

Entrevista al Doctor Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón*

Una Visión Panorámica de la Regulación Financiera en el Perú: A propósito de la Crisis Económica Mundial

Por: Doris Valdez Paredes

1. La importancia del sector financiero crece cada vez más en función a los progresos económicos y vinculaciones internacionales, esta realidad no es ajena a la peruana. La participación del Estado en el sector financiero es un fenómeno al cual se le presta especial atención por las implicancias prácticas que tiene.

En su opinión, ¿qué debemos entender por regulación financiera? ¿qué funciones cumple? ¿cuáles con los principales sectores financieros regulados?

Antes de tratar el concepto de regulación, es importante analizar los dos grandes grupos de sistemas financieros que existen: el sistema financiero de intermediación directa y el sistema financiero de intermediación indirecta.

A través de ambos sistemas los agentes deficitarios (aquellos que requieren de capital) obtienen los recursos que necesitan para el desarrollo de sus actividades. Así, por la intermediación directa los agentes deficitarios recurrirán a los ofertantes de capital, mediante la emisión de valores mobiliarios, sin necesidad de la intervención de un tercero (empresa financiera).

Por su parte, la intermediación indirecta se producirá gracias a la presencia de un intermediario quien captará los recursos del público para colocarlos en forma de préstamos, cobrándole al prestatario una tasa de interés. De este modo, el agente deficitario y el ofertante de capital se vinculan indirectamente a través de una empresa financiera quien ganará el diferencial o «*spread*» bancario por su participación.

En los últimos años, la intermediación directa ha cobrado especial importancia, constituyendo una gran fuente para la obtención de recursos para quienes no pueden acceder al sistema de intermediación indirecta por diversos motivos, entre ellos, los costos involucrados o por superar los límites de endeudamiento individual operativos que puedan contraer frente a una misma institución financiera.

Como se puede apreciar, el sistema financiero es de vital importancia para la economía de un país y su dinamismo, ya que a través de él se facilita la distribución de recursos, el ahorro y el crédito, haciéndose efectivos los sistemas de pagos.

Por ello, el sistema financiero debe ser competitivo, sólido y confiable, con normas legales predecibles y estables. Ante ello, la regulación del sistema financiero de intermediación directa y de intermediación indirecta, a través de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) y de la Superintendencia de Banca y Seguros y AFP's (SBS), respectivamente, cobra especial importancia.

Debemos recordar que la regulación de este sistema financiero responde, además, al mandato constitucional contenido en el artículo 87 de la Constitución Política del Perú, el cual establece que es el Estado el encargado de fomentar y garantizar el ahorro. Asimismo, establece que la Superintendencia de Banca y Seguros AFP's ejerce el control de las empresas bancarias y de seguros, así como de las administradoras de fondos de pensiones, entre otras.

El sistema financiero de intermediación indirecta está regulado por la Ley General del Sistema Financiero y

* Profesor de la Pontificia Universidad Católica del Perú en los cursos de Sociedades, Finanzas Corporativas y Fusiones y Adquisiciones.

del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros y AFP, Ley 26702 (en adelante, la «Ley del Sistema Financiero»), en la cual se establecen los lineamientos y directrices para las empresas que actúan como agentes de intermediación.

De esta forma, la regulación de la intermediación indirecta se puede presentar de diferentes maneras. A través de la regulación estructural, determinando qué empresas deben ser reguladas; y, a través de la regulación de la conducta, determinando los límites operativos individuales, límites a las tasas de interés (que se aplican en ciertos ordenamientos donde no existe libertad para fijar intereses, comisiones y tarifas, como sí ocurre en nuestro ordenamiento – artículo 9 de la Ley del Sistema Financiero), entre otros.

El sistema financiero de intermediación directa está regulado principalmente por la Ley del Mercado de Valores, cuya finalidad es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, protegiendo así al inversionista.

