



ARTÍCULO

La figura del Título de Crédito Hipotecario
Negociable: Análisis desde el derecho comparado

The figure of the Negotiable Mortgage Credit Title:
Analysis from the comparative law

Victor Raúl Ramirez Quispe

<https://orcid.org/0000-0001-8811-8588>

victorraul.ramirez@unmsm.edu.pe

Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Perú

Recibido: 28/11/2023

Aceptado: 13/05/2024

Publicado: 30/06/2024

Cita en APA: Ramirez Quispe, V. R. (2024). La figura del Título de Crédito Hipotecario Negociable: Análisis desde el derecho comparado. *Revista de Derecho y Ciencia Política*, 2 (1), 18-36.



Resumen

En el presente trabajo de investigación nos centraremos en el instrumento jurídico denominado, en el Perú, como Título de Crédito Hipotecario Negociable, pero este va a ser nuestro punto de partida, ya que este trabajo estará enfocado desde una perspectiva del Derecho Comparado. Con el objetivo de establecer las similitudes y diferencias de este instrumento jurídico; así como evaluar las fortalezas y debilidades entre los sistemas legales de diferentes países, con el fin de obtener una visión global de este instrumento jurídico. Para ello, realizamos una exhaustiva búsqueda y revisión de diversos recursos académicos y legales de artículos científicos, libros, tesis y cuerpos normativos de otros países que aborden nuestra investigación.

Palabras claves: Título de Crédito Negociable, Derecho Comparado, Letras de Créditos Hipotecarios, Certificados de Recebíveis Imobiliários, Cédula Hipotecaria y Pfandbrief

Abstract

In this research work we will focus on the legal instrument called, in Peru, as Negotiable Instruments of Credit, but this will be our starting point, since this work will be focused from a comparative law perspective. With the objective of establishing the similarities and differences of this legal instrument; as well as to evaluate the strengths and weaknesses between the legal systems of different countries, in order to obtain a global vision of this legal instrument. To this end, we conducted an exhaustive search and review of various academic and legal resources of scientific articles, books, theses and regulatory bodies of other countries that address our research.

Keyword: Negotiable Instruments of Credit, Comparative Law, Mortgage Bills of Credit, Certificados de Recebíveis Imobiliários, Cédula Hipotecaria and Pfandbrief

INTRODUCCIÓN

El Título de Crédito Hipotecario Negociable (en adelante TCHN) es un instrumento financiero que se encuentra regulado en diversos países de América Latina y Europa, aunque con algunas variaciones en su naturaleza, regulación, emisión; hasta distinta denominación entre otros factores.

En el presente trabajo de investigación trataremos de explicar los orígenes de este instrumento jurídico denominado, en el Perú; como Título de Crédito Hipotecario Negociable, asimismo, realizar un marco comparativo de este instrumento jurídico en los distintos contextos de cada país, es decir, un análisis desde el Derecho Comparado. Con el fin de establecer las similitudes y diferencias de este instrumento jurídico; así como evaluar las fortalezas y debilidades entre los sistemas legales de diferentes países, con el fin de obtener una visión global de este instrumento jurídico, asimismo, la realización de este trabajo de investigación es relevante porque este estudio va a contribuir en el aspecto teórico y en la comprensión de conceptos comparativos.

Como hemos mencionado este instrumento jurídico se presenta en el continente europeo bajo distintas denominaciones, además, se tiene que tener en cuenta que, se adaptará a cada contexto social, económico y políticos de los distintos territorios, por ejemplo, contamos con, Cédulas Hipotecarias en España, Pfandbriefe en Alemania u Obligations Foncières en Francia. Este instrumento será importado al continente sudamericano, bajo la denominación de Letra de Crédito Hipotecario en Chile, Letra Hipotecaria en Colombia, Título de Crédito Hipotecario Negociable en Perú y Certificados de Recebíveis Imobiliários en Brasil.

El objetivo de este trabajo de investigación es realizar un análisis sistemático de los distintos sistemas legislativos para realizar un marco comparativo de este instrumento jurídico. Además, reconocer y determinar las características principales de este instrumento en los distintos sistemas legislativos; reconocer las ventajas y desventajas de este instrumento; por último, realizar un análisis sistemático y comparativo.

Nuestro trabajo de investigación se basará en una exhaustiva búsqueda y revisión de diversos recursos académicos y legales. Se llevará a cabo una búsqueda sistemática de artículos científicos, libros, tesis y cuerpos normativos de otros países que aborden nuestra investigación, asimismo, se utilizará bases de datos especializados, bibliotecas digitales y repositorios institucionales para la recopilación de información.

El presente trabajo contará con cinco partes: Primero, realizaremos una breve introducción respecto al tema de investigación. Segundo, se desarrollará el marco teórico. Tercero, se analizará el instrumento jurídico desde una perspectiva del Derecho Comparado donde se tocará apartados como contexto histórico, características, ventajas y desventajas; y una breve síntesis del instrumento jurídico. Cuarto, se realizará las conclusiones finales. Por último, se colocará la bibliografía que se utilizó para realizar el presente trabajo de investigación.

1. MARCO TEÓRICO

Para el desarrollo de este trabajo de investigación nos hemos visto en la necesidad, primero, dar nociones previas y describir algunos conceptos para que el lector pueda entender cada apartado de este trabajo, asimismo, en cada apartado seguiremos desarrollando algunas nociones, esto es para esencial para mejorar la calidad y la comprensión del contenido.

Hay que entender que cada ordenamiento jurídico de cada país presenta términos y conceptos únicos que pueden no ser familiares para los lectores que no se encuentre familiarizado con estos sistemas jurídicos, es por ello, desarrollaremos nociones básicas para evitar confusiones y malentendidos, permitiendo que los lectores comprendas el significado y el contexto de cada instrumento jurídico que desenvolveremos en el presente trabajo.

Hay que entender que el *Derecho Comparado* implica comparar y contrastar diferentes ordenamientos jurídicos, en este caso instrumentos. Antes de adentrarse en las similitudes y diferencias, es crucial establecer las características fundamentales de cada sistema. Esto proporciona un contexto claro para que los lectores comprendan la estructura, los principios y los fundamentos de cada sistema, lo que facilita la comprensión de las comparaciones y análisis posteriores.

