

Historia del Bono HIPOTECARIO Cubierto

DANIEL BARCO*

La aceptación que han tenido los bonos cubiertos a lo largo de sus más de 200 años de existencia está ligada a la seguridad que le brinda a los inversionistas de que los fondos comprometidos serán recuperados, aún en caso de quiebra del emisor.

* Jefe del Departamento de Políticas del Sector Real del BCRP.
daniel.barco@bcrp.gob.pe

¹ El autor agradece la valiosa colaboración de Raisa Castañeda, así como los oportunos comentarios de Fernando Vásquez, Jorge Iberico y Andrés Medina. Sin embargo, todas las opiniones y datos vertidos en el presente artículo son de entera responsabilidad del autor.

El bono cubierto lleva ese nombre por ser un título financiero cuyo pago está respaldado no solo por la promesa y reputación del emisor, sino también por un conjunto de créditos (principalmente hipotecarios) de primera calidad. Esta característica ha hecho posible que, a lo largo de su historia, el bono cubierto haya contribuido con la recuperación financiera de la nobleza prusiana, la reconstrucción de una ciudad después de un incendio, la propagación de la propiedad urbana en muchos países europeos y la reunificación de una nación.²

La concepción del Bono Hipotecario Cubierto data del 29 de agosto de 1767, cuando el rey Federico el Grande de Prusia emite un decreto que autoriza la creación de una asociación de agricultores o *Landschaft* en Silesia, la que estaba autorizada a emitir títulos de deuda que estarían asegurados por una prenda llamada *Pfand*. La nobleza prusiana se encontraba empobrecida como consecuencia de la Guerra de los Siete Años (1756-1763) y estas asociaciones tenían el objetivo de aliviar la crisis financiera de sus miembros a través de la provisión de créditos baratos para solventar la recuperación de las actividades agrícolas.

Los títulos de deuda, que en adelante serían denominados *Pfandbrief*, se comenzaron a emitir dos años más tarde e inicialmente funcionaban como una letra o cédula hipotecaria. De acuerdo con esta práctica inicial, los miembros de la asociación (*Landschaft*) tenían derecho a la emisión de una letra (*Pfandbrief*), que era vendida por el mismo propietario o por la asociación, a un inversionista. Bajo esta modalidad, la correspondencia entre la propiedad hipotecada y el *Pfandbrief* era perfecta, en el sentido de que cada letra estaba asociada a un activo inmueble específico.

Posteriormente, cuando el *Pfandbrief* se convierte en un bono hipotecario ofrecido directamente por el *Landschaft* a los inversionistas, esta correspondencia perfecta se diluye, en la medida que el activo financiero estaría ahora asegurado por todos los créditos hipotecarios que la asociación había originado y que, a su vez, estaban respaldados por las propiedades inmuebles de los asociados. Sin embargo, esta nueva forma de emitir el *Pfandbrief* tenía múltiples ventajas: se reducía el riesgo de incumplimiento debido a que la cesación de pagos de un solo asociado no implicaba la suspensión del servicio del bono, era posible recaudar fondos de manera más eficiente y centralizada, y se reducía el costo administrativo de su servicio.

El éxito de este sistema incentivó su difusión en otras localidades y estados germanos con una importante actividad agrícola y con una aristocracia dominante, tales como la de Berlín, cuya asociación o *Landschaft* fue creada en 1777, Stettin en 1781 y Königsberg en 1788. Asimismo, se crearon similares asociaciones en localidades cercanas, como Austria, en las provincias bálticas de Rusia, Polonia, Dinamarca, Suecia, Noruega y Finlandia.

Aunque inicialmente concebido para financiar la propiedad agrícola, este instrumento tendría un gran impacto para financiar la propiedad urbana. El detonante en este nuevo uso de los bonos cubiertos fue el incendio de Copenhague de 1795. Este incidente destruyó 941 viviendas y dejó sin hogar a cerca de 6 mil habitantes, pero indujo la creación de la primera institución hipotecaria de Dinamarca: la Organización de Crédito de Copenhague para los Propietarios de Viviendas. Esta organización, que se financió a través de bonos cubiertos, o *Realkreditobligationer* según la denominación danesa, fue uno de los pilares sobre los que se sostuvo la recuperación de la ciudad y uno de los grandes responsables de que, para el advenimiento del Siglo XIX, el daño estuviese prácticamente reparado.

Posteriormente, se crearon instrumentos similares para financiar la propiedad urbana en Francia (1825), España (1869) y Austria (1875), lo que también dio lugar a la difusión de la banca hipotecaria en Europa. El primer banco hipotecario, el Crédit Foncier de Francia se fundó en 1852, y fue rápidamente seguido por la aparición de una serie de instituciones similares en el Viejo Continente. En 1862, se funda el primer banco hipotecario alemán, el Frankfurter Hypothekbank y, al año siguiente, se dictan en Prusia los requerimientos legales para el establecimiento de los bancos hipotecarios. Estas disposiciones contenían los requerimientos para recibir la licencia de funcionamiento y poder emitir los *Pfandbrief*. Las normas que regían, por un lado, el funcionamiento del Crédit Foncier en Francia y, por el otro, los bancos hipotecarios en Prusia, se constituirían años más tarde en precedentes fundamentales para regular los bonos cubiertos.