De esta forma, CONASEV ejerce supervisión sobre los emisores de valores en ofertas públicas, los agentes de intermediación, las bolsas de valores, las instituciones de compensación y liquidación, las sociedades tituladoras, los fondos mutuos de inversión en valores, los fondos de inversión y sus sociedades administradoras, de ser el caso, entre otros.

Sin embargo, tales disposiciones no son de aplicación a los casos de ofertas privadas de valores donde, al existir un nivel de sofisticación que no requiere de protección, el ordenamiento presume la existencia de un mayor acceso a la información de los participantes en estas operaciones, como es el caso de los inversionistas institucionales.

Conociendo la importancia de ambos sistemas, es más fácil disgregar las razones por las cuales el Estado ha optado por su regulación.

En efecto, la razón para regular el sistema financiero indirecto no es uniforme, ya que cada Estado puede tener una concepción distinta respecto del ámbito de injerencia que tendrá en dichas actividades. Sin perjuicio de ello, la doctrina es casi unánime al reconocer como justificaciones válidas la protección de los depositantes a través del ahorro público, y la necesidad de preservar el sistema de pagos.

Por su parte, la razón para regular el sistema financiero directo es la de brindar información relevante para la toma de decisiones de inversión a quienes participen del mercado de capitales, buscando que sus decisiones se basen en un conocimiento transparente del mercado.

En ambos casos, el Estado ha optado por regular aquellas situaciones en las cuales se ven involucrados agentes en los que presume la existencia de una relación asimétrica, buscando proteger al agente que tiene un menor acceso a la información: el ahorrista y el inversionista, según sea el caso.

2. Situándonos en el Sector Financiero del Mercado de Valores, en específico, y reconociendo dentro de la hipótesis de eficiencia de este tipo de mercados que se manejan hasta tres posibilidades de regulación (fuerte, semifuerte y débil), siendo uno de los principales temas regulados el manejo de información, que en el Perú está a cargo de CONASEV.

Al respecto, ¿cuál es la función que cumple CONASEV en la etapa de postcolocación de una Oferta pública? En la práctica, ¿qué problemas se generan?

Una vez finalizada la colocación de valores, existen obligaciones de información vinculadas al resultado de dicho procedimiento, tales como, las condiciones de la emisión durante la colocación (como lo es, por ejemplo, la tasa de interés), número y monto total de valores colocados o vendidos, entre otros. Esta información es fundamental porque permite conocer las condiciones económico-financieras del mercado al momento de la colocación y establecer una referencia, para futuras colocaciones.

CONASEV tiene como función velar porque el emisor cumpla con presentar de manera veraz, suficiente y oportuna la información periódica (información financiera intermedia no auditada, información financiera auditada anual, entre otros) y eventual (hechos de importancia) a que se refiere la normativa.

En la práctica, los problemas que se presentan son de varios tipos. Tratándose de información periódica, por ejemplo, los problemas más frecuentes están relacionados con el retraso o el incumplimiento de los emisores en la presentación de la información. Aunque con menor frecuencia, también ocurre que la información es inexacta o inconsistente.

Tratándose de información eventual, por su parte, el problema más importante es el de tipicidad, ya que no existe (y no puede existir) una definición precisa de qué es un hecho de importancia. La regulación otorga una definición abierta y un listado de hechos de importancia «típicos» que, sin embargo, no es taxativo sino enunciativo. Esta situación genera dos tipos de problemas: por un lado, algunos emisores se apegan al listado de hechos de importancia «típicos» y omiten informar otros hechos relevantes

que no se encuentran especificados por el reglamento de hechos de importancia; por el otro lado, los emisores se encuentran sujetos a la incertidumbre respecto de qué tipo de información podría considerar CONASEV como hecho de importancia pese a no encontrarse específicamente señalada en el Reglamento.

Finalmente, tratándose de información reservada, los problemas más típicos radican en la excesiva concesión de la calidad de reservado para hechos de importancia que en realidad no lo ameritan.

En todos estos casos, la función de CONASEV debiera estar orientada a desarrollar criterios claros y predecibles respecto de qué es un hecho de importancia y cuáles son los criterios para concederle el carácter de reservado. Estos criterios deberían ser publicados para permitir no sólo su conocimiento sino su discusión académica y mejoramiento.