2. DERECHO COMPARADO

Nuestro punto de partida es nuestro propio ordenamiento jurídico, los *Títulos de Crédito Hipotecario Negociable* se encuentra en la Ley de Títulos Valores (en adelante LTV). No quiero adelantarme al desarrollo de este punto, ya que tiene su propio apartado donde lo desarrollaremos, pero es importante mencionarlo. El TCHN es un *título valor*, pero en otros países el termino título valor lo encontramos con diferentes nombres.

Algunos de los términos utilizados para referirse a instrumentos similares son: En México, "valores bursátiles" o "título de crédito". En Chile, "valores de oferta pública" o "instrumentos financieros". En España, los títulos valores se conocen como "valores mobiliarios" o simplemente "valores". En Alemania, "Wertpapiere" o "valores". En Francia, "valeurs mobilières". En Italia, "titoli di credito" o "valori mobiliari". En Dinamarca, "værdipapirer".

2.1. PERÚ: *Título de Crédito Hipotecario Negociable*

2.1.1. CONTEXTO

El origen del Título de Crédito Hipotecario Negociable (TCHN) se encuentra en el sistema financiero peruano. Fue creado en Perú en el año 1997 como un instrumento financiero destinado a promover la inversión en el sector inmobiliario y facilitar la financiación de proyectos de vivienda.

Según Ulises Montoya (2004), los antecedentes de este TCHN:

“(…) se pueden encontrar en el Decreto Legislativo 637 en las denominadas Letras Hipotecarias y en la Ley N- 26702, que en su art 239-, introduce el Título de Crédito Hipotecario Negociable (TCHN). Por otra parte, la Ley N- 27640 de 19 de enero del 2002, incorpora los literales 4 y 5 al artículo 245-, permitiendo que dicho Título también pueda ser emitido por las empresas del sistema financiero nacional u otras entidades que autorice la Superintendencia de Banca y Seguros, acreedoras o no, cuando la garantía hipotecaria que respalde su crédito se encuentre o vaya a ser inscrita en el Registro Público” (pág. 351)

La primera versión de este instrumento es como una Letra Hipotecaria, ubicado en el artículo 104° del Decreto Legislativo N° 637, el problema con esta figura es que era

fácilmente confundida con otras figuras del mercado de valores. Tiempo después, saldría la segunda versión como un Certificado Hipotecario endosable mediten el Decreto Legislativo N° 861, pero no fue bien recibido en el mercado de valores ni por los ciudadanos. Oficialmente aparece, en su tercera versión, como Título de Crédito Hipotecario Negociable en el artículo 239° en la Ley N° 26702. Por último, en su cuarta versión; se realiza los últimos ajustes a este instrumento y se reubica en el artículo 240° en la Ley de Títulos Valores.

El TCHN es introducido como una alternativa a los tradicionales créditos hipotecarios, permitiendo a las entidades financieras emitir títulos respaldados por hipotecas sobre bienes inmuebles. Estos títulos pueden ser negociados en el mercado secundario, lo que brinda mayor liquidez y flexibilidad a los inversionistas.

2.1.2. NOCIÓN

El TCHN es un título valor que representa derechos de cobro de un crédito individual con garantía hipotecaria, inscritos ambos en Registro Públicos, a la orden y negociable por endoso.

Bajo las palabras de Ulises Montoya y otros:

“El Título de Crédito Hipotecario Negociable es un título valor que representa la hipoteca de primer rango sobre un bien determinado -qué debe estar libre de todo gravamen, cargo o medida de cualquier naturaleza- constituida, en forma unilateral, por el propietario del bien o por quien tenga derecho a ello, título que puede ser transferido mediante endoso, pero siempre para garantizar un crédito dinerario ya sea directo o indirecto” (2004, 352).

Asimismo, una noción más moderna, Carolina Huerta refiere que:

“(…) se definirá como un Título Valor creado y regulado por la Ley de Títulos Valores, el mismo que contiene un crédito y un derecho real sobre un bien inmueble determinado (garantía hipotecaria), ambos se inscriben en la SUNARP. Cabe resaltar que el TCHN representa una hipoteca que es unilateral y es constituida por el propietario del inmueble, ella sirve para respaldar una deuda que no existe al momento que se da o constituye el TCHN” (2022, 11).

Entonces, tenemos que tener en cuenta que, el Título de Crédito Hipotecario Negociable es un documento valorado que representa una deuda garantizada con una hipoteca sobre un bien inmueble. Este es emitido por una entidad financiera y puede ser negociado en el mercado de valores. Además, la finalidad del TCHN es fomentar el desarrollo del mercado hipotecario y promover la inversión en el sector inmobiliario al permitir la movilización de recursos financieros a través de la emisión y negociación de estos títulos.

2.1.3. CARACTERÍSTICAS

Según Campos Héctor (2011, 15), el TCHN tiene las siguientes características:

- “Es un valor negociable, ya que no solo es un título que puede darse en papel sino también podría ser desmaterializado,
- También se presenta como valor negociable individual, esto quiere decir que no se da de manera masiva como los valores mobiliarios, debido a la naturaleza que tiene que es individualizada y determinada de los derechos que este representa,

- Es un valor negociable causal, significa que se puede conocer cómo se dio origen con solo revisar el texto en el título y,
- Como cuarto punto, se puede resaltar que es un valor negociable que incluye un derecho real de hipoteca y un crédito garantizado, por lo que se debe decir que es un Título Valor que contiene una garantía que en este caso sería el inmueble”.

El TCHN se utiliza principalmente en el sector inmobiliario para financiar la compra de viviendas, terrenos u otros bienes raíces; actualmente también es usado para obtener financiamiento para distintos fines.

Por otro lado, según Sánchez (2018, 6) presenta los siguientes atributos: “(i) constitución unilateral de la garantía, (ii) emisión por el Registro Público, (iii) ejecución extrajudicial, (iv) separación de la masa, en caso el constituyente ingrese a concurso”.

Por su parte, los TCHN son emitidos por empresas constructoras, inmobiliarias u otras empresas relacionadas al sector inmobiliario, y están respaldados por un conjunto de hipotecas individuales que respaldan un proyecto específico. Estas hipotecas son otorgadas por los compradores de los inmuebles y garantizan el pago del capital e intereses del TCHN.

