

RETOS PARA DESARROLLAR UN SÓLIDO MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS

**Primer Foro Internacional de Financiamiento
Habitacional
UNION INTERAMERICANA PARA LA VIVIENDA**

MANUEL ZEPEDA PAYERAS

Lima, Perú. 5 de agosto de 2010

TEMAS

1. Racionalidad del mercado secundario de hipotecas
2. Marco Institucional para la Bursatilización
3. Crisis en EU
4. Retos

1. RACIONALIDAD DEL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS

Definiciones

- Bursatilización o Titulación

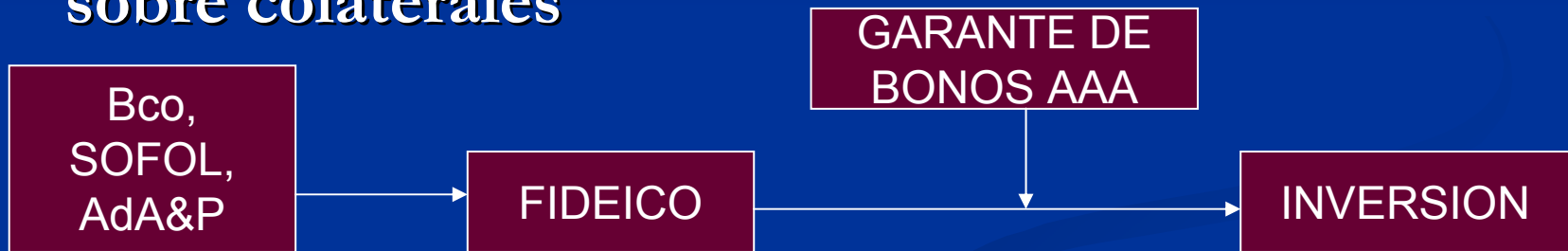
“ Emisión en el mercado de valores de títulos respaldados por una cartera de activos”

- Títulos respaldados por activos hipotecarios :
Bonos Respaldados por Hipotecas (BORHIS); en inglés: Mortgage Backed Securities (MBS)

- *“La bursatilización significa integrar el mercado hipotecario con el mercado de valores”*

Modelos de Bursatilización

- Bursatilización directa por originadores de gran volumen mediante la transferencia de las hipotecas a un fideicomiso y usando un garante de títulos o sobre colaterales



- Venta de hipotecas a una titulizadora con una calificación elevada (Para originadores chicos).



Riesgos en la Bursatilización: Desagregación de Funciones

La bursatilización implica la desagregación de los componentes de un crédito hipotecario y su operación por diferentes agentes:

- **Originación** → Bcos, SOFOLES, AAP, Corred
- **Fondeo** → Mercado de valores
- **Cobranza** → Originadores o Co's de cobranza
- **Riesgo de crédito** → Originadores, Garantes o Inversionistas

