo y tasa de interés, y con menor clasificación de riesgo) que soportan series de pago preferente.

c) Garantías totales o parciales otorgadas por el emisor de los títulos: las que pueden ser afectadas por la clasificación de riesgo que se otorgue a la entidad que sirve de garante.

d) Líneas de crédito, contratos de inversión garantizados y *swaps* de tasas de interés: La línea de crédito provee de liquidez al emisor en caso de incumplimiento por parte de los deudores hipotecarios. Mediante el contrato de inversión garantizado, una entidad se compromete a adquirir activos del emisor, para facilitarle el pago de los títulos que tal emisor ha otorgado. En el *swap* de tasas de interés, una parte acepta recibir pagos bajo una estructura de tasas de interés—como por ejemplo, tasas hipotecarias con interés fijo— y entrega a cambio al emisor pagos determinados de otro modo, como por ejemplo sobre tasa LIBOR; de este modo, el emisor puede ofrecer títulos de deuda con diferentes tasas de interés, adecuadas a las necesidades de los inversionistas en el mercado de capitales.

e) Sobrecolateralización: esta forma de *credit enhancement* ha sido mencionada al tratar acerca de los instrumentos denominados *Mortgage-Backed Bonds*.

f) Títulos de deuda respaldados por entidades estatales o con respaldo estatal: esta modalidad ha sido referida anteriormente. Su principal ventaja consiste en la garantía estatal explícita o implícita de estas entidades, sea que actúen como emisores o como inversionistas en el mercado de securitización inmobiliaria.

g) Seguro Especial de Daños: para hacer frente a contingencias no previstas en seguros de daño estándares, ante fenómenos tales como terremotos.

h) Bonos que cubren la quiebra del deudor hipotecario y que protegen al emisor frente a reclamaciones de acreedores del fallido en cuanto a que la deuda hipotecaria no guarde relación con el valor de mercado del inmueble dado en garantía.

Debe tenerse presente que no todas estas formas de *credit enhancement* se adaptan a cada tipo de título de deuda securitizado como los mencionados en esta reseña. Así, por ejemplo, en el caso del *REMIC*, una determinada forma de *credit enhancement* puede no calificar como inversión permitida para acceder a las ventajas tributarias que este tipo de entidad otorga en los Estados Unidos.

## 2. Servicio de la deuda hipotecaria

Otra materia relevante para la securitización inmobiliaria es la administración o servicio de los créditos hipotecarios. Es decir, debe definirse con claridad qué entidad se hará cargo de percibir los pagos de deudas hipotecarias y de multas en caso de retardo; de llevar el registro de pago de cada deudor hipotecario; de actuar como agente retenedor para el pago de impuestos, seguros o diferencias debidas a incumplimiento de deudores hipotecarios, y, eventualmente, de llevar a cabo procedimientos de ejecución hipotecaria si ello fuere necesario.

Generalmente, el servicio de la deuda será efectuado por el mismo originador de los créditos que sirven de base para una operación de securitización, es decir, el banco o agente que ha otorgado tales créditos. Sin embargo, existen situaciones en las cuales el grado de complejidad es mayor, en las cuales es posible distinguir diversos agentes relacionados con el referido servicio:

a) *Master Servicer*: que es la entidad responsable de la oportuna percepción de los pagos efectuados por los deudores hipotecarios, del pago de principal e intereses, del pago de impuestos asociados a los créditos hipotecarios y de la supervisión de los agentes que se mencionan a continuación.

b) *Sub-Servicer*: pueden ser una o más entidades, que son las encargadas de relacionarse directamente con los deudores hipotecarios. Puede tratarse de entidades relacionadas con el *Master Servicer*. Del mismo modo, puede haber distintos *Sub-Servicers*, a cada uno de los cuales les corresponde una categoría específica de los créditos que componen el fondo o *pool*.

c) *Special Servicer*: se trata de agentes especializados para el caso de incumplimiento de obligaciones por parte de los deudores hipotecarios, caso en el cual el *Master Servicer* transfiere al *Special Servicer* la administración de la deuda, lo que puede incluir medidas tales como la ejecución hipotecaria.

