

# **Comités de Asuntos Financieros de Asia, Australia-Nueva Zelanda, Europa, Japón, Latinoamérica y Estados Unidos**

---

**Declaración Conjunta  
Santiago de Chile, 17 de Agosto, 2009**

## **Securitización Eficiente para la Estabilidad Financiera y el Crecimiento Económico**

La recesión económica mundial y la generalizada crisis financiera han estado muy vinculadas con los problemas serios de securitización en los Estados Unidos. Sin embargo, los mercados de securitización funcionando bien han contribuido al crecimiento económico en los Estados Unidos y muchos otros países industrializados. La securitización ha funcionado muy bien por más de 30 años y ha comenzado a echar raíces en varios países emergentes. En esta declaración, exploramos las causas de la crisis de la securitización en los Estados Unidos y sugerimos como puede revitalizarse y reconstruirse con menores tendencias a las crisis. Adicionalmente, sugerimos otros enfoques que encajan con las limitaciones que típicamente enfrentan los países emergentes.

### **I. ¿Qué salió mal?**

De distintas maneras, la actual crisis en los Estados Unidos ha seguido un patrón característico en décadas recientes en muchos países. La crisis fue precedida por una explosión excesiva de crédito, aumento del apalancamiento de las instituciones financieras, toma de riesgos excesivos y la formación de una burbuja especulativa. Como esta burbuja se dio en el mercado de las viviendas, hizo que la deuda *subprime* fuera la causa directa de la crisis financiera. El tamaño, la integración global y la complejidad de los mercados financieros de Estados Unidos hicieron inevitable que la crisis se transformara en global.

La securitización es una innovación financiera que provino del sector gubernamental. Fue concebida para aumentar el flujo del financiamiento al sector de la vivienda. La idea fundamental es muy simple. El securitizador compra un fondo común de hipotecas de una variedad de entidades crediticias (las cuales tienen la capacidad de realizar préstamos hipotecarios adicionales), los “empaqueta” y luego vende los títulos financieros que son deudas respaldadas por los flujos de caja de este fondo común de préstamos. Los títulos son a menudo diseñados para atraer a un tipo determinado de inversionistas institucionales. En un principio, las estructuras de securitización eran muy simples y no eran más que títulos de transferencia, en los que cada inversionista obtenía una participación prorrata del flujo de fondos generados. Debido a que estos títulos eran acompañados con una garantía del gobierno contra el riesgo

crediticio, se convertían en inversiones atractivas para un buen número de inversionistas institucionales, los cuales requerían detentar activos de alta calidad.

Cuando el sector privado adoptó el modelo, se encontró con el desafío de cómo reemplazar la garantía gubernamental en contra del riesgo crediticio. Se basó en tres pilares. Primero, los patrocinadores privados de securitizaciones desarrollaron modelos estadísticos sofisticados para calcular el exceso de costos de administración, la colateralización, subordinación o repartición residual en tramos que necesitarían para que la mayoría de los títulos fueran por lo menos de calidad de inversión (*investment grade*). Segundo, un patrocinador podría establecer que un asegurador de una sola línea de negocios diera garantías en contra del riesgo crediticio. Finalmente, y de forma más importante, los patrocinadores dependían de las agencias de calificación de riesgo para certificar la adecuación de esas precauciones tomadas para posibilitar que la mayoría de los títulos fueran calificados como de calidad de inversión o mayor.

La securitización ofrece beneficios a las entidades crediticias y a los prestatarios. El acceso a amplios mercados de capital potencialmente reduce el costo de financiamiento del prestatario en lo relativo a las limitaciones de los mercados locales. La securitización no solamente permite a las entidades crediticias vender sus riesgos localizados, la securitización puede diversificar el riesgo al comprar títulos originados por entidades financieras con diferentes tipos de prestatarios. Esto ayuda a suavizar las exposiciones de riesgo retenidas por las instituciones financieras. La securitización ofrece una forma de obtener ventajas de técnicas especializadas y de ventajas comparativas. Por ejemplo, en la originación de un préstamo, la administración y el financiamiento pueden estar separados para permitir una especialización mayor en el otorgamiento de los préstamos. Inicialmente, la securitización se focalizó en préstamos hipotecarios, pero después de un tiempo se expandió a préstamos para la compra de vehículos, préstamos de tarjeta de crédito e incluso ítems exóticos como los derechos a los futuros flujos de fondos de las canciones de David Bowie.