Riesgos para los Inversionistas

- Riesgo de contraparte
- Prepago
- Fluctuación en tasas

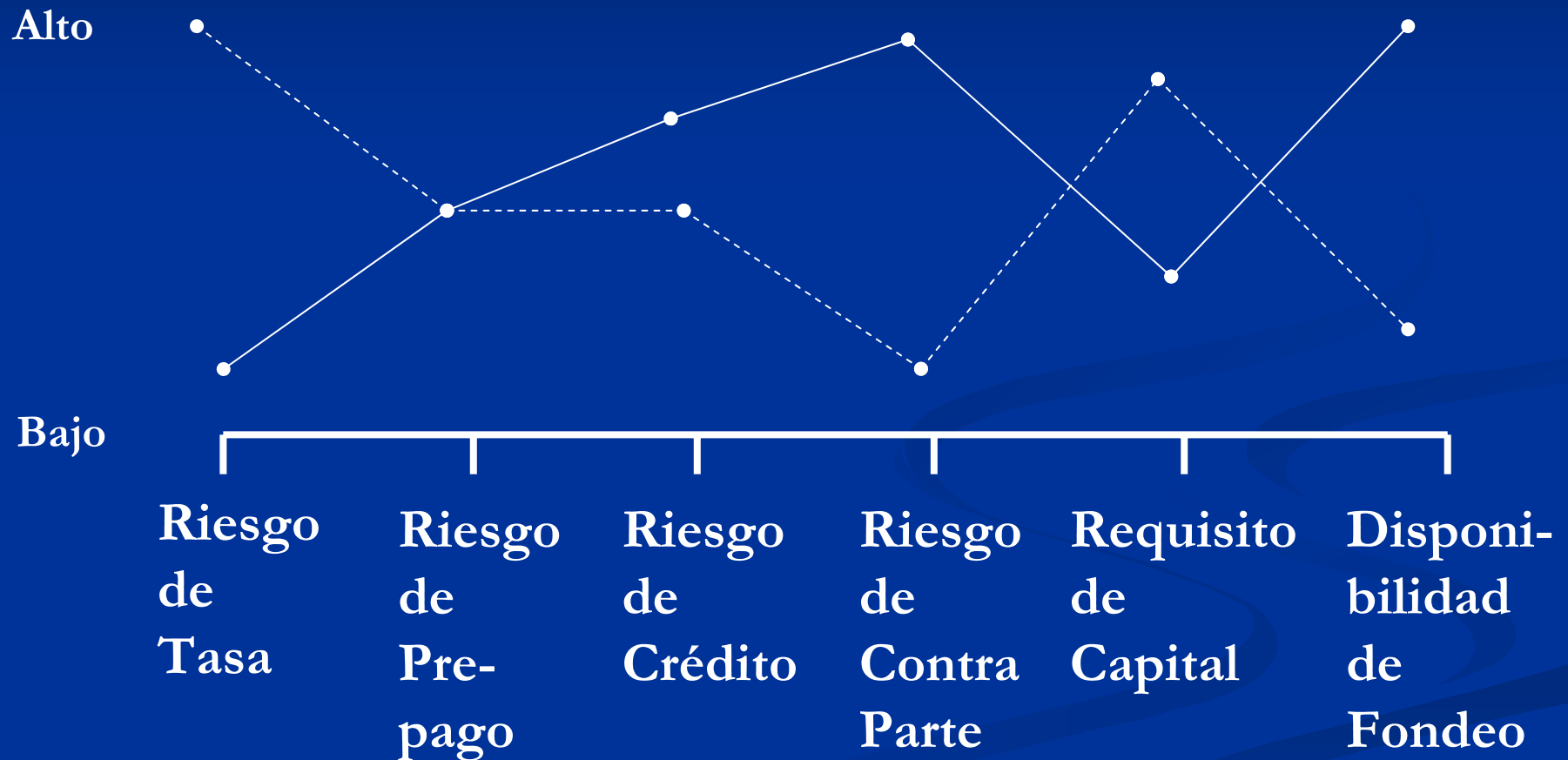
Riesgos para los Originadores

- Crédito, cuando se quedan con el título subordinado
- Pérdida de capital al momento de la venta de la cartera;
y
- De tasa de re-fondeo, cuando el plazo de los títulos emitidos es inferior al de las hipotecas

Riesgos para los Garantes

- Riesgo de contraparte
- Riesgo de crédito

Cuadro Estratégico de la Bursatilización (—) y el Crédito Dentro de Balance (- - -)



Como Resolver el Riesgo de Tasa Durante el Almacenamiento

Como los intermediarios no saben con certeza cuando ni cuanto van a bursatilizar, el riesgo se puede acotar más no eliminar, con:

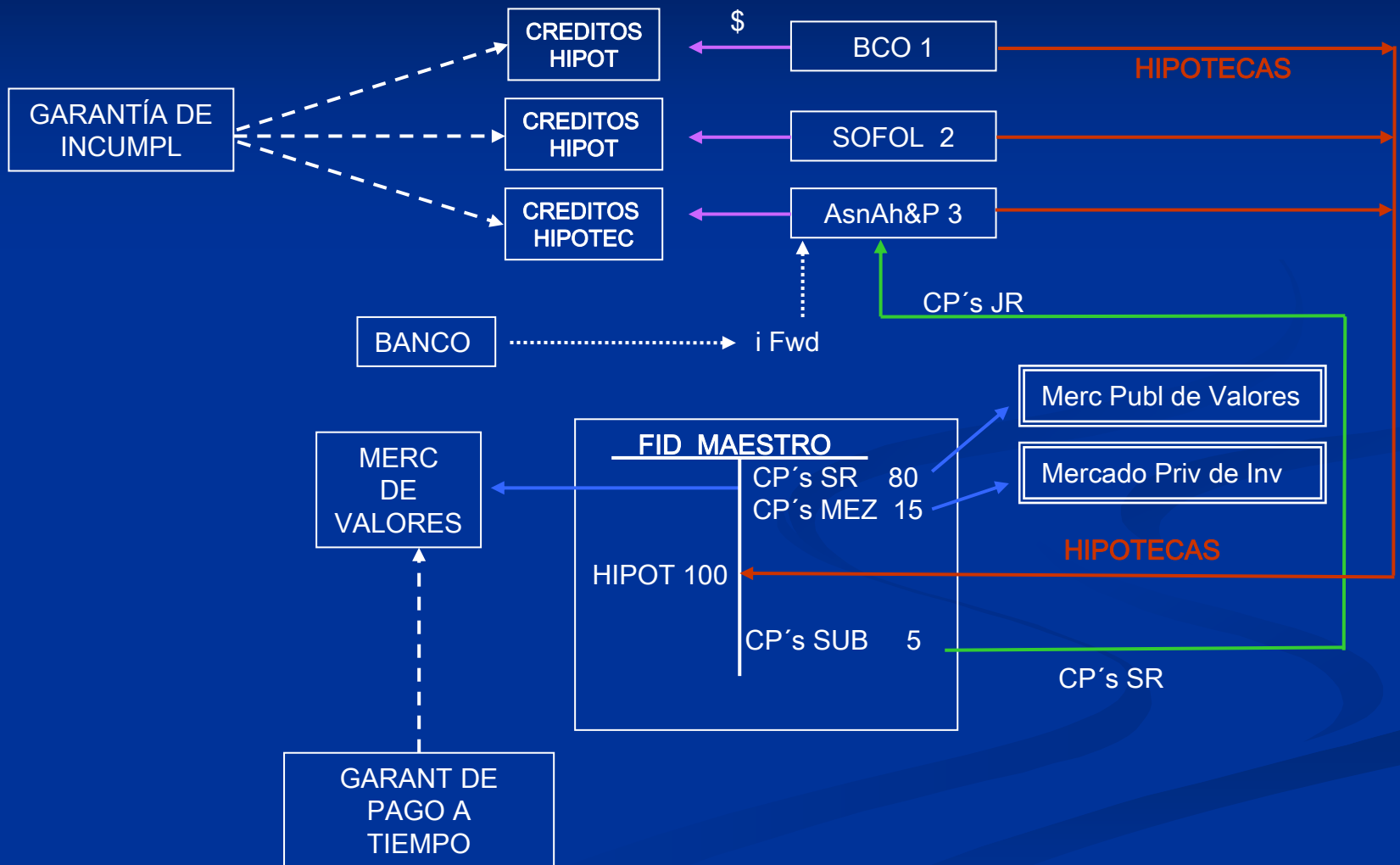
- Compra de futuros de tasas en el mercado de valores: Pbl. de fechas fijas
- Compra de swaps de tasas a bancos: Pbl. Plazos fijos
- Coberturas más sofisticadas («swaptions»): Pbl. De costo a menos que las vendan bancos gubernamentales
- Amplio mercado interbancario de hipotecas.
- Diferir la pérdida mediante la subordinación