2.1.4. VENTAJAS Y DESVENTAJAS

Las ventajas o beneficios que ofrece el TCHN son variadas, por ejemplo, permite a los compradores acceder a préstamos hipotecarios para la adquisición de bienes inmuebles; además, la negociabilidad de este título valor permite a los inversionistas convertir su inversión en efectivo, en caso, claro está, de necesitarlo. Otro punto, es la garantía hipotecaria proporciona seguridad tanto para el acreedor y el inversionista.

Sin embargo, observamos unos puntos de desventaja con este instrumento: Primero, el tema de la ejecución extrajudicial; el tenedor puede optar por la vía judicial teniendo en cuenta que no se haya prohibido; es decir, la ejecución extrajudicial solo se va dar si hay un acuerdo o pacto para la venta del inmueble hipotecado. Segundo, falta de aceptación; el tema en este punto es la falta de difusión de la información sobre el instrumento en la sociedad. Por último, las altas tasas de interés.

2.1.5. SÍNTESIS

El Título de Crédito Hipotecario Negociable (TCHN) es un ejemplo interesante de cómo se pueden innovar los instrumentos financieros para promover el desarrollo de sectores económicos, como el mercado inmobiliario. Su evolución desde sus antecedentes legales hasta su forma actual demuestra la adaptabilidad de las regulaciones financieras para impulsar la inversión.

Las ventajas del TCHN, como el acceso al financiamiento y la liquidez que ofrece a los inversionistas, son valiosas para el crecimiento del mercado inmobiliario y la economía en general. Sin embargo, es esencial abordar las desventajas, como la ejecución extrajudicial y la falta de información pública, para garantizar un equilibrio adecuado en su funcionamiento y proteger los intereses de todas las partes involucradas.

En resumen, el TCHN es un instrumento financiero que ha contribuido al desarrollo del sector inmobiliario en Perú, pero su implementación requiere una regulación sólida y una mayor conciencia pública sobre su funcionamiento y beneficios en el mercado financiero.

2.2. CHILE: *Letra de Crédito Hipotecario*

2.2.1. CONTEXTO

Según Eric Vucina (2004, 20):

“El financiamiento de préstamos a través de letras hipotecarias tiene una larga historia en Chile. Empezaron a operar a fines del siglo XIX siguiendo el modelo francés, sin embargo, su despegue no fue hasta comienzos de los años 80 con el surgimiento de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), ya que éstas están obligadas a invertir un cierto porcentaje de su cartera en instrumentos de Renta Fija.”

Las Letras de Créditos Hipotecarios (en adelante LCH) forman parte integral del sistema de crédito hipotecario de Chile; este título valor toma fuerza en el 2006 y se logra perfeccionar hasta el 2012. Es relevante destacar que, en Chile, el conjunto de créditos hipotecarios representa aproximadamente el 20% del Producto Interno Bruto (PIB), una proporción notablemente menor en comparación con naciones más avanzadas como Francia, donde equivale al 40% del PIB, o España y Estados Unidos, que superan el 60%, así como Australia, donde representa el 90% de los ingresos nacionales disponibles.

Actualmente, “(...) tanto las letras hipotecarias para la vivienda como para fines generales ocupan un importante segmento dentro de los Instrumentos de Renta Fija (IRF) en Chile, representando una buena alternativa de inversión para los inversionistas institucionales del país (...)” (Majluf, 2008, 20). Es decir, tenemos que tener en cuenta que el de Instrumentos de Renta Fija (I.R.F.) son activos que reflejan compromisos adquiridos por un emisor hacia un inversor. En esta arena financiera, Según Barahona y Contreras (2002, 12) se realizan “transacciones relacionadas con Bonos de Reconocimiento, Pagarés emitidos por el Banco Central, Pagarés Reajustables de Tesorería, Bonos emitidos por entidades bancarias y corporativas, así como Bonos de Leasing y Letras de Crédito Hipotecario”.

2.2.2. NOCIÓN

En Chile, el Letra de Crédito Hipotecario (LCH), es un instrumento financiero utilizado para financiar la adquisición de viviendas. Este certificado representa una deuda garantizada con una hipoteca sobre un bien inmueble y puede ser negociado en el mercado secundario.

La LCH es un tipo de crédito en el cual la institución financiera emite un documento denominado *letras hipotecarias* que van hacer destinadas al mercado. Cuando una persona ya sea natural o jurídica compra estas letras, se le otorga un monto a la institución para que financie el crédito solicitado.

2.2.3. CARACTERÍSTICAS

Según Paulina Barahona y Christian Contreras (2002), las LCH tienen las siguientes características:

- Entidades emisoras: Bancos Comerciales, de Fomento, del Estado, Sociedades Financieras, Ministerios de la Vivienda y Urbanismo.
- Fecha de emisión material: Las letras hipotecarias se emiten materialmente los días 1° de cada mes.

- Fecha de emisión nominal: Las letras hipotecarias destinadas a financiar viviendas, se emiten nominalmente los días 1° de Enero de cada año.
- Duración del ahorro: El ahorro puede mantenerse hasta las fechas de amortización de la respectiva letra hipotecaria, sin perjuicio de liquidar en cualquier momento la inversión a través de la libre transferencia en el mercado secundario.
- Amortización: Puede ser ordinaria (aquella que corresponde a las remuneraciones propias de los prestamistas) o extraordinaria (que corresponde a los pagos anticipados por parte de los deudores).
- Utilización: Se emplean principalmente para financiar la construcción de viviendas y, en menor medida, financiar actividades productivas de diversa índole.
- Garantía: De la entidad emisora. Las letras hipotecarias nacen con el respaldo de una hipoteca de primera clase, constituidas por valores superiores a los de las mismas letras hipotecarias.
- Cotización Bursátil: Este título se cotiza como un porcentaje del valor par del título, sobre una base de 100.
- Transferencia: Por ser documento al portador, su transferencia se materializa mediante la simple entrega del respectivo título

2.2.4. VENTAJAS Y DESVENTAJAS

Las Letras de Crédito Hipotecario (LCH) son consideradas menos arriesgadas en términos de crédito en comparación con otros instrumentos de deuda, ya que reciben un trato preferencial en caso de que el emisor enfrente dificultades de liquidez. Esto, a su vez, conduce a tasas de interés generalmente más bajas en comparación con otras opciones de financiamiento.