¿Cómo se relaciona todo esto con la teoría de los mercados eficientes?

Pues bien, si la información no es completa y no está disponible oportunamente, nuestro mercado sólo puede llegar a una versión débil de eficiencia: es decir, eficiencia basada en los precios históricos. El mercado no puede reflejar eficientemente la información pública si es que no hay acceso a ella. Evidentemente, tampoco podría reflejar información analizada si es que los insumos que el emisor debe proveer son inconsistentes o inexistentes. En consecuencia, la función fiscalizadora y sancionadora del regulador, aunque ingrata e impopular, es fundamental para alcanzar un mercado eficiente en su versión fuerte.

3. Ahora, abordando el Sector Financiero Bancario, y teniendo presente que desde el año 2003 en nuestro país se emprendió el proyecto para implementar Basilea II. Este proyecto dio lugar a la promulgación del Decreto Legislativo N° 1028, emitido en el marco del paquete normativo aprobado por el Poder Ejecutivo para la implementación del Acuerdo de Complementación Económica (TLC), disponiéndose para efectos de la necesaria adecuación que la mayoría de modificaciones introducidas por la reforma entrara en vigencia el próximo primero de julio. Sin embargo, en el contexto de la crisis financiera actual la regulación bancaria basada en las ideas propugnadas por Basilea II ha generado controversia.

En su opinión, ¿considera que se debe mantener la implementación de Basilea II o que ésta no goza de suficiente sostenibilidad para

ser implementada en el marco de la crisis y cuáles serían los efectos específicos que pueda tener para el sistema bancario en el Perú?

Antes de responder su pregunta, haré una breve explicación sobre Basilea. Bajo el contexto de la crisis bancaria desencadenada en 1974, los países integrantes del G-10 crearon el denominado Comité de Supervisión Bancaria de Basilea con la finalidad de crear un foro de discusión donde se aborden los temas propios de la supervisión bancaria a efectos de lograr una supervisión supranacional efectiva, así como para el establecimiento de estándares internacionales de supervisión relacionados con la solvencia de las entidades financieras.

En este escenario, en 1988 dicho Comité aprobó el documento denominado «Convergencia Internacional de Medidas y Normas de Capital» o conocido simplemente como «Basilea I», con el objeto de que la banca internacional estructure sus carteras de crédito a nivel global con la participación de un porcentaje del capital de la empresa del sistema financiero respectiva – es decir fondos patrimoniales de la propia empresa del sistema financiero –, y a la vez asegurando un mínimo de solvencia.

A raíz de la aprobación de Basilea I se incorporó a la banca internacional el concepto de «suficiencia de capital» en virtud del cual las entidades bancarias tienen la obligación de dotar, a cada colocación de recursos en el mercado financiero, de un componente de capital. Es así que una porción de los fondos comprometidos para cada colocación crediticia deben provenir, en mayor o menor medida, del capital de los accionistas. De esta manera, las colocaciones o préstamos que efectúan las instituciones financieras no se realizan íntegramente con fondos obtenidos del público – por ejemplo, ahorros –, sino que los accionistas de la institución comparten el riesgo inherente a las colocaciones con estos últimos.

Como se puede apreciar, la finalidad de Basilea I consiste en limitar al máximo la existencia de prácticas bancarias consistentes en la colocación indiscriminada de recursos, generando que el riesgo de mercado y financiero sea asumido colectivamente también por los accionistas de la entidad sujeta a supervisión.

Para el caso peruano, la Ley General del Sistema Financiero y de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros ha adoptado el coeficiente mínimo estándar de 8% para la participación del capital en las inversiones y establece asimismo una calificación de las colocaciones bancarias en función del riesgo inherente a dichos valores.

Por ejemplo, para la colocación de activos en el escenario más riesgoso (activos crediticios con riesgo 100%, según la definición legal), los accionistas de la entidad del sistema financiero deberán participar con un mínimo del 8% de la colocación. De tratarse de activos menos riesgosos, el componente de capital que respalda la colocación será menor.