Como Resolver el Riesgo de Crédito

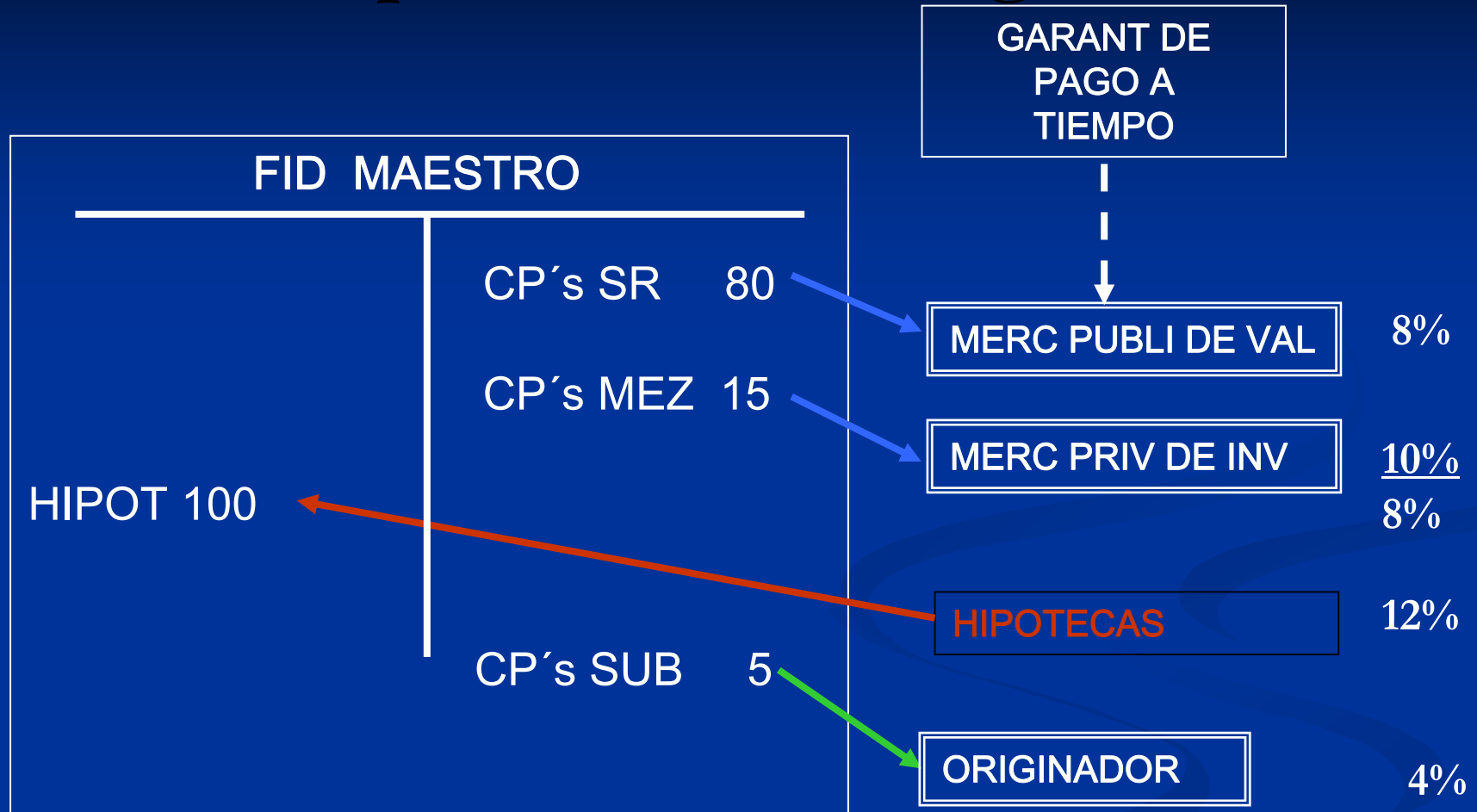
Los títulos preferentes que adquieren los inversionistas están respaldados por:

- Garantía de Incumplimiento;
- Título Mezanine; y a su vez este, por un
- Título subordinado
- Garantía de Pago Oportuno; y esta por Mezanine;
- Sobre colateral;
- Diferencial de intereses que genera una reserva