Además, las LCH se negocian directamente en el mercado secundario, lo que significa que no es necesario securitizarlas para su comercialización, a diferencia de lo que ocurre con los Mutuos Hipotecarios Endosables o los MBS en los Estados Unidos. Este aspecto resulta particularmente atractivo en mercados con menor profundidad y sofisticación, como es el caso chileno.

Sin embargo, una de las desventajas que presenta este instrumento, según Eric Vucina (2004, 50):

“Existe incerteza por parte de los clientes de los bancos sobre la cantidad exacta que van a obtener del préstamo cuando el banco venda la letra en el mercado. A su vez, el máximo préstamo alcanza al 75% del menor valor entre la tasación y el precio de venta, lo cual es bajo si se toma en cuenta que la misma propiedad es ofrecida como colateral. A menudo, el alto nivel de ahorro previo hace que los clientes pospongan sus inversiones. Finalmente, el banco emisor de la LCH mantiene a la misma como deuda dentro de su balance hasta que el plazo se extingue, así como en el lado de los activos. Esto significa que el banco debe mantener reservas para cubrir el riesgo de sus préstamos, el cual no puede ser vendido a una tercera parte.”

Bajo la misma línea, según Miguel Rojas, Nelson Bran y Carolina Rincos expresan que:

“El riesgo vinculado con la emisión de estos instrumentos está asociado con la morosidad del conjunto de deudores que respaldan una serie de letras, dado que los dividendos asociados con el préstamo hipotecario proporcionan los recursos financieros que requiere el banco para respaldar los cupones; la garantía está asumida principalmente por el banco y luego por los deudores; por ello las letras se consideran instrumentos titularizados. Se otorgan a un plazo de 15 a 20 años, generalmente en pesos y a una tasa de interés que oscila entre 6% y 9%.” (2013, 103).

Actualmente, es posible calcular las tasas de amortización anticipada de las Letras de Crédito Hipotecario con un nivel de confianza superior al 95%, lo que implica que se logró alcanzar con éxito el objetivo general planteado inicialmente. Sin embargo, se observa “una disminución en la cuota de mercado de las Letras de Crédito Hipotecario, debido a que los Mutuos Hipotecarios no Endosables ofrecen mayor flexibilidad en términos de plazos y montos máximos. Esto ha llevado a que los individuos opten por adquirir estos últimos instrumentos” (Majluf, 2008, 45). Además, los cambios normativos, que incluyen la exención del impuesto de timbre y estampillas (ITE) en las renegociaciones de créditos hipotecarios de vivienda y fines generales, también han influido en esta tendencia.

2.2.5. SÍNTESIS

Tenemos que tener en cuenta el contexto histórico y económico en el que surgieron las Letras de Crédito Hipotecario en Chile es fundamental para comprender su importancia y evolución en el mercado financiero. Estos instrumentos han sido una herramienta valiosa para financiar la adquisición de viviendas y fomentar la inversión en el sector inmobiliario.

A pesar de las ventajas que ofrecen, como tasas de interés competitivas y liquidez en el mercado secundario, las LCH también enfrentan desafíos, como la competencia de otros productos financieros, la incertidumbre para los clientes y la necesidad de que los bancos mantengan estas deudas en su balance.

En un entorno en constante cambio, es esencial que el mercado financiero chileno continúe adaptándose y evolucionando para satisfacer las necesidades de los inversores y prestatarios, y para mantener la estabilidad y el crecimiento del sector inmobiliario.

2.3. BRASIL: *Certificados de Recebíveis Imobiliários*

2.3.1. CONTEXTO

La historia de los Certificados de Recebíveis Imobiliários (en adelante CRI) en Brasil se remonta aproximadamente del siglo XXI, impero, entre el 2005 y 2020 ha tenido un desarrollo más significativo en sistema de mercado de Brasil dado que ha jugado un papel crucial en el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico de dicho país.

Según Daniel Sanfelici (2017, 371), los CRI:

“(…) en Brasil, su surgimiento y evolución ocurren en un contexto más amplio de cambios regulatorios e institucionales que permitieron la creación y negociación de activos financieros con rentabilidad basada en actividades inmobiliarias, como los Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) o Títulos de crédito hipotecario negociables, las letras de crédito inmobiliario (LCI) y papeles (acciones y

obligaciones), emitidos por constructoras, desarrolladores y compañías inmobiliarias a partir de la década del 2000.”

Los Certificados de Créditos Inmobiliarios (CRI) son instrumentos de deuda de carácter privado, nominativos, registrados electrónicamente y transferibles, respaldados por créditos vinculados al sector inmobiliario. Su existencia y regulación están contempladas en la Ley 9514/97, que rige el Sistema de Financiamiento Inmobiliario

“Según la Ley, los CRI son emitidos exclusivamente por sociedades de titulación de créditos inmobiliarios, definidas como instituciones no financieras, constituidas en forma de sociedad anónima, cuyo objeto es adquirir y titular estos créditos y emitirlos y colocarlos en el mercado. mercado financiero, Certificados de Créditos Inmobiliarios, pudiendo emitir otros títulos de crédito, realizar negocios y prestar servicios compatibles con su actividad.” (Portal do Investidor, 2019, 15)

2.3.2. CARACTERÍSTICAS

El CRI tiene las siguientes características (Portal do Investidor, 2019):

- Se trata de títulos respaldados por créditos inmobiliarios, que representan partes de un derecho de crédito;
- La remuneración puede ser en % del CDI, CDI + spread, índices de precios (por ejemplo: IGP-M, IPCA) o tasa prefijada;
- Posibilidad de estructuras con garantías (créditos inmobiliarios y/o venta fiduciaria de activos inmobiliarios);
- Liquidez del mercado o liquidez según las condiciones del mercado;
- Dirigido a inversores generales, cualificados y profesionales (según oferta);
- Tipo de inversión que no cuenta con la garantía del Fondo de Garantía de Crédito (FGC).