Los contratos de administración de fondos de créditos hipotecarios suelen tener una estructura similar. Sus partes principales se refieren a las responsabilidades del administrador, a sus facultades, al mantenimiento de seguros y cuentas especiales, al pago de impuestos que puedan afectar a los inmuebles, a la inspección de la propiedad hipotecada, a garantías de fiel cumplimiento, a la remisión al *SPV* de las sumas de dinero debidas a los inversionistas y a otras cláusulas específicas.

Por último, es conveniente señalar que los administradores de deuda hipotecaria están también sujetos a clasificación de riesgo por parte de las agencias especializadas, en función del servicio que otorgan y de su propia situación financiera.

#### CONCLUSION

La securitización inmobiliaria es uno de los aspectos que comprende el auge de operaciones de securitización en los Estados Unidos. A modo de ejemplo, pueden mencionarse operaciones similares relativas a pagos de contratos de *leasing* de automóviles, a bonos respaldados con ingresos de peajes de carreteras, o a flujos de pagos de tarjetas de crédito. Se trata de un proceso que involucra la participación de diversos agentes económicos y un adecuado diseño de operaciones jurídicas. Para su consolidación, se ha requerido de un acertado manejo de los criterios y normas jurídicas propias del derecho de los Estados Unidos, de creatividad en su empleo y de flexibilidad por parte de los tribunales y autoridades reguladoras de esta nación.

En Chile, la incorporación del Título XVIII –De las Sociedades Securitizadoras– a la Ley de Mercado de Valores, constituye el basamento jurídico para esta alternativa de financiamiento. Posteriores regulaciones por parte de las Superintendencias del área han complementado la normativa que rige a la securitización en Chile. Sin embargo, ante la lentitud de la puesta en marcha de estas operaciones en nuestro país, vale la pena plantear la interrogante de si es adecuado y conveniente por parte de las autoridades esperar el diseño de marcos regulatorios previos, o si más bien resulta aconsejable aprovechar los actuales principios generales de nuestro ordenamiento jurídico-financiero, realizando las adaptaciones o complementaciones que sean indispensables, al tiempo que se permite a los mercados de capitales –con flexibilidad y prudencia– asignar eficientemente los recursos financieros.

#### BIBLIOGRAFIA

Un conocimiento más detallado del mercado de securitización en los Estados Unidos resulta conveniente para quienes procuran actuar como originadores, emisores o inversionistas en esta área de negocios. En el presente artículo se han omitido, por razones de brevedad y de especificidad, menciones a algunos aspectos más peculiares de este mercado, tales como las entidades que pueden servir como originadores o como SPV, o las implicancias tributarias de cada clase de título de deuda.

##### I. BIBLIOGRAFÍA BÁSICA

*Mortgage Banking Terms, A Working Glossary*, Mortgage Bankers Association of America, Washington, D.C., octava edición, 1997.

*English-Spanish Real Estate Glossary*, Real Estate Center at Texas A&M University, Texas, 1991.

JOHN DOWNES y JORDAN ELLIOT GOODMAN, *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Barron's, Nueva York, cuarta edición, 1995.

STEVEN L. SCHWARCZ, *Structured Finance, A Guide to the Principles of Asset Securitization*, Practising Law Institute, Nueva York, 2ª edición, 1993.  
*Secondary Mortgage Market Basics*, Mortgage Bankers Association of America, 1995.  
*Handbook of Mortgage Lending*, Jess Lederman Editor, Mortgage Bankers Association of America, 1995.

2. BIBLIOGRAFÍA MÁS AVANZADA

CURTIS BERGER y WARREN JOHNSTONE, *Land Transfer and Finance, Cases and Materials*, Little Brown and Company, cuarta edición, 1993.  
*Securitization of Financial Assets*, Jason H.P. Kravitt Editor, Prentice Hall Law and Business, 1995.  
MICHAEL T. MADISON y JEFFRY R. DWYER, *The Law of Real Estate Financing*, Warren, Gorham & Lamont, 1995.  
CHARLES H. WURTZEBACH y MIKE E. MILES, *Modern Real Estate*, John Willey & Sons, Inc., quinta edición, 1994.