Los inversionistas estaban tan confiados en el proceso de securitización que incluso querían comprarlas basadas en préstamos hipotecarios *subprime*. Se hicieron parte de un alfabeto virtual de securitizaciones más complejas, los que se hicieron cada vez más opacas e incomprensibles, incluso para los mismos patrocinadores. La figura 1 muestra una técnica de securitización bastante elaborada, la cual divide el fondo común inicial de títulos *subprime* en tramos que están subordinados en prioridad de repago para asegurar que la mayoría de los títulos recibieran una clasificación de calidad de inversión, o mejor. Por ejemplo, si un CDO<sup>2</sup> contiene 100 MBS que conforman sólo 2.000 préstamos hipotecarios – el número de securitizaciones subyacentes es de 20 millones.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Kenneth Scott and John B. Taylor, "Why Haven't we cleaned up Toxic Assets?"

Una vez que la tasa de mora de los préstamos hipotecarios *subprime* ascendió más allá de las peores proyecciones, el mercado colapsó. Esto reveló un número de defectos en la estructura de la securitización *subprime*.

- Los estándares habituales del proceso de *due diligence* se infringieron completamente, incluyendo: el comportamiento de los prestatarios, deudores hipotecarios, patrocinadores, agencias de evaluación de riesgo, administradores, supervisores de activos, aseguradores e inversionistas.
- Las remuneraciones en toda la cadena involucrada en el proceso de securitización se basaron en los resultados de muy corto plazo, en vez de alinearse con el interés de los inversionistas.
- Regulaciones y supervisiones inadecuadas de las agencias de evaluación de riesgo, bancos, bancos de inversión, compañías aseguradoras y fondos de pensiones.
- El énfasis regulador de mantener activos altamente calificados, estimuló la producción de activos securitizados también altamente calificados, igualmente incluyendo tramos altamente calificados de securitización *subprime*.
- El Acuerdo de Capital de Basilea estableció estándares mínimos para la adecuación de capital de bancos internacionalmente activos. Inadvertidamente creó fuertes incentivos para que los bancos securitizaran activos.
- Las empresas patrocinadas por el gobierno (Fannie Mae y Freddie Mac) incrementaron la demanda por la securitización *subprime* debido a los mandatos del Congreso. Terminaron reteniendo más de la mitad de las securitizaciones *subprime* calificadas AAA.
- Una consecuencia, no intencionada, del intento de la Unión Europea de forzar regulaciones del tipo contenidas en la denominada Basilea II a los cinco bancos de inversión más grandes, donde se encontraban los mayores patrocinadores de las securitizaciones *subprime*, fue el aumento substancial en su apalancamiento.

El contagio fue rápido y global, extendiéndose rápidamente desde las securitizaciones relacionadas con los préstamos *subprime*, a otras securitizaciones, otros mercados y otras instituciones.

- Los aseguradores de una sola línea de negocios (*Monoliners*) también aseguraron bonos emitidos por las municipalidades, las que más tarde también perdieron acceso al mercado.
- Los títulos que dependían de la calificación de créditos por parte de las agencias de *rating* se transformaron en no - comerciables.
- La complejidad del *subprime* llevó a dudar sobre la solvencia de muchas de las grandes instituciones del mundo, terminando en un quiebre de los mercados inter -institucionales, tales como el de préstamos interbancarios, comercialización de derivados *over the counter* (OTC), y finalmente los de operaciones de compra de títulos de crédito con pacto de retroventa.

- La quiebra de Lehman Brothers condujo a una corrida en los fondos mutuos del *Money Market* y al colapso del mercado de Papeles Comerciales.

Estas fuentes de contagio aumentaron la propensidad de los gobiernos al rescate de las instituciones financieras.

## II. Propuestas / Soluciones

Para que la securitización funcione bien nuevamente, es esencial que los inversionistas tengan la confianza en que el sistema esté siendo regulado y supervisado efectivamente. Es crucial que los incentivos de varios participantes, en especial los intermediarios y los agentes, estén alineados con los objetivos de los inversionistas finales. Similarmente, los incentivos de los reguladores también necesitan estar alineados con las de los contribuyentes—para que no sean los contribuyentes los que carguen con los riesgos.