Estructura para cubrir el riesgo de crédito



Estructura para cubrir el riesgo de crédito



Como Resolver el Riesgo de Contraparte

- Estándares de originación y administración
- Información al mercado: Valor Viv, Prepagos, etc.
- El originador y el administrador mantengan títulos subordinados en un monto sustancial (4%+ de la emisión), al menos por 6-7 años.
- Administrador Maestro
- Administrador Sustituto
- Administrador de Pagos
- Administrador de Documentación
- Calificadoras de Valores
- Auditoría de la cartera

Como Resolver el Riesgo de Prepago

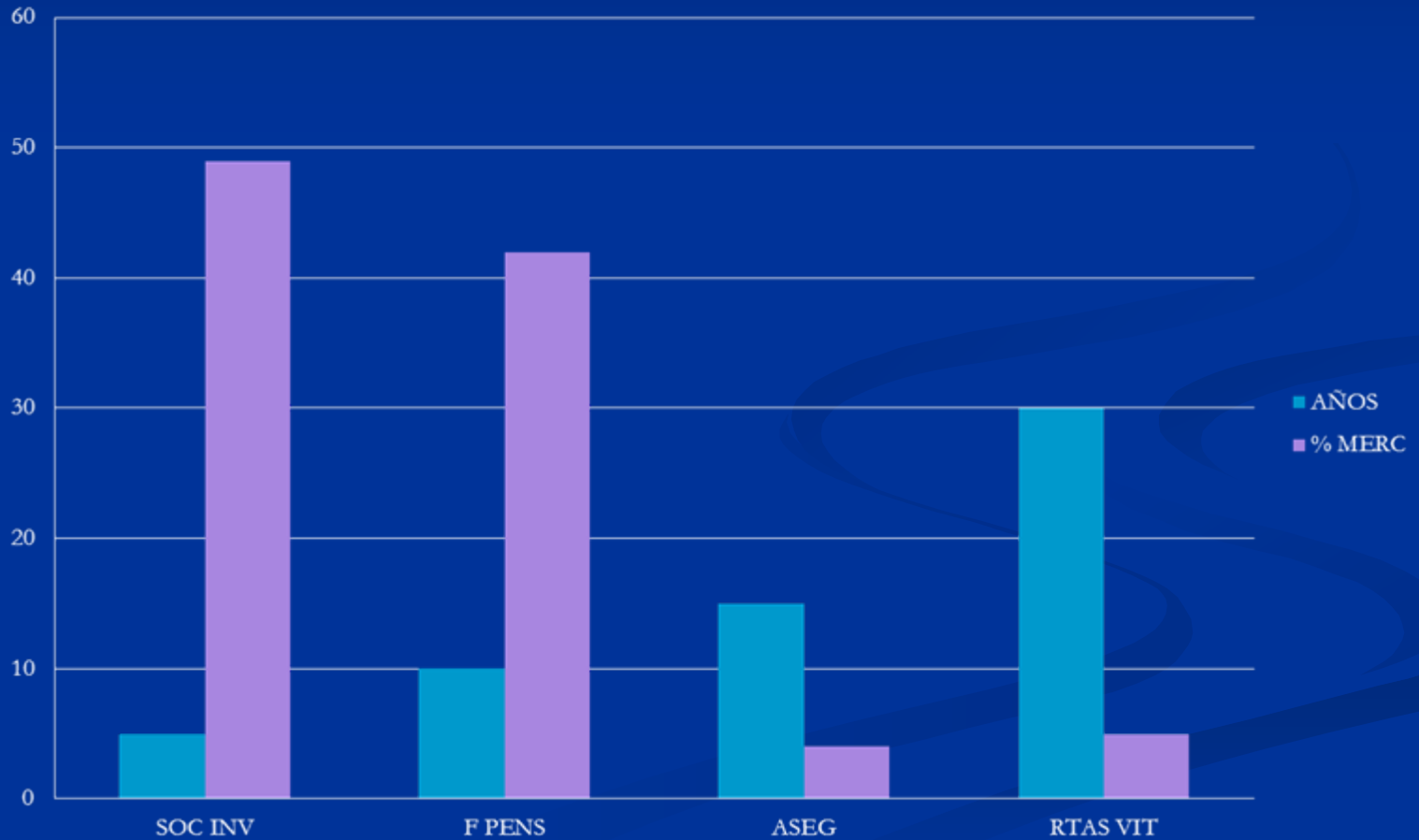
- Emitiendo títulos pre-pagables, aun cuando ello es caro
- Emitir títulos que solo paguen principal