Es importante no confundir CRI con la Carta de Crédito Inmobiliario (en adelante LCI), según Paulo Mattos (2021, 3):

“LCI es también un título de renta fija que financia el mercado inmobiliario y está exento del impuesto sobre la renta. Pero mientras que los LCI son emitidos por bancos (y, por lo tanto, están cubiertos por el FGC), los CRI son emitidos por tituladores y no tienen dicha garantía. Además, los plazos de reembolso de los CRI son generalmente más largos que los de los LCI. En definitiva, si quieres una inversión a largo plazo con buena rentabilidad y estás seguro de que mantendrás la inversión hasta el vencimiento, los CRI son una gran alternativa para diversificar tu cartera.”

2.3.3. VENTAJAS Y DESVENTAJAS

Entre las ventajas que ofrece CRI, tenemos, por ejemplo, que proporciona un rendimiento atractivo que puede superar el ofrecimiento por otras inversiones de renta fija, es decir, ofrece un rendimiento predecible, lo que proporciona claridad y seguridad a los inversionistas. Asimismo, permite a los inversores diversificar sus inversiones, lo que ayuda a reducir los riesgos asociados con la concentración de activos en un lugar.

“A diferencia de otras inversiones a largo plazo, como el Tesouro Direto y los CDB, estos bonos no están sujetos al Impuesto sobre la Renta ni al Impuesto sobre

Operaciones Financieras (IOF) para las personas físicas. En otras palabras, la tasa conocida en el momento de la inversión ya es la tasa de retorno neta. Por tanto, su rentabilidad es generalmente superior a la de otros valores de renta fija más tradicionales, como los bonos gubernamentales. Otra ventaja del CRI es que no existe un valor mínimo para postular a estos roles. Con apenas mil reales es posible invertir en CRI.” (Mattos, 2021, 6)

No obstante, este instrumento cuenta con algunas deficiencias.

“Los CRI no están cubiertos por el Fondo de Garantía de Crédito (FGC), que garantiza la recuperación de depósitos y créditos en instituciones financieras. Además, sus plazos son más largos que otros títulos de renta fija privada y su liquidez es limitada, al no ser tan significativas sus operaciones de compra y venta en el mercado secundario. Por lo tanto, los CRI generalmente tienen mayor riesgo de liquidez y crédito que otras aplicaciones más conservadoras, como CDB, LCI y LCA. Por tanto, hay que comprobar la clasificación que reciben los títulos del CRI por parte de las agencias de calificación.” (Mattos, 2021, 8)

Es decir, los CRI no son tan líquidos como otras inversiones, lo que significa que puede llevar tiempo venderlos o convertirlos en efectivo cuando sea necesario. Además, el rendimiento de los CRI puede verse afectado por las condiciones del mercado y eventos económicos que están más allá del control de inversor. Por otro lado, puede haber la posibilidad que el emisor del CRI no cumpla con sus obligaciones de pago o retrasen sus cuotas de pago, lo que pondría resultar en menores rendimientos para los inversores y en un aumento de riesgo crediticio.

2.3.4. SÍNTESIS

En resumen, los CRI en Brasil han desempeñado un papel importante en el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico del país. Ofrecen oportunidades de inversión atractivas, pero también implican ciertos riesgos que los inversores deben tener en cuenta al considerar esta opción. Es esencial comprender sus características y evaluar cuidadosamente su idoneidad en una cartera de inversiones diversificada.

2.4. ESPAÑA: *Cédula Hipotecaria*

2.4.1. CONTEXTO

Para desarrollar el origen de las cédulas hipotecarias en España tenemos que remontarnos hacia unos siglos atrás, según Federico Villamil (1978, 35):

“La tendencia Prusiana fue organizar el crédito inmobiliario bajo la firma de “Landschoften”, que viene a representar el tipo más antiguo de institución de crédito emisora de Cédulas Hipotecarias (Nussbaun, Arthur, Tratado de Derecho Hipotecario Alemán). El primer establecimiento de este género surgió en la Provincia de Silesia y tiene su origen en la crisis del crédito inmobiliario que se produce en Prusia después de la llamada Guerra de los Siete Años y a instancias del comerciante berlinés Burning, se introduce la idea de las Cédulas Hipotecarias, idea al parecer de estirpe holandesa”.

Recién en 1872, en España se estableció el Banco Hipotecario de España a través de una legislación promulgada el 2 de diciembre, otorgándole el privilegio de emitir Cédulas Hipotecarias. Sin embargo, en 1962, se llevó a cabo su nacionalización y se

transformó en una entidad de derecho público. Con el transcurso del tiempo fueron a formar parte del mercado de bonos hipotecarios español. No obstante, tenemos que diferenciar entre Cédula Hipotecaria y Bono Hipotecario, Santiago Carbó (2013, 16) manifiesta que:

“En cuanto a las cédulas hipotecarias, son similares a los bonos de titulación hipotecaria, pero con la diferencia de que los tenedores de los bonos tienen un derecho prioritario (full recourse) en caso de impago o deterioro de la cartera de créditos contra el conjunto del crédito cubierto (cover pool) del emisor. Esto implica que, al contrario que en los bonos hipotecarios, el emisor tiene la obligación de mantener suficientes activos en el conjunto de crédito que da cobertura a la cédula para garantizar siempre su calidad crediticia.”

2.4.2. NOCIÓN

Podemos decir que las Cédulas Hipotecarias son valores emitidos por entidades financieras españolas respaldados por activos hipotecarios. Estos valores representan una deuda y ofrecen a los inversionistas pagos de intereses regulares y la garantía de los activos subyacentes.

Según Theo Sánchez Gutiérrez (2018, 52):

“En este punto, se produce un acercamiento a la regulación nacional relativa al TCHN, en la medida que la LH española al regular las “cédulas hipotecarias” delinea la mayor parte de los atributos de nuestro TCHN; entre otros: incorporación de un “doble derecho” (como lo denomina Castellares), emisión individual, ejecución extrajudicial y separación de la masa en concurso. Incluso, la denominación “cédulas hipotecarias” es la misma que fuera utilizada en el marco de nuestra Ley de Bancos Hipotecarios, con la salvedad que en España es viable la emisión individual de los títulos a diferencia de lo que ocurre en nuestra legislación.”

