



# M ECANISMOS alternativos para el financiamiento hipotecario EN EL PERÚ

RAFAEL ALCÁZAR\*

En los últimos años, el sector inmobiliario peruano ha crecido de manera importante debido al incremento de los ingresos de las familias, a la mejora en las condiciones del crédito hipotecario y al impulso del Estado, con ocasión de la implementación de programas de financiamiento hipotecario para construcción de viviendas.

\* Socio Principal del Estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas

No obstante el crecimiento ocurrido en los últimos años, aún se observa un descalce entre la oferta y la demanda de vivienda en el Perú. Efectivamente, la mayor oferta de viviendas en el Perú ha estado dirigida, principalmente, a familias de ingresos medios y altos, concentrándose una demanda insatisfecha de vivienda en los sectores de bajos recursos.

Con el propósito de reducir la brecha entre la oferta y la demanda de viviendas, las empresas del sistema financiero han incrementado la oferta de créditos hipotecarios de mediano plazo –fuente de financiamiento más utilizada para la compra de vivienda en el Perú– en casi todos los segmentos de la población. No obstante, el referido incremento no ha sido acompañado de mayores fuentes de financiamiento que permitan a las empresas del sistema financiero fondear de manera adecuada el otorgamiento de los referidos créditos. Ciertamente, una constante en el mercado hipotecario ha sido la ausencia de líneas de financiamiento a largo plazo que permitan a las empresas del sistema financiero efectuar colocaciones que tengan como sustento fondos de larga maduración, situación que genera, evidentemente, un riesgo de descalce. Dicho riesgo es, usualmente, incorporado en la tasa de interés a la que se coloca el crédito, encareciendo su acceso.

Ante tal escenario, y para preservar la estabilidad y crecimiento del mercado hipotecario, así como con el propósito de mitigar el riesgo de las empresas del sistema financiero, es necesario evaluar y utilizar modalidades alternativas de financiamiento de largo plazo que permitan fondear el otorgamiento de créditos hipotecarios. Dentro de estas alternativas, destaca el financiamiento a través del mercado de valores, el cual ha experimentado una situación de crecimiento en los últimos años, el mismo que se explica principalmente en el superávit de fondos en manos de las Administradoras Fondos de Pensiones, demandantes naturales de títulos de larga maduración.

A través del mercado de valores, las empresas del sistema financiero pueden desarrollar y negociar instrumentos y valores mobiliarios necesarios para fondear nuevas carteras de crédito hipotecario que ayuden a satisfacer la demanda de vivienda en el Perú. A continuación describiremos brevemente algunos de estos instrumentos y valores que se muestran en el diagrama 1 y que, negociados a través del mercado de valores, podrían facilitar la obtención de recursos para el financiamiento hipotecario.

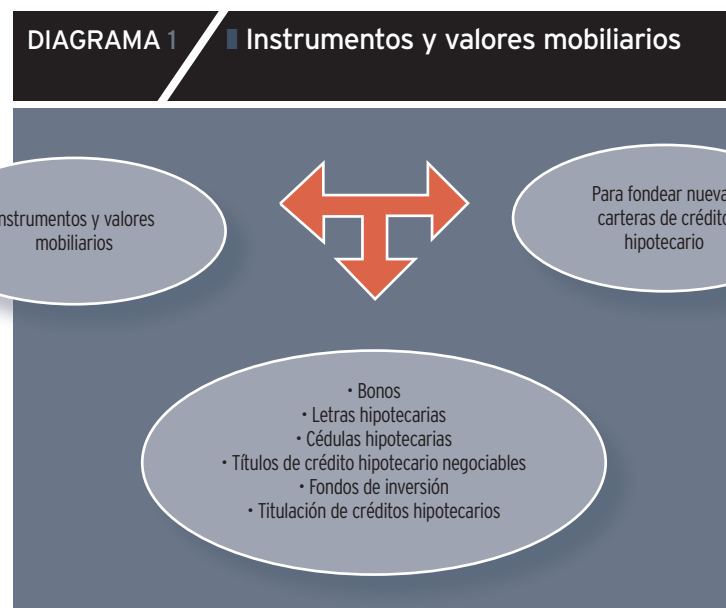
**1. Instrumentos Hipotecarios (Bonos):** Son instrumentos emitidos con el fin exclusivo de financiar operaciones hipotecarias y que, pagados con el flujo general de la empresa del sistema financiero que los emite, confieren a sus titulares derechos crediticios que se encuentran respaldados por créditos con garantía hipotecaria, existentes o futuros.