Como Resolver el Riesgo de Tasa de Refondeo

- Un banco gubernamental o privado otorgue un swap de tasa de largo plazo pre-pagable
- Crear una reserva con el diferencial de tasas

Problema Plazo Emisiones

Plazos Maximos Preferidos y % del Mercado de Cada Inversio



Garantía de Incumplimiento (GPI)

Se trata de un “Seguro de Crédito” porque:

- Cubre hasta un % de la “primera pérdida” por la falta de pago del deudor (entre 25% y 35%)
- La suma del enganche más el “Seguro” dejan al intermediario con un aforo equivalente al 65% del valor de la vivienda
- Al mes 18 se paga la parte asegurada y, en principio, no recupera nada del saldo.

Garantía de Pago Oportuno (GPO)

La GPO cubre la falta de pago oportuno de los intereses y el principal de títulos preferentes que cuentan con un calificación mínima de grado de inversión nacional (BBB-) en moneda local.

Puede ser parcial o total

Contraagarantía.

- Los flujos que van a los títulos mezanine y demás títulos subordinados

BENEFICIOS DE LA BURSATILIZACIÓN

- Cambia fuente de fondeo del crédito hipotecario:
 - De depósitos a CP → mercado capitales y LP
 - Permite originar créditos con tasa fija
 - Elimina riesgo de descalce en plazos
 - Atrae recursos adicionales para vivienda vía el mercado de capitales
- Permite incorporar nuevos intermediarios
- Permite segmentar y trasladar riesgo de crédito
- Permite ahorrar y dar más revolvencia al capital

2. MARCO INSTITUCIONAL PARA LA BURSATILIZACIÓN

Legal

■ FIDEICOMISO

- No afectado por la quiebra del originador, el garante, etc.
- No sujeto a impuestos: cada parte cubre sus impuestos dentro de su propio balance
- Pueda emitir títulos (CP) con diferentes grados de subordinación y demás términos (plazos, tasas, etc.)

■ LIBRE DE COSTOS LA TRANSFERENCIA DE LAS HIPOTECAS AL FIDEICOMISO

- No sea necesario registrar la transferencia en el RPP
- No sea necesario notificar al deudor

■ CAPITALIZACIÓN

- Solo capitalicen los títulos subordinados que permanezcan con el originador

■ ADJUDICACIÓN DE LA GARANTÍA

- Leyes efectivas que permitan juicios expeditos y la rápida posesión de la vivienda dada en garantía

Requisitos que establece el garante o la calificadoradora

■ ESTANDARES PARA

- **Originar:** documentación, requisitos del deudor, etc.
- **Cobrar:** proceso, administrador sustituto, etc.

■ SUBORDINACIÓN

- Estructura de la emisión en clases, de acuerdo con el riesgo de crédito
- El originador adquiere el título que toma la 1ª pérdida

■ GARANTÍAS ADICIONALES sobre las hipotecas o sobre los bonos

Base de inversionistas

- Demanda por bonos de largo plazo a tasa fija
- Demanda por derivados (swaps, futuros y opciones) en instrumentos de largo plazo, para cubrir riesgo de tasa durante almacenamiento
- Mercado líquido de hipotecas, para cubrir los descalces entre el monto de hipotecas comprometidas en los derivados y el realmente originado.