- Transparencia
  - Difusión y libre acceso a toda la información entregada por los emisores a las agencias de evaluación de riesgo para que los competidores puedan formarse juicios independientes acerca del valor de las securitizaciones.
  - Revelar los resultados de las evaluaciones de riesgo para todas las emisiones, para que los inversionistas puedan evaluar de mejor manera el record histórico de los diferentes proveedores de evaluaciones de riesgo.
  - Para desincentivar la búsqueda artificial de mejores clasificaciones de riesgo, se debe requerir que todos los emisores de securitizaciones revelen todas las clasificaciones de riesgo preliminares que han recibido antes de la clasificación (o clasificaciones) que decidieron comprar.
- Una manera de alinear las remuneraciones de los participantes en el proceso de securitización con los intereses de largo plazo de los inversionistas es pagarlas en forma proporcional con los retornos sobre el capital inicial a los inversionistas. En la práctica esto hace que todos los agentes en la cadena de securitización se comporten como tenedores de capital.
- Regulación:
  - Una revisión completa del enfoque de Basilea II para corregir las fallas que se hicieron visibles con la crisis y asegurar niveles de apalancamiento razonables.
  - Aumentar la relación capital a activos.
  - Eliminar la dependencia de la regulación de las agencias de evaluación de riesgo.
  - Desincentivar los derivados OTC cuando sea posible, y si no fuera posible, aumentar la divulgación y transparencia de posiciones de las operaciones OTC.

- Mejorar la regulación y supervisión de aseguradores de una sola línea (*Monoliners*) de negocios para asegurar niveles adecuados de reservas.
- Estandarización y simpleza de la estructura de productos securitizados para incrementar la liquidez de los mercados secundarios y mejorar el monitoreo de la calidad de los activos subyacentes.

## **Mercados emergentes**

El desarrollo de la securitización en los mercados emergentes no ha ocurrido a la misma velocidad que en los mercados desarrollados. Sin embargo, los beneficios de la securitización pueden ser aún mayores para los mercados emergentes que para las naciones desarrolladas, que ya tienen mercados de capitales sofisticados.

Los mercados de capitales permanecen poco profundos en las economías en vías de desarrollo y emergentes por varias razones. Las más importantes de estas son: las crisis recurrentes en los sistemas bancarios son un limitante para la entrega continua de liquidez esencial para la operación de los mercados de capitales; segundo, instituciones débiles no han permitido a los mercados desarrollarse plenamente, por ejemplo, la inadecuada reglamentación de quiebras no apoya satisfactoriamente la operación de los mercados de bonos; tercero, una débil capacidad de adecuada ejecución de los contratos aumenta el riesgo de incumplimiento de la contraparte, limitando así el desarrollo de estos mercados; cuarto, restricciones de cartera de los inversionistas institucionales no ha facilitado la provisión de instrumentos financieros disponibles a los mercados de capitales; finalmente, la presencia de riesgo cambiario pone serias restricciones a la voluntad de los inversionistas de mantener títulos de mercados emergentes.

Por lo tanto, la falta de “apoyo implícito” a los títulos provistos por una institucionalidad sólida y una moneda convertible, limitan el desarrollo de los mercados de capitales y aumenta su vulnerabilidad.

En este contexto, se requiere más simplicidad y cautela. Para cosechar los beneficios de la securitización y minimizar sus riesgos, el marco de securitización necesita ser prudente. En este sentido, el Comité recomienda considerar el sistema implementado en Dinamarca, como un modelo potencial para el diseño regulatorio de la securitización en los mercados emergentes. Tiene dos características claves. Primero, el apalancamiento es efectivamente limitado por los requerimientos de capital, dado que los préstamos deben permanecer en los balances de los bancos. Segundo, la creación de los préstamos es sencilla y completamente transparente.

Además, para asegurar la oferta creíble y sostenible de “liquidez dura”, los mercados emergentes necesitan desarrollar mecanismos de auto-aseguramiento y acceso a líneas externas de crédito. La acumulación de reservas internacionales ha demostrado ser un mecanismo efectivo, aunque costoso de auto-aseguramiento.<sup>1</sup> Las particulares características de los mercados emergentes con respecto a la provisión de liquidez externa implican que los flujos de capital privado son altamente volátiles. Así es que

---

<sup>3</sup> Existen fondos regionales diseñados para entregar esta liquidez. FLAR es el fondo regional para América Latina, y CMIM es el fondo regional de Asia.

depender de las facilidades de liquidez provista por instituciones multilaterales es esencial. La recién formada FCL (Línea de Crédito Flexible) es un paso en la dirección correcta.

### III. Apéndice

El sistema Danés de financiamiento hipotecario puede ser descrito como “securitización parcial” o “parcialmente respaldado por activos” en el sentido de que los flujos de efectivo sobre los bonos hipotecarios emitidos por instituciones especializadas están atados a flujos de caja de un grupo de hipotecas, mientras no haya incumplimientos. Sin embargo, la institución prestadora de hipotecas asume el riesgo de incumplimiento de las hipotecas.

El mercado de bonos hipotecarios Danés tiene una historia muy larga y exitosa. Aparte de los EEUU, Dinamarca es el único país donde una tasa fija nominal de interés de 30 años es comúnmente disponible y la opción se puede ejercer por el prestatario sin castigo.