Posteriormente, en el año 2004 el Comité publicó el nuevo Acuerdo de Capitales, o simplemente «Basilea II», con la finalidad de promover la solvencia del sistema financiero global mediante la implementación de sistemas especializados para cuantificar la gestión de riesgo en la cartera bancaria. Si bien en dicho documento se mantiene el coeficiente de solvencia patrimonial aprobado en Basilea I, e indicado anteriormente, el nuevo Acuerdo de Capitales establece distintos métodos de cálculo del riesgo crediticio, con el objeto de poder valorar el componente de capital de las colocaciones bancarias en el mercado.

Por otra parte, por Decreto Legislativo N° 1028 se aprobaron diversas modificaciones al sistema legal bancario con la finalidad de adecuar el marco normativo local nacional al Acuerdo de Complementación Económica (TLC) suscrito con los Estados Unidos de América. En efecto, mediante dicho Acuerdo, el Perú se comprometió a modificar su regulación bancaria con la finalidad de expresar en ella los estándares internacionales sobre el patrimonio efectivo de las empresas del sistema financiero, metodologías de medición y cuantificación, la aplicación de límites globales por operaciones y los criterios a ser utilizados para definir dichos límites operativos, entre otros.

Esta adecuación legislativa resultaba abiertamente necesaria para permitir que las empresas del sistema financiero cuenten con herramientas para cuantificar adecuadamente los riesgos crediticios de sus colocaciones y los límites globales de sus operaciones, siempre en función de los estándares internacionales bancarios.

Si bien la crisis financiera global que nos aqueja fue generada principalmente como consecuencia de una inadecuada política de supervisión bancaria por parte de los reguladores financieros que permitieron que se realicen colocaciones en el mercado sin ponderar adecuadamente el riesgo crediticio en dichas inversiones – además de la actuación poco responsable de muchos bancos de inversión y compañías de seguro, que mediante la creación de productos derivados financieros, empaquetaron dichas malas colocaciones en valores y los vendieron en los mercados financieros mundiales, generando así un efecto multiplicador de la crisis – considero que los beneficios de mantener las políticas de supervisión recomendadas por Basilea II en el Perú son, en exceso, superiores a no hacerlo.

Sin embargo, y sin dejar de considerar a Basilea como la piedra angular de una supervisión bancaria efectiva, considero que es recomendable implementar modificaciones en dicho sistema a consecuencia de la reciente crisis, tales como una adecuada fiscalización del riesgo crediticio de todas las empresas o instituciones que administren carteras hipotecarias, una supervisión más cercana a los programas de emisión de valores mobiliarios y las garantías ofrecidas por los agentes emisores y, principalmente, una fiscalización bastante más detallada de los procedimientos seguidos por las empresas clasificadoras de riesgo. Finalmente, se debería regular sobre las competencias y responsabilidades de quienes desarrollan las actividades de banca de inversión.

4. En lo que se refiere a nuestro actual sistema concursal, este está estructurado sobre la base de tres procedimientos distintos. Uno de ellos es el llamado Procedimiento Concursal Ordinario, el cual puede ser iniciado a instancia del deudor o a instancia del acreedor: en este sentido, y teniendo en cuenta el Principio de Colectividad regulado por el Artículo V del Título Preliminar de la Ley General del Sistema Concursal (LGSC), por el cual se procura la participación y beneficio de todos los acreedores.

¿Qué implicancias jurídicas y económicas acarrea el hecho de que conforme al artículo 26, inciso 2 de la LGSC, se elimine la posibilidad de que un acreedor garantizado pueda iniciar un procedimiento concursal a fin de salvaguardar su crédito, en la medida de que sólo podrá participar de dicho sistema cuando, habiendo recurrido a la vía judicial, ésta resulte infructuosa para ejecutar su garantía? Esta situación ¿termina siendo en realidad una sanción al acreedor garantizado?, como algunos autores lo señalan, o ¿en realidad se trata de una opción legislativa que busca proteger el interés colectivo de la masa de acreedores sobre el interés individual del acreedor garantizado?