3. LA CRISIS HIPOTECARIA DE ESTADOS UNIDOS

Causas de la Crisis Hipotecaria de EU

- Fuerte crecimiento en precio de viviendas impulsado por tasa de interés real negativa
- Nuevos tipos de hipotecas de alto riesgo
- Originación por corredores de hipotecas, sin capital ni riesgo, con el apoyo de grandes bancos de inversión que operaron en primer piso y originaron hipotecas a no sujetos de crédito
- Leyes populistas: Community Reinvestment Act y reglas para Fannie y Freddie, que indujeron a otorgar créditos a malos sujetos

Causas de la Crisis Hipotecaria de EU

- Eliminación de barreras entre bancos comerciales y casas de bolsa
- Bajo requisito de capital (3%)
- Re-Bursatilizaciones “piramidadas” de enorme complejidad
- Desarrollo fuera del bolsa del mercado de riesgo crediticio “Credit Default Swaps”
- Falla de las empresas calificadoras para medir adecuadamente el riesgo de las estructuras
- Fuerte descalce en plazos: el mercado «over night» se usaba para fondear operaciones a plazo

Implicaciones

- En julio de 2007 las calificadoras bajan calificación de algunas pocas emisiones de hipotecas “subprime” pero declaran que no midieron bien el riesgo de los MBS
- Mercado se queda sin referencia sobre el tamaño del riesgo y no puede establecer el precio de los bonos respaldados por hipotecas y las rebursatilizaciones de los mismos
- Se frena el crédito interbancario
- Por falta de liquidez cae en mora el mercado de derivados (futuros de tasa y divisas excede en más de 10 veces el PIB de EU; el de CDS lo cuadruplica)

Implicaciones

- Freno en el crédito bancario provoca recesión y caída en precio de las viviendas y en la bolsa de valores
- Se deteriora el balance de los bancos, las empresas y las familias, que profundiza la recesión
- Parálisis en mercado de derivados se extiende a la banca europea y asiática, generalizando la crisis de liquidez

4. RETOS

Retos

- La bursatilización induce mayor competencia cuando permite colocar BORHIS con facilidad en el mercado, independientemente del tamaño de los intermediarios: reduce la barrera de entrada a nuevos intermediarios.
 - Eso todavía no se logra en México y Colombia, pero sí en Chile
- Solo en Chile existe un sistema para la bursatilización de “hipotecas nuevas”, debido a que los otros países:
 - a) faltan por estandarizar muchos procesos,
 - b) falta supervisión en el mercado, lo que impide tener certeza sobre el enganche real aportado por el adquirente; y
 - c) la venta de hipotecas en el mercado secundario no es un proceso fluido.

Retos

¿Que se requiere para que dicha venta sea fluida?:

- La conformación de derivados financieros, que permitan cubrir el riesgo de mercado entre la originación de la hipoteca y la bursatilización (el periodo de “almacenamiento”);
- El desarrollo de hacedores de mercado, que den liquidez al mercado de BORHIS.

Retos

- El desarrollo de más empresas bursatilizadoras (“Conduits”) o la conformación de un fideicomiso maestro, que permita a varios intermediarios pequeños bursatilizar montos reducidos de hipotecas, como es el caso en Canadá de la CMHC.
- Reglas de inversión con más visión de mercado para los Fondos de Pensión, como el caso de Chile, en donde es más alto el porcentaje que las AFORES pueden adquirir de una emisión, lo que hace factible realizar emisiones mucho más pequeñas (las emisiones típicas son de 15 millones de dólares; en México superan los 100 millones).

Recomendaciones para otros Países

- Desarrollen fondos de pensiones y aseguradoras, que son los adquirentes naturales de los títulos de largo plazo
- Revisen las experiencias de México, Chile, Colombia y Canadá (UNIAPRAVI puede ayudarlos)
- Convengan una estrategia, y sígana con determinación y consistencia



MUCHAS GRACIAS

Manuel Zepeda Payeras
Ex Presidente
Unión Interamericana para la Vivienda
www.afin.com.mx

AFIN
ASESORES
EN FINANZAS