Quiero abrir un paréntesis dado que en este punto tenemos que hacer otra diferencia entre Cédula Hipotecaria y Cédula Pignoraticias, esta última “es un título de crédito que se utiliza en el sector financiero para representar un préstamo con garantía prendaria. En otras palabras, es un documento que acredita la existencia de una deuda y que está respaldado por un bien mueble.” (Benito, 1995, 136)

2.4.3. CARACTERÍSTICAS

Características de las cédulas hipotecarias en España son:

- Emisión: Solo pueden ser emitidas por instituciones financieras, como bancos, cajas de ahorros y otras entidades de crédito, estas se emiten mediante escritura pública.
- Cuenta con doble garantía, la del emisor y el derecho preferente de las cedulitas sobre la cartera hipotecaria frente al resto de los acreedores.
- Las cédulas hipotecarias ofrecen una rentabilidad fija a largo plazo a los inversores.
- Amortización: Tienen un plazo de amortización de entre uno y tres años.
- En caso de impago, la garantía de los bonos emitidos son los activos hipotecarios.
- Límite legal: se impide que el saldo de cédulas hipotecarias exceda el 80% de la cartera elegible.

- El inversor efectúa un pago hipotecario periódico en función a un tipo de interés.

2.4.4. VENTAJAS Y DESVENTAJAS

Las cédulas hipotecarias ofrecen una variedad de beneficios, por ejemplo, la flexibilidad en el tiempo de amortización varía entre 1 y 3 años, lo que brinda opciones a los inversores en términos de plazos de inversión. Además, presenta una alta liquidez en el mercado financiero, lo que facilita su compra y venta cuando sea necesario. En términos de seguridad, las cédulas hipotecarias se consideran una inversión de bajo riesgo. Además, es común que la mayoría de las instituciones financieras no apliquen comisiones a los inversores que optan por invertir en estas cédulas. Por último, ofrecen una rentabilidad fija y predecible, similar a la amortización, lo que brinda transparencia y certeza a los inversionistas.

Es por ello, que actualmente la Cédula Hipotecaria:

“(…) es el segundo mayor mercado de titulización hipotecaria de Europa, después de Reino Unido. De acuerdo con la Asociación de Mercados Financieros de Europa (AFME por sus siglas en inglés), y el Consejo Europeo de Cédulas hipotecarias, España y el Reino Unido emiten tanto bonos de titulización como cédulas hipotecarias, que no es el caso de la mayoría de los países de la Unión Europea donde las cédulas hipotecarias (como en Alemania) o los bonos de titulización (como en Italia) son claramente predominantes.” (Carbó, 2013, 16)

Según Ana Iglesias y otros (2012, 2):

“Si tomamos datos previos a la crisis, que son más representativos de lo que es en su conjunto el mercado de titulización español, los saldos vivos a diciembre de 2007 mostraban que casi un 33% correspondía a titulaciones de cédulas hipotecarias, un 40% a préstamos hipotecarios residenciales –de los que solo la quinta parte se instrumentaron a través de fondos de titulización hipotecaria (FTH)–, un 8,8% a préstamos a pymes y, finalmente, un 7% a préstamos a otras empresas. Sin embargo, la titulización de cédulas hipotecarias podría considerarse como una titulización impropia, puesto que no tiene por objeto la transmisión de derechos y riesgos relacionados con activos y, por lo tanto, de ningún modo supone un mecanismo de gestión del riesgo de crédito y no tendría sentido introducirla en nuestro análisis.”

En consecuencia, existe ciertas desventajas con este instrumento español. La escasez de oferta es un factor importante, ya que muchas cédulas suelen mantenerse en los balances de los bancos, lo que limita la disponibilidad de estas inversiones en el mercado. Además, en un contexto de tasas de interés cercanas a cero o incluso negativas, la rentabilidad que ofrecen las cédulas puede ser relativamente baja.

Durante los años posteriores a la crisis financiera, la emisión de cédulas hipotecarias también fue bastante limitada. Es por ello que, aunque estas cédulas son consideradas activos financieros líquidos, no garantizan el pago de la rentabilidad ni la devolución del capital principal en caso de problemas con la entidad emisora y sus créditos hipotecarios. Por último, en caso de que una entidad financiera enfrente dificultades financieras, es importante comprender la jerarquía de cobro de estos títulos.

2.4.5. SÍNTESIS

Las Cédulas Hipotecarias en España son un instrumento financiero con una historia rica y una regulación consolidada. Dado que ofrecen a los inversores una opción de inversión relativamente segura y predecible, lo que las convierte en una opción atractiva en ciertos contextos. Sin embargo, como cualquier inversión, también tienen sus limitaciones y riesgos, como la baja rentabilidad en comparación con otros activos y la dependencia de la solidez financiera de la entidad emisora.

En conclusión, la elección de invertir en Cédulas Hipotecarias debe basarse en las necesidades y objetivos individuales de cada inversor, así como en una comprensión clara de los riesgos y beneficios asociados. La historia y la evolución de este instrumento en España ofrecen un interesante contexto para evaluar su relevancia en el panorama financiero actual y su capacidad para adaptarse a las cambiantes condiciones económicas y de mercado.

2.5. ALEMANIA: *Pfandbrief*

2.5.1. CONTEXTO

El Pfandbriefe tiene sus raíces en Alemania y se remonta al siglo XVIII. Fue creado como una forma de financiar la construcción y adquisición de bienes raíces. Según Graham Cross (2008, 296):

“The origins of the German Pfandbrief system are widely regarded to lie within the ‘cabinets-ordre’ of Frederik II of Prussia, back in August 29, 1767 – the basis of which concerned the introduction of the Pfandbrief system in an attempt to remedy the aristocrats’ shortage of credit in the areas of Prussia that had been ravaged during the Seven Years War (1756-1763)”

La creación del Frankfurter Hypothekenbank en 1862 fue una respuesta a la creciente demanda de viviendas y locales comerciales en la Alemania del siglo XIX. Este banco, establecido por decreto del senado alemán, marcó un hito al ser el primero en proporcionar préstamos hipotecarios a gran escala, utilizando el Pfandbrief como medio para obtener financiamiento.

A medida que avanzaba “el siglo XX, el número de bancos hipotecarios en Alemania aumentó a cuarenta, todos ellos aprovechando el Pfandbrief como fuente de fondos. El crecimiento del mercado hipotecario llevó a la promulgación de una ley, la Hypothenbankgesetz-HBG, con el propósito de estandarizar el uso del Pfandbrief.” (Escobar, 2012, 4)

Es decir, el objetivo inicial era proporcionar una fuente de inversión segura y a largo plazo para los inversores, al tiempo que permitía a los emisores obtener financiamiento para el sector inmobiliario. A lo largo de los años, el Pfandbriefe se ha consolidado como un instrumento financiero importante en Alemania y ha ganado reconocimiento internacional debido a su solidez y confiabilidad.