De acuerdo con la doctrina y jurisprudencia a nivel internacional, los procedimientos concursales tienen por finalidad crear espacios de negociación bajo reducidos costos de transacción, que permitan al deudor y sus acreedores abordar eficientemente la crisis empresarial del primero y maximizar de esta manera su patrimonio comprometido, de tal manera que se pueda viabilizar el pago de las acreencias impagas.

Como se puede notar, los procedimientos concursales son útiles cuando los deudores experimentan procesos de iliquidez, debido a la cesación en el pago de sus obligaciones inmediatas – «test de liquidez», o

cuando durante un periodo determinado han experimentado pérdidas acumuladas que reducen sustancialmente su patrimonio «*test patrimonial*».

Desde que en 1992 se optó por des-judicializar los procedimientos concursales en el Perú, la opción legislativa ha consistido en establecer distintos requisitos que los deudores y acreedores deben cumplir con la finalidad de solicitar el inicio de un procedimiento concursal. A la fecha, la Ley General del Sistema Concursal (en adelante, LGSC) establece dos clases de procedimientos concursales que pueden ser iniciados ante la autoridad concursal (la Comisión de Procedimientos Concursales del INDECOP), a saber:

- a) El Procedimiento Concursal Ordinario.- Este procedimiento tiene por finalidad que los acreedores reunidos en junta decidan el destino del patrimonio de su deudor, sea bajo la modalidad de una Reestructuración Patrimonial (donde se apruebe un Plan de Reestructuración que defina los mecanismos destinados a superar la crisis patrimonial del deudor) o de una Disolución y Liquidación (donde se apruebe un Convenio de Liquidación que establezca la manera en que se realizarán los activos del deudor con el objeto de pagar sus pasivos).

Este procedimiento puede ser iniciado de dos maneras: (i) a solicitud del deudor, siempre que éste acredite previamente que más del tercio de sus obligaciones se encuentran vencidas o impagas por más de treinta días, o que tenga pérdidas acumuladas cuyo importe sea mayor al tercio de su capital social pagado; o, (ii) a solicitud de un acreedor interesado, en tanto exista un crédito exigible que se encuentre vencido por más de treinta días y superior al equivalente de cincuenta Unidades Impositivas Tributarias (a la fecha, S/. 177,500.00).

- b) El Procedimiento Concursal Preventivo.- Este procedimiento puede ser iniciado únicamente a solicitud del deudor interesado y tiene por finalidad exclusiva la aprobación por parte de los acreedores de un Acuerdo Global de Refinanciación, documento que establece el mecanismo de refinanciación y reprogramación de las obligaciones del deudor.

Como se puede advertir, la finalidad de este segundo procedimiento consiste justamente en prevenir una situación de crisis más aguda que pueda repercutir posteriormente en el negocio del deudor. Queda claro además que para solicitar el acogimiento a este procedimiento, el deudor debe acreditar no encontrarse dentro de las causales para ingresar al Procedimiento

Concursal Ordinario antes descrito, toda vez que en este escenario la situación de crisis sería más extrema.

En aplicación del Principio de Colectividad contenido en el Título Preliminar de la Ley General del Sistema Concursal, los procedimientos concursales buscan la participación y el beneficio de la totalidad de los acreedores involucrados en la crisis patrimonial del deudor concursado, siendo que éste interés colectivo debe primar sobre el interés particular de cada acreedor.

Lo anterior guarda relación con la finalidad de los procedimientos concursales antes mencionada, toda vez que precisamente mediante la implementación de espacios de negociación en los que el deudor cuente con un periodo de tiempo prudencial para proponer a sus acreedores el sistema más adecuado para maximizar el patrimonio en crisis, sea esta vía la reestructuración o la liquidación, éste se encontrará libre de cualquier acto individual de cobro que pueda suponer la ejecución de su patrimonio.