A fines de 1897, existía un total de 40 bancos hipotecarios en Alemania. Dado el crecimiento de esta forma de financiar la adquisición de propiedad urbana, el gobierno alemán promulga la primera norma hipotecaria unificada, la Ley

² Para mayor información acerca de los bonos cubiertos ver la edición N° 140 de la revista Moneda, dedicada al financiamiento de la vivienda en el Perú y otros países. En particular, el artículo "Bonos cubiertos: usos internacionales y su aplicación para el caso peruano" (por Michael Lea) define las características esenciales de estos instrumentos financieros. Para un estudio más detallado, se puede consultar "Covered Bonds beyond Pfandbrief: Innovations, Investment and Structured Alternatives" editado por Jonathan Golín (2006).

CUADRO 1 ■ El *Pfandbrief* alemán frente a los proyectos de Perú y EEUU

	PFANDBRIEF ALEMÁN	PROYECTO PERÚ	PROYECTO EEUU
Créditos de Respaldo*	Créditos hipotecarios residenciales Bonos del gobierno u organismos multilaterales Créditos hipotecarios sobre barcos Créditos hipotecarios sobre aviones	Créditos con garantía hipotecaria, incluyendo aquellos otorgados con fines residenciales	Créditos hipotecarios residenciales Créditos con garantía hipotecaria (segunda prelación) Créditos hipotecarios comerciales Valores emitidos por el sector público Préstamos automotrices Préstamos estudiantiles Tarjetas de crédito Préstamos a pequeñas empresas
Activos Sustitutos	Dinero en efectivo Bonos del gobierno Bonos del Banco Central Europeo, otros bancos centrales de la Unión Europea y organismos multilaterales Bonos de gobiernos locales y de otros estados de la Unión Europea Bonos emitidos por Suiza, EEUU, Canadá y Japón Bonos al portador	Dinero en efectivo Valores emitidos por el gobierno Instrumentos emitidos por el BCRP Bonos Hipotecarios Cubiertos Otros activos que establezca la SBS mediante norma de carácter general	Dinero en efectivo Obligaciones directas y garantizadas por el gobierno de EEUU Valores emitidos y garantizados por compañías patrocinadas por el gobierno y que cuenten con el más alto grado de inversión
Activos Complementarios	Instrumentos financieros derivados	Instrumentos financieros derivados de tasa de interés o de moneda con fines de cobertura de los créditos de respaldo	Swaps de divisas o tasa de interés Mejoras crediticias o Acuerdos de liquidez Otros derechos contractuales
Emisor	Bancos con licencia para emitir <i>Pfandbrief</i> Bancos tomadores de depósito de otros estados de la Unión Europea	Empresas del sistema financiero nacional autorizadas para otorgar créditos hipotecarios y emitir instrumentos hipotecarios	Instituciones aseguradas de depósito y sus subsidiarias Grupos bancarios y empresas de ahorro y crédito Empresas emisoras patrocinadas por uno o más de los emisores permitidos
Sobre colateralización	El Valor Presente Neto de los Activos de respaldo debe exceder en por lo menos 2% al de las obligaciones del bono	10% del principal no amortizado de los Bonos Hipotecarios Cubiertos	El regulador establece periódicamente los requerimientos mínimos de sobrecolateralización de los Bonos Cubiertos para cada clase de activos
Supervisión	Autoridad Federal de Supervisión Bancaria (<i>Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen</i>)	Superintendencia de Banca, Seguros y AFP	Secretaría del Tesoro (<i>Secretary of the Treasury</i>)
Insolvencia	Transferencia de los Activos de Respaldo a un administrador, quien a su vez puede transferirlos a otro banco hipotecario	Transferencia de los Activos de Respaldo y los correspondientes BHC a otras empresas del sistema financiero autorizadas para otorgar créditos hipotecarios y realizar emisiones de instrumentos hipotecarios	Creación de una entidad legalmente independiente a la que se transfieren los Activos de respaldo, la responsabilidad de los bonos cubiertos emitidos y las obligaciones relacionadas del emisor
Límite	60 veces el patrimonio del banco hipotecario	El límite no será menor del 15% del patrimonio efectivo	No existe

* EN EL CASO DE ALEMANIA, ASÍ COMO EN EL PROYECTO DE EEUU, LOS CRÉDITOS DE RESPALDO NO SE COMBINAN PARA RESPALDAR LA MISMA EMISIÓN. EN ESTE SENTIDO, SE GENERA LA POSIBILIDAD DE TENER VARIAS CLASES DE BONOS CUBIERTOS, DEPENDIENDO DEL TIPO DE CRÉDITO QUE LOS RESPALDE.

ELABORACIÓN: PROPIA.

de la Banca Hipotecaria de 1900 con el objetivo primordial de regular la emisión de los Pfandbrief. A esta ley, le siguieron otras similares en Polonia (1928), Suiza (1931) y Austria (1938), lugares donde se había popularizado la emisión de estos instrumentos.