“El ámbito geográfico de emisión de bonos cubiertos se ha ampliado considerablemente en los diez últimos años. Durante mucho tiempo, este tipo de bonos se emitía principalmente en Alemania (Pfandbriefe) y Dinamarca (realkreditobligationer). También se emitían Pfandbriefe en Suiza y Austria (...)” (Packer, Stever y Upper 2007)

2.5.2. NOCIÓN

Según Carbó & Rodríguez (2013, 27), el Pfandbriefe “son bonos hipotecarios emitidos por instituciones financieras alemanas. Estos bonos están respaldados por activos hipotecarios y ofrecen a los inversionistas pagos de intereses regulares y la garantía de los activos subyacentes”. En otras palabras, el Pfandbriefe en Alemania es un tipo de bono cubierto emitido por bancos hipotecarios alemanes. “Los Pfandbriefe hasta el año 2005 sólo podían ser emitidos por un banco especializado, hoy basta obtener una licencia especial, para lo cual se requiere un capital de al menos 25 millones euros, medios organizativos y un control de riesgos suficiente.” (Arraanz 2009, 4)

2.5.3. CARACTERÍSTICAS

El Pfandbriefe presenta las siguientes características:

- **Garantía real:** Los Pfandbriefe están respaldados por una garantía hipotecaria sobre bienes inmuebles o activos públicos. Esto brinda seguridad adicional a los inversores, ya que los activos subyacentes actúan como garantía en caso de incumplimiento.
- **Calificación crediticia:** Los Pfandbriefe suelen tener una calificación crediticia alta, lo que refleja la calidad de los activos subyacentes y la solidez de los emisores. Esto los convierte en una opción atractiva para los inversores que buscan inversiones seguras.
- **Liquidez:** Los Pfandbriefe se negocian activamente en los mercados financieros, lo que proporciona liquidez a los inversores que deseen comprar o vender estos bonos.
- **Plazos y tipos de interés:** Los Pfandbriefe se emiten en diferentes plazos y pueden tener tasas de interés fijas o variables, lo que permite a los inversores elegir la opción que mejor se ajuste a sus necesidades.

Funcionamiento del Pfandbriefe:

- **Emisión:** Los bancos emisores, conocidos como Pfandbriefbanken, emiten los bonos Pfandbriefe en el mercado de capitales. Estos bonos se emiten en series y se venden a inversores.
- **Colateralización:** Los bancos emisores deben cumplir con estrictos requisitos de colateralización. Los activos subyacentes, como préstamos hipotecarios, deben cumplir con criterios específicos para garantizar la calidad y seguridad de los Pfandbriefe.
- **Supervisión regulatoria:** La emisión y el funcionamiento de los Pfandbriefe están regulados por la BaFin (Autoridad Federal de Supervisión Financiera) en Alemania. Esto garantiza la transparencia y la protección de los inversores.

2.5.4. VENTAJAS Y DESVENTAJAS

Los Pfandbriefe en Alemania ofrecen diversas ventajas notables. En primer lugar, suelen contar con una calificación crediticia de triple-A, lo que los convierte en activos financieros de alta calidad y bajo riesgo. Además, estos bonos están respaldados por activos de largo plazo, como hipotecas inmobiliarias o préstamos del sector público, proporcionando una sólida garantía para los inversionistas.

Los Pfandbriefe también tienen una rica trayectoria que se remonta a 1769, demostrando un historial sólido de rendimiento y confiabilidad. Su influencia en el mercado financiero es destacable, ya que han servido como modelo para la creación de bonos cubiertos en toda Europa y en otros lugares.

Sin embargo, Según Packer & Stever:

“(...) las emisiones han disminuido notablemente en Alemania tras su máximo de 200.000 millones de euros alcanzado en 2003, lo que puede deberse en parte a que las instituciones públicas captan cada vez más fondos de forma directa, sin pasar por los bancos emisores de Pfandbriefe. Asimismo, la retirada gradual de garantías gubernamentales a los bancos públicos desde 2005 también ha reducido el volumen de colateral admisible, pues la deuda de estos bancos es una parte importante de las cestas de garantías de los Pfandbriefe públicos)”

Es por ello, que ahora lo inversores tendrán que considerar. En primer lugar, como cualquier inversión, están expuestos al riesgo de mercado, lo que significa que su valor puede fluctuar en respuesta a condiciones económicas y financieras cambiantes. Además, aunque suelen ser activos financieros líquidos, en momentos de estrés en los mercados, pueden resultar difíciles de vender.

El riesgo de tasa de interés es otro factor a tener en cuenta, ya que los Pfandbriefe pueden perder valor si las tasas de interés aumentan. A pesar de estar respaldados por activos a largo plazo, existe el riesgo de crédito, aunque es menor en comparación con otros tipos de bonos. Por último, el acceso a los Pfandbriefe puede estar limitado según las regulaciones locales y las políticas del emisor, lo que significa que no están disponibles para todos los inversores.

2.5.5. SÍNTESIS

El Pfandbriefe en Alemania es un ejemplo de un instrumento financiero sólido y confiable que ha evolucionado con el tiempo para adaptarse a las necesidades del mercado. Su capacidad para proporcionar inversiones seguras respaldadas por activos de alta calidad lo ha convertido en un pilar del sistema financiero alemán.

Sin embargo, como cualquier inversión, no está exento de riesgos, y los inversores deben ser conscientes de los desafíos potenciales, como la volatilidad del mercado y el riesgo de tasa de interés. Además, la disminución en las emisiones recientes puede requerir una evaluación cuidadosa de la disponibilidad de estos bonos en el mercado. Finalmente, el Pfandbriefe sigue siendo un componente importante del paisaje financiero alemán y un ejemplo interesante de cómo la innovación financiera puede servir a las necesidades económicas cambiantes.

CONCLUSIONES FINALES

En un mundo financiero cada vez más diverso y globalizado, la elección de instrumentos de inversión se ha vuelto esencial para las personas. Cada país ofrece una gama de opciones, cada una con sus propias ventajas y desventajas.