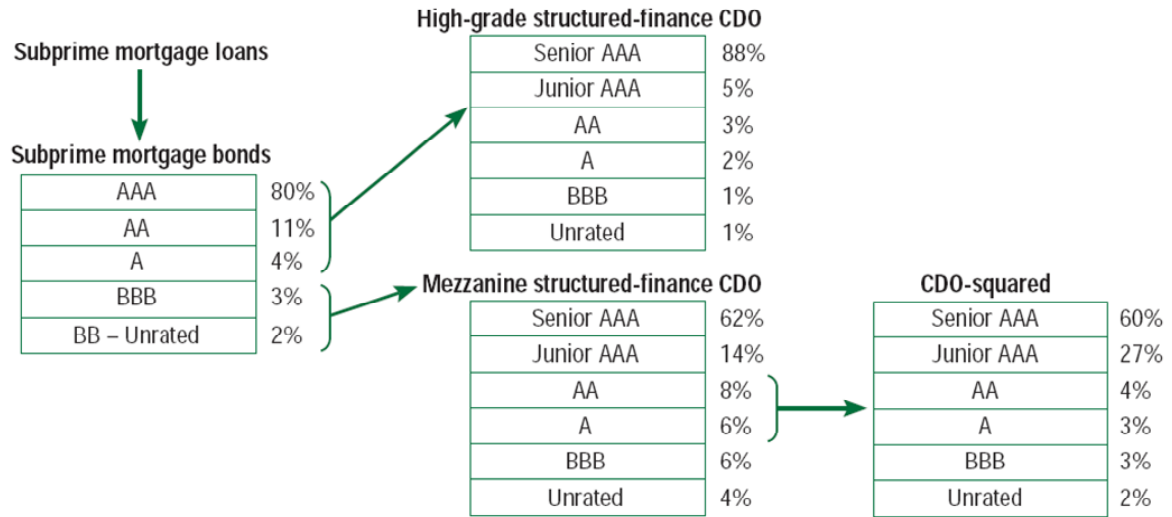
Mientras que el riesgo principal que enfrentan las instituciones hipotecarias de “un solo trámite” (*one stop*) es el riesgo de incumplimiento, el principal riesgo que enfrentan los inversionistas es el riesgo de prepago. Ambos riesgos se mantienen bajos por la reglamentación y competencia. Las hipotecas no tienen responsabilidad limitada, lo cual implica que el receptor del préstamo es responsable por el préstamo entero aún después del juicio hipotecario y quiebra personal. La reglamentación fija límites sobre la relación préstamo a valor (LTV). El riesgo de prepago se reduce con una agrupación de hipotecas respaldando la emisión de bonos. La competencia es un factor importante también dado que las instituciones hipotecarias tienen incentivos para hacer que las emisiones de bonos sean lo más líquidas posible. La liquidez se logra al confeccionar los bonos lo más estandarizados posible en términos del riesgo de prepago en particular.

La liquidez en el mercado se mejora con un registro central de hipotecas y los acuerdos entre instituciones para entregar información acerca de los activos que respaldan el bono.

Las instituciones de “un solo trámite”, originan, emiten y sirven los bonos. Por reglamentación no pueden aceptar depósitos y deben balancear los flujos de caja de las hipotecas con los pagos a los inversionistas en cada emisión de bonos. Un bono específico puede ser emitido sobre un periodo de tres años, con bonos adicionales siendo emitidos cada vez que un contrato hipotecario se suscribe. La innovación en el mercado hipotecario durante la última década ha aumentado la variedad de contratos de bonos. Sin embargo, existe un conflicto entre ofrecer un menú de contratos y la liquidez. Aunque el mercado ha entregado hipotecas de bajo costo a los Daneses (los *spreads*, ajustados por opciones, han sido similares a los de los EEUU), existe racionamiento de cantidades en el sistema dado que las instituciones se esfuerzan para lograr la estandarización en términos del riesgo de incumplimiento y prepago.

Gráfico 1. Como las Deudas Colateralizadas (CDO) ayudaron a transformar las Hipotecas Subprime en un número cada vez mayor de Deudas Titularizadas AAA

**Matryoshka — Russian Doll: Multi-Layered Structured Credit Products**



Source: IMF staff estimates.  
 Note: CDO = collateralized debt obligation.

*Los Comités de Asuntos Financieros de Asia, Australia-Nueva Zelanda, Europa, Japón, Latinoamérica y Estados Unidos agradecen el apoyo logístico y financiero del Banco Central de Chile. Agradecemos similarmente el apoyo financiero de la CAF. El Comité es completamente independiente y autónomo al formular sus declaraciones.*