Estos instrumentos hipotecarios tienen, entre sus principales atractivos, la característica de excluir los activos que los respaldan así como sus correspondientes pasivos de la “masa de liquidación” de una empresa sometida al régimen de “intervención”. Es decir, en caso que la empresa del sistema financiero sea sometida al régimen de “intervención” (por suspensión de pagos de obligaciones o por liquidación), las obligaciones que sustentan los instrumentos hipotecarios, así como las correspondientes colocaciones y sus garantías hipotecarias, serán transferidas a otra empresa del sistema financiero, siendo excluidos de la masa. Esta característica constituye una garantía para los inversionistas de que estos instrumentos no quedarán descubiertos durante el plazo que dure la emisión, inclusive en un escenario de “intervención”.

No obstante lo anterior, esta alternativa de financiamiento no ha tenido mayor impacto. De acuerdo a la información mensual publicada en la página web de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV, a abril de 2009 el saldo de los bonos hipotecarios inscritos por emisión es de US \$ 200 MM, encontrándose en circulación únicamente US \$ 54 089 345,82.

Las razones por las cuales esta alternativa no ha tenido un mayor impacto, parecerían ser, principalmente, las siguientes: (i) los costos para la emisión de los instrumentos en el mercado de valores, en comparación con la utilización del ahorro del público, son relativamente altos; y, (ii) únicamente las empresas bancarias y financieras se encuentran autorizadas, per se, a emitir instrumentos hipotecarios en relación con los créditos hipotecarios que otorgan.

Al respecto, debemos señalar que, a partir del 1 de diciembre de 2008, se ampliaron los productos y operaciones financieras que las empresas del sector





microfinanciero no bancario (entiéndase Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, Cajas Rurales de Ahorro y Crédito y Edpymes), pueden desarrollar. No obstante, la emisión de instrumentos hipotecarios (artículo 221º, inciso 5 de la Ley General del Sistema Financiero) no fue incluida dentro las nuevas operaciones.

En ese sentido, las empresas del sector microfinanciero no bancarias deberán seguir, además del procedimiento de emisión y colocación regulado expresamente por las normas especiales de la materia, un procedimiento de autorización ante la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP -SBS a efecto de emitir instrumentos hipotecarios en relación con los créditos hipotecarios que otorguen; dificultando la utilización de este tipo instrumentos en dicho sector.

**2. Letras Hipotecarias:** Son instrumentos emitidos por una empresa del sistema financiero debidamente autorizada para hacerlo, con el propósito de respaldar un crédito hipotecario. Las letras hipotecarias se emiten por un monto inferior o igual al monto del crédito hipotecario respaldado, y otorgan a la sociedad emisora la calidad de obligado principal y único responsable de su pago.

Las letras hipotecarias se encuentran en desuso, debido a que el mercado no mostró un decidido interés por estos instrumentos.

**3. Cédulas Hipotecarias:** Son instrumentos representativos de deuda hipotecaria de largo plazo, no redimibles anticipadamente, que se encuentran respaldadas con la hipoteca constituida sobre el conjunto de inmuebles que queden afectos al régimen hipotecario vinculado a tales cédulas.

Estos instrumentos no han sido utilizados aún. Se podría incentivar su emisión mediante la constitución de Empresas de Capitalización Inmobiliaria, empresas cuya actividad consiste en comprar y/o edificar inmuebles, y, con relación a los mismos, celebrar contratos de capitalización inmobiliaria individual con terceros, entregando en depósito al inversionista la correspondiente unidad inmobiliaria.

**4. Títulos de Crédito Hipotecario Negociables:** Estos valores, regulados de manera expresa por la Ley de Títulos Valores, Ley No. 27287, constituyen instrumentos que incorporan el crédito y la garantía hipotecaria en un mismo título. Son expedidos por los Registros Públicos, a solicitud expresa del propietario de un bien susceptible de ser gravado con hipoteca, o por una empresa del sistema financiero expresamente autorizada por la SBS, en respaldo de créditos hipotecarios que sean señalados en el mismo título.

Entendemos que ha habido un importante proceso de coordinación con los Registros Públicos a efectos de implementar la emisión de Títulos de Crédito Hipotecarios Negociables en nuestro mercado, sobretodo con la creación de las Empre-

sas Administradoras Hipotecarias, empresas cuyo objeto consiste en otorgar y adquirir créditos inmobiliarios por cuenta propia y, en relación con ellos, emitir, entre otros instrumentos, dichos títulos que pueden jugar un importante rol en su emisión.

**5. Fondos de Inversión:** Son patrimonios autónomos integrados por aportes de personas naturales y/o jurídicas destinados a la inversión en instrumentos, operaciones financieras y demás activos sujetos a la administración y gestión de una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión.