En efecto, el prevenir que los acreedores puedan iniciar acciones individuales de cobro en procura de la recuperación de sus créditos supone que dichos intereses individuales se encuentran condicionados al interés colectivo del conjunto de acreedores, toda vez que evitando dichas acciones individuales se incrementa el valor del negocio en crisis.

Sin embargo, conforme al artículo 26, inciso 2, de la LGSC, no es procedente promover un Procedimiento Concursal Ordinario por obligaciones impagas que se encuentren garantizadas con bienes del deudor o de terceros, salvo que el proceso de ejecución de dichas garantías resulte infructuoso.

Como fuera mencionado anteriormente, el legislador ha optado por establecer ciertos umbrales que los actores interesados deben alcanzar en caso soliciten el inicio de un procedimiento concursal, con la finalidad de evitar que dichos procedimientos se masifiquen y supongan un uso descontrolado del Sistema Concursal frente a cualquier incumplimiento, y que permitan que cualquier clase de obligaciones, sin considerar su cuantía, antigüedad o exigibilidad, puedan generar el inicio de un procedimiento que tenga efectos respecto de todos los bienes y derechos del deudor concursado.

Sin embargo, considero, no menos que desafortunada, la inclusión de una norma como la materia de comentario, toda vez que resta legitimidad a los acreedores que cuentan con garantías reales para solicitar el inicio de un Procedimiento Concursal Ordinario, pese a mantener créditos impagos y exigibles, en los términos definidos por la LGSC.

En efecto, la norma bajo comentario envía un mensaje sumamente nocivo al sistema financiero en general: los acreedores que fueron lo suficientemente diligentes como para obtener una garantía real, haya sido otorgada por el deudor o por terceros, con la finalidad de respaldar el cumplimiento de su crédito, se encuentran impedidos de acceder a los beneficios del Sistema Concursal en caso la obligación no sea satisfecha, toda vez que previamente deben iniciar un proceso judicial destinado a ejecutar la garantía otorgada y, asimismo, acreditar ante la autoridad concursal que dicho proceso de ejecución resultó «infructuoso».

Es más, considero que una norma como la comentada resta total protección al acreedor garantizado y perjudica la posibilidad de recuperación de sus acreencias, así como desprotege su condición de acreedor en contrapartida con un acreedor común que no cuenta con esta limitación legal.

La norma comentada requiere que el acreedor garantizado deba iniciar un proceso de ejecución de garantías para que luego de un proceso judicial largo y extenuante, se encuentre legitimado para gozar de los beneficios del procedimiento concursal (la realidad peruana demuestra que un proceso de ejecución de garantías puede demorar entre dos y tres años). Lo anterior es sin perjuicio de que dentro de este lapso el deudor pueda haber transferido una parte importante de su patrimonio, sin que pueda disponerse el retorno de dichos activos a la masa concursal, por encontrarse fuera del periodo de sospecha legal.

Asimismo, la norma omite aclarar cuándo un proceso de ejecución de garantías es «infructuoso». ¿Se debe entender cuando el valor de ejecución de la garantía es inferior a la deuda garantizada? ¿Se debe entender acaso cuando el proceso judicial concluya sin un beneficio real para el acreedor, o acaso cuando acreedores con rango superior impiden al demandante obtener el cobro de su acreencia?

Por lo anterior, considero que el artículo 26, inciso 2, de la LGSC encarece irracionalmente el costo del crédito para un deudor concursado a efectos de superar su situación de insuficiencia patrimonial. Por el contrario, ante una norma de esta naturaleza los acreedores se verán incentivados a buscar otros medios que respalden su crédito y que no limiten un posible acceso al Sistema Concursal, mecanismos que ciertamente causarán que se traslade sus costos de transacción al deudor y limitarán las posibilidades de este último de obtener crédito en el mercado.

5. Finalmente, y sobre la base de lo expuesto hasta el momento, el impacto de la crisis financiera internacional es un tema que no puede dejar de ser abordado por la coyuntura nacional que vivimos; en este

escenario comprender el contexto en el que se originó la crisis financiera resulta de vital importancia.