Una característica importante de estas regulaciones es la seguridad legal que se le ofrece al inversionista, lo que se traduce en una baja probabilidad de incumplimiento de la obligación. Al respecto, no hay evidencias de incumplimiento de los Pfandbrief desde la introducción de la Ley Hipotecaria de 1900. Tampoco existe un solo caso de incumplimiento del principal de un Pfandbrief a lo largo de toda su historia. Sin embargo, nueve bancos hipotecarios se declararon insolventes después de la recesión de 1873-1875, lo que generó problemas de impagos de intereses. De igual manera, en Francia, no existen registros de incumplimientos de las obligations foncières (bonos cubiertos franceses) bajo la legislación que data de 1852. Asimismo, en España, las cédulas hipotecarias, que fueron emitidas exclusivamente por el Banco Hipotecario entre 1969 y 1981, no registraron incumplimientos en este período ni posteriormente.

Con la finalidad de unificar los criterios para reconocer un bono cubierto en las distintas plazas financieras bajo su influencia, en 1988, la Unión Europea incluyó en el artículo 22(4) de las Directivas para las Empresas de Fondos Colectivos y Activos Transferibles (UCITS por sus siglas en inglés) las condiciones para que un activo sea reconocido como tal. Estas condiciones exigen, entre otros aspectos, que los bonos cubiertos cuenten con un marco legal específico y con una supervisión prudencial especial, que el conjunto de activos de respaldo se defina por ley, que se provean colaterales suficientes para cubrir las obligaciones del bono en todo momento, y que los tenedores del bono tengan prioridad sobre los activos de respaldo en caso de insolvencia del emisor. Todas estas características le dieron a la denominación Bono Cubierto una categoría de marca, que está asociada a la seguridad del instrumento, diferenciándolo del esquema de emisión de títulos estructurados cuyos colaterales salen del balance del banco (titulizaciones), lo que genera incentivos a reducir la calidad de los créditos concedidos.

Estas directivas sembraron las bases para la internacionalización de los bonos cubiertos, cuyos mercados, hasta mediados de los noventa, estaban dominados por emisiones pequeñas dirigidas a inversionistas domésticos. En este contexto, los requerimientos de financiamiento por parte del sector público alemán, que venía enfrentando los costos de la reunificación, fue-

ron el incentivo para la aparición de los denominados Jumbo Pfandbrief -bonos cubiertos con un volumen no menor a mil millones de euros-, lo que fue facilitado por la introducción del euro y el uso de las plataformas electrónicas. Así, el 26 de mayo de 1995, se produce la primera emisión de los bonos cubiertos Jumbo por parte del gobierno alemán, seguida por emisiones similares en Austria, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, España y el Reino Unido, con lo que se sentaron las bases para internacionalizar la comercialización de estos instrumentos.

Una de las consecuencias de esta internacionalización ha sido la creciente estandarización de las características de los bonos cubiertos, lo que ha sido plasmado normativamente a través de la promulgación de leyes en distintos países a partir de mediados de los noventa. En 1995, la República Checa emite una ley de bonos cubiertos, que es seguida por la promulgación de leyes similares en una serie de ex repúblicas soviéticas. Asimismo, Francia emite su ley en 1999, Suecia en 2004, Alemania reformula la ley de 1900 en el año 2005, y Dinamarca emite una ley en 2007.

Otros países, como el Reino Unido, inicialmente, prefirieron mantener el esquema de bonos cubiertos estructurados -bonos cubiertos cuyas características y seguridades eran determinadas en los contratos de emisión y no por una ley. Sin embargo, en marzo de 2008, el Reino Unido se pliega al nuevo esquema legal y se promulgan las Normas para los Bonos Cubiertos Regulados. Estos desarrollos han permitido que el mercado de bonos cubiertos en Europa cuente con la suma actual de 2,4 billones de euros.

El 2010, los bonos cubiertos podrían cruzar el Atlántico, si las cámaras legislativas de Estados Unidos y Perú promulgan los respectivos proyectos que han sido presentados en sus plenos. El proyecto presentado por el legislador norteamericano Scott Garrett tendría como principal objetivo que el mercado hipotecario de Estados Unidos se sostenga en mayor medida en el financiamiento a través de bonos cubiertos y, con ello, se reduzca la importancia del esquema de titulaciones, que generó incentivos para un crecimiento exagerado y riesgoso del mercado inmobiliario. En el Perú, el Poder Ejecutivo ha elevado al Pleno del Congreso el Proyecto de Ley que Regula los Bonos Hipotecarios Cubiertos.³ Con algunas diferencias (ver cuadro 1), ambos proyectos buscan plegarse a la tendencia mundial a introducir regulaciones que incentiven el financiamiento idóneo para los mercados hipotecarios, a través de la adopción de un instrumento que a lo largo de sus más de 200 años de existencia ha demostrado ser resistente a los vaivenes de la economía. ■

³ Este 16 de setiembre, el Congreso de la República del Perú, aprobó la Ley que Regula los Bonos Hipotecarios Cubiertos y solo resta su promulgación por el Poder Ejecutivo.