En este contexto, es crucial tomar decisiones informadas y considerar cuidadosamente las características de cada instrumento. Desde el acceso a préstamos hipotecarios en Perú hasta la estabilidad de las cédulas hipotecarias en España y la

confiabilidad de los Pfandbrief en Alemania, cada opción tiene su lugar en el mercado financiero.

Tras realizar este análisis comparativo, podemos apreciar las diferencias clave que pueden influir en nuestras decisiones de inversión y ayudarnos a adaptar nuestras estrategias a nuestras necesidades y objetivos específicos. Este cuadro comparativo ofrece una visión panorámica que puede servir como punto de partida para explorar y comprender mejor estas oportunidades financieras.

CUADRO COMPARATIVO QUE RESUME LAS VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN PERÚ, CHILE, BRASIL, ESPAÑA Y ALEMANIA:

<i>Características</i>	<i>Perú: TCHN</i>	<i>Chile: LCH</i>	<i>Brasil: CRI</i>	<i>España: Cédula Hipotecaria</i>	<i>Alemania: Pfandbrief</i>
<i>Ventajas</i>	Acceso a préstamos hipotecarios.	Trato preferencial en dificultades.	Rendimiento atractivo.	Flexibilidad en plazo	Calificación crediticia AAA
	Negociabilidad	Tasas de interés competitivas.	Excepción de impuestos.	Alta liquidez	Respaldo por activos de largo plazo
	Garantía hipotecaria segura	Negociación en mercado secundario.	Diversificación de inversiones.	Inversión de bajo riesgo.	Historial sólido de rendimiento.
<i>Desventajas</i>				Rentabilidad fija y predecible.	
	Ejecución extrajudicial limitada	Incertidumbre para los clientes.	Falta de garantías del FGC.	Escasez de oferta.	Disminución de emisiones.
	Falta de difusión	Bajo LTV.	Liquidez limitada.	Baja rentabilidad en tasas bajas.	Riesgos de mercado y tasa de interés.
	Altas tasas de interés	Mantenimiento en el balance del banco.	Riesgo de crédito	Riesgo de crédito.	Limitaciones de acceso.
		Emisiones limitadas		Jerarquía de cobro.	

Este cuadro proporciona una visión general de las características de cada instrumento financiero en términos de sus ventajas y desventajas que hemos analizado a lo largo de todo el presente trabajo de investigación.

Bibliografía

- Arraanz, G. *El Mercado Hipotecario Español: Los Títulos del Mercado Hipotecario*. . Madrid: Colegio de Estudios Financieros, 2009.
- Barahona, N. Paulina y S. Christian Contreras. "Efectos de cambios regulatorios sobre las TIR de las letras hipotecarias". Tesis, Universidad de Chile, 2002. <http://www.repositorio.uchile.cl/handle/2250/111907>.
- Benito, L. *Derecho Mercantil*. Madrid: La española moderna, 1995.
- Campos, H. «El título de crédito hipotecario negociable: breves apuntes dogmáticos y funcionales.» *Revista jurídica del Perú*, 2011: 334-350.
- Carbó, V., y F. Rodríguez. «El debate sobre la deuda hipotecaria en España.» *Cuadernos de Información Económica*, 2013: 13-22.
- Cross, G. *The German Pfandbrief and European Covered Bonds Market*. London: The Handbook of Finance, 2008.
- Escobar, F. *El enigma del bono cubierto*. California: Latin American and Caribbean Law and Economics Association, 2012.
- Huerta Flores, Carolina Alexandra. "El Título de Crédito Hipotecario Negociable como instrumento de deuda y su incidencia en el Mercado de Valores". Tesis para obtener el grado de magister, Pontificia Universidad Católica del Perú, 2022.
- Iglesias, A., M. Lopez, Maria del Carmen Lopez, y M. Maside. «Titulización hipotecaria en España: unha análise do risco para as entidades orixinadoras.» *Revista galega de economía*, 2012: 321-334.
- Majluf, Aday Cristian Andrés. "Desarrollo de un Modelo de Prepago de Letras Hipotecarias para el Banco BICE". Tesis para optar el título de ingeniero civil industrial, Universidad de Chile, 2008. <http://www.repositorio.uchile.cl/handle/2250/103115>.
- Mattos, P. "Entenda o que são Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)". BR Partners, septiembre de 2021. <https://brpartners.com.br/entenda-o-que-sao-certificados-de-recebiveis-imobiliarios-cri>.
- Montoya Manfredi, U., U. Montoya Alberti, y H. Montoya Alberti. *Derecho Comercial*. Lima: Grijley, 2004.
- Packer, F., R. Stever, y C. Upper. «The covered bond market.» *BIS Quarterly Review*, 2007: 43-55.
- Portal do Investidor. "CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários - Portal do Investidor". Portal do Investidor - Conhecer é o seu melhor Investimento, septiembre de 2019. <https://validacao.investidor.gov.br/cri-certificados-de-recebiveis-imobiliarios/#1647959830014-5d7d2f1b-baa1>.
- Rojas López, Miguel David, Nelson Yovany Bran Rueda, and Carolina Rincón López. 2014. "Modelos De financiación De Vivienda. Casos: México, Chile Y Colombia." *Revista Ingenierías Universidad De Medellín* 12 (22), 97-108. <https://doi.org/10.22395/rium.v12n22a8>.

- Sánchez Gutiérrez, Theo Giovanni. ", Análisis estructural y funcional del Título de Crédito Hipotecario Negociable". Tesis para obtener el grado de magíster, Pontificia Universidad Católica del Perú, 2018.
- Sanfelici, D., "La industria financiera y los fondos inmobiliarios en Brasil: lógicas de inversión y dinámicas territoriales." *Economía, Sociedad y Territorio* XVII, no. 54 (2017):367-397. Redalyc, <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=11150592005>
- Villamil, F. «La Banca Hipotecaria en la República Dominicana.» *Revista de Ciencias Jurídicas*, 1978: 35-45.
- Vucina Ljubetic, Eric Andrés. ", Valorización, opciones y spread de Letras de Crédito Hipotecario en Chile". Tesis para obtener el grado de magíster con mención en Ciencias de la Ingeniería, Pontificia Universidad Católica de Chile, 2004.