Al respecto, ¿qué eventos, en específico, determinaron la generación de la crisis financiera global? ¿cuáles fueron las circunstancias y los actores que propiciaron la crisis? ¿cuál fue el primer indicio de la quiebra que se dio en el mercado?

La crisis financiera global se generó como resultado de una serie de eventos sucesivos, que paso a explicar brevemente. En primer lugar, a comienzos de este siglo en los Estados Unidos se dio una súbita baja en las tasas de interés y una gran disponibilidad del crédito al consumo, en especial para la adquisición de viviendas. Debido a la gran disponibilidad de crédito, muchos ciudadanos americanos adquirieron viviendas mediante créditos hipotecarios. Los beneficiarios de estos créditos fueron principalmente ciudadanos que, dado su perfil crediticio, en otras circunstancias no hubieren calificado para el otorgamiento de un préstamo. Eran los denominados NINJAS («No Income, No Job, No Assets»). Todo ello generó un incremento acelerado en el precio de las viviendas. Los créditos hipotecarios otorgados contenían una cláusula que obligaba al deudor, pagar tasas de interés variables.

Los créditos hipotecarios de dudosa cobrabilidad («sub-prime») fueron luego transferidos por las instituciones financieras prestamistas a patrimonios autónomos, que emitieron títulos valores, con respaldo en activos subyacentes, conformados por la deficiente capacidad de pago del deudor hipotecario más la garantía hipotecaria de la vivienda sobre-valorizada. A estos títulos valores se les conoce como «mortgage asset-backed securities». Con ello, la entidad financiera que originó la colocación de alto riesgo al ciudadano con una deficiente capacidad crediticia, se deshacía del riesgo inherente a la colocación y recibía recursos frescos para colocar nuevos créditos hipotecarios a ciudadanos de bajos recursos económicos. Los «mortgage asset-backed securities» fueron comprados por bancos de inversión, compañías de seguro, administradoras de fondos de inversión y de fondos de pensión y otros inversionistas institucionales, en los mercados de capitales a nivel mundial. Asimismo, estos «mortgage asset-backed securities» recibieron en la mayoría de casos una buena calificación de las clasificadoras de riesgo quienes desempeñaron un pobre papel en la evaluación del riesgo intrínseco o subyacente a dichos valores.

A su vez, los inversionistas institucionales formaron paquetes de «mortgage asset-backed securities» y crearon instrumentos financieros derivados denominados «collateralized debt obligations» («CDOs»). Como es lógico, el rendimiento del CDO

también dependía de la capacidad de pago del deudor hipotecario original. Finalmente, las compañías de seguros, brindaron cobertura contra el riesgo de no pago del deudor hipotecario original a través de los denominados «*credit default swap*».

Es decir, el riesgo de falta de pago del deudor hipotecario original, que fue convertido luego en una serie de valores mobiliarios, en sus distintas formas, terminó en manos de millones de inversionistas, ahorristas, pensionistas, asegurados y otros, en todas partes del mundo, ya sea directamente, o indirectamente, a través de su participación en bancos comerciales, bancos de inversión, compañías de seguros, administradoras de fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales.

En el año 2004, la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió subir las tasas de interés para frenar

un posible brote inflacionario. Ello generó que los precios de las viviendas comenzaran a caer debido a que el crédito se contrajo. Adicionalmente, se encarecieron las cuotas de los créditos hipotecarios, dado que las tasas de interés estaban pactadas con tasas variables. Todo ello generó una cadena de incumplimiento en los pagos de las cuotas de los créditos hipotecarios, en la ejecución de las viviendas adquiridas e hipotecadas y en la desvalorización de los títulos respaldados en dichos créditos hipotecarios.

La primera quiebra se anunció el 12 de setiembre de 2008, y fue la de Lehman Brothers. Le siguieron una serie de intervenciones del Tesoro Americano en instituciones ícono de los Estados Unidos, como AIG, Fannie Mae, Freddie Mac, a través de las operaciones de salvataje financiero («*bail out*») 