Debido a que los recursos del Fondo de Inversión pueden ser invertidos en todo tipo de bienes y derechos, de forma diversificada o no, según lo establezca su Reglamento de Participación; hoy en día se han constituido Fondos de Inversión con el objeto de invertir sus recursos en el desarrollo del mercado inmobiliario, principalmente, a través del financiamiento de la construcción de inmuebles.

**6. Titulización de Créditos Hipotecarios:** Una de las alternativas más eficientes para proveer fondeo de largo plazo y promover el desarrollo del mercado de financiamiento hipotecario, es la titulización de cartera hipotecaria.

Mediante esta modalidad, las empresas del sistema financiero que otorgan créditos hipotecarios, participarán como “originadores” de un fideicomiso de titulización (o Sociedad de Propósito Especial) mediante la transferencia de su cartera de créditos hipotecarios para la constitución de un patrimonio autónomo administrado por una sociedad titulizadora.

Con cargo al patrimonio autónomo, la sociedad titulizadora emitirá y colocará valores por oferta pública o privada a diferentes inversionistas quienes, a cambio, pagarán el monto correspondiente por los valores adquiridos. Los fondos que se obtengan mediante esta operación servirán para fondear el otorgamiento de créditos hipotecarios.

Los valores emitidos con cargo al fideicomiso

**CRECIMIENTO.**  
En los últimos años el sector inmobiliario ha tenido un importante desarrollo.





#### MECANISMOS ALTERNATIVOS.

Atención de demanda insatisfecha en los sectores de bajos ingresos.

de titulización, se encontrarán respaldados por la cartera de créditos hipotecarios que conforman el patrimonio autónomo; de manera que, a medida que los deudores de los créditos hipotecarios paguen el crédito otorgado, los fondos serán transferidos al patrimonio autónomo para el pago de los títulos emitidos y a favor de los inversionistas.

Esta modalidad de financiamiento no sólo contribuye con la liquidez de las empresas del sistema financiero, con la evidente mejora en sus indicadores financieros; sino que también reduce la exposición de las referidas empresas en lo que respecta a los riesgos de iliquidez y descalce.

Por tal motivo, con la finalidad de incentivar una mayor utilización de esta modalidad de financiamiento, resulta necesario revisar, entre otros aspectos reguladores, el régimen tributario aplicable a este tipo de operaciones a fin de eliminar o reducir, principalmente, costos financieros innecesarios. Entre los temas a revisar, tenemos principalmente, los siguientes:

- Aprobación de un procedimiento que permita suspender la retención del Impuesto a la Renta que deben realizar las sociedades tituladoras cuando el beneficiario del fideicomiso registre pérdidas tributarias compensables o pagos a cuenta en exceso. En la actualidad, el contribuyente (sujeto de la retención), luego de retenido el Impuesto a la Renta en los casos planteados, puede compensar o pedir la

devolución del impuesto retenido, generando costos financieros innecesarios derivados del tiempo que transcurre entre el momento de la retención y la compensación o devolución respectiva.

- Ampliación de la exoneración del Impuesto General a las Ventas (IGV) respecto de los intereses



**Temas pendientes**  
de mejorar y resolver a efecto  
de generar una mayor  
competencia y utilización  
de mecanismos alternativos  
de financiamiento  
hipotecario



provenientes de valores emitidos mediante oferta privada, en la medida que se cumplan con los requisitos establecidos por ley. Hoy en día, los referidos intereses se encuentran exonerados del Impuesto a la Renta, tanto para la oferta pública como para la oferta privada de valores, cuando se cumplan con los requisitos señalados en la norma.

- Exoneración del IGV respecto a los servicios que la sociedad tituladora respectiva y terceros prestan al fideicomiso, en la medida que los fideicomisos no generen suficientes actividades gravadas con el IGV que les permitan utilizar el crédito fiscal.

Teniendo todo ello en consideración, quedan aún temas pendientes de mejorar y resolver a efecto de generar una mayor competencia y utilización de mecanismos alternativos de financiamiento para el mercado hipotecario, tales como: (i) coordinaciones con los entes regulatorios (SBS y CONASEV) para agilizar los procedimientos relativos a la ampliación de operaciones de las empresas microfinancieras no bancarias, a efecto de facilitar la emisión de instrumentos y valores respecto de los créditos hipotecarios que otorguen; (ii) revisión del marco normativo actual para agilizar la ejecución de garantías hipotecarias con el propósito de mitigar riesgos de descalce a nivel de flujos generados por las carteras transferidas; y, (iii) adecuación del marco tributario actual a fin de generar una reducción de costos e incentivar una mayor competencia. ■