

002.72
V433
c.A

**CAMARA CHILENA DE
LA CONSTRUCCION**

DELEGACION REGIONAL VALPARAISO

SEMINARIO LEASING HABITACIONAL

7 DE MARZO DE 1994

07340
CAMARA CHILENA DE
LA CONSTRUCCION
Centro Documentación

**EXPOSICION DEL SEÑOR EUGENIO VELASCO MORANDE
PRESIDENTE DE HIPOTECARIA LA CONSTRUCCION S.A.**

LEASING HABITACIONAL

INTRODUCCION

El sistema de Leasing Habitacional creado por la ley Nº 19.281 del 15 de Diciembre de 1993, es un sistema que ha generado grandes expectativas, ya que se ha pensado que con él podrían generarse un número importante de viviendas anuales, comenzando por unas 5.000, para llegar hasta unas 40.000, cuando el mecanismo haya sido plenamente conocido y aceptado en el mercado.

Para que un sistema sea realmente capaz de generar un volumen tan importante de viviendas, es indispensable que haya alguien que sea capaz de financiarlo y para ello es condición sine qua non que existan inversionistas que estén dispuestos a ello.

No debe olvidarse que el inversionista, como todo agente del mercado, realiza las operaciones comerciales que le sean económicamente convenientes y, en tal sentido, estará dispuesto a comprar aquellos instrumentos que le proporcionen una rentabilidad adecuada, y será ésta en último término la que fijará el valor de dichos instrumentos.

La decisión de invertir estará siempre supeditada y condicionada a una evaluación positiva en cuanto al riesgo del negocio y, de ser este muy alto - los negocios no podrán hacerse porque lo impiden las propias normas que rigen las inversiones - o el precio del instrumento se castigará por la vía de la elevación de la Tasa Interna de Retorno que se le asigne.

El éxito, por lo tanto, de la aplicación del sistema de arriendo de viviendas con promesa de compraventa, se cifra

principalmente en el interés de participar en él que puedan tener los inversionistas. Por tal motivo, estimo de vital importancia que la ley no sólo proteja los intereses de los arrendatarios-promitentes compradores, sino que sea equitativa y también cree las condiciones necesarias para incentivar fuertemente la participación de los inversionistas, en esta área.

I. PARTICIPACION DE LOS INVERSIONISTAS

Se distinguen para los efectos de esta ley, dos tipos de Inversionistas: los "Inversionistas Institucionales" que adquieren los instrumentos financieros que se emitirán contra los contratos de leasing habitacional otorgados, y las "Sociedades Inmobiliarias" que adquieren las viviendas para entregarlas en arriendo y obtienen los recursos financieros a través de la emisión de títulos de deuda, o bonos.

A. INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

Los principales Inversionistas Institucionales en Chile son: los Fondos de Pensiones; las Compañías de Seguro, especialmente de Vida; los Fondos Mutuos; las Sociedades Inmobiliarias de giro exclusivo del D.L. 3.500 y los Fondos de Inversión.

Se presenta un cuadro - como Anexo A - en el que se muestran los montos invertidos por estas instituciones desde el año 1983 hasta 1993 y su proyección para el año 2.000. De acuerdo a él, analizaremos solamente los dos grupos más importantes.

1. Fondos de Pensiones

Como se aprecia de dicho cuadro, los más relevantes son los Fondos de Pensiones, que surgen en 1981 luego de una drástica reforma en el sistema previsional. Estos representaban el 74% de las inversiones totales en 1992 y al 31/12/93 los recursos acumulados alcanzaban los 15.954 millones de dólares, estimándose

que éstos llegarían a unos 33 mil millones de dólares hacia el año 2.000.

En el proyecto actualmente en trámite que modifica la ley de Fondos de Pensiones, se autoriza a éstos a invertir hasta un 20% del fondo en instrumentos derivados de securitización de carteras inmobiliarias. Considerando solamente el crecimiento proyectado de los fondos, esto se traduce en que existiría un potencial para invertir más de 600 millones de dólares al año en títulos securitizados.

2. Compañías de Seguros de Vida

El segundo lugar lo ocupan las Compañías de Seguro de Vida, las que concentraban el 20% de las inversiones totales en 1992. Su fuerte desarrollo también está relacionado al nuevo sistema previsional, particularmente en lo que se refiere a las rentas vitalicias. Se estima que a fines de 1993, estas llegaron a unos 3.700 millones de dólares y que hacia fines de la década alcanzarán más de 6.300 millones de dólares.

Por su parte, en el proyecto de ley en trámite que modifica la Ley de Seguros, se señala que el monto máximo de todos los instrumentos derivados del sector inmobiliario, no puede superar el 40% de las reservas técnicas de las compañías de seguros de vida. Si se considera exclusivamente el futuro crecimiento de éstas, se concluye que podrían invertir sobre 100 millones de dólares anuales en instrumentos financieros derivados del área Inmobiliaria.

De lo anterior se concluye que los Inversionistas Institucionales podrían teóricamente invertir sobre 700 millones de dólares en este tipo de instrumentos, generados en el rubro inmobiliario.

No obstante hay que tener presente que las normativas exigen que los títulos que se adquirieran tengan una clasificación de riesgo mínima y que estos Inversionistas pueden invertir en otros instrumentos de renta fija que son sustitutos de los bonos derivados del sector inmobiliario, como son los bonos de empresa y los papeles de tesorería.

Dentro de este contexto es particularmente importante la evolución que presenten las Compañías de Seguro, ya que requieren invertir en instrumentos de renta fija de largo plazo (más de 15 años), condición que es ideal para el financiamiento de la vivienda.

B. SOCIEDADES INMOBILIARIAS

La segunda modalidad con que pueden participar en este negocio los inversionistas es, como ya se dijo, a través de las Sociedades Inmobiliarias, ya que la ley en esto es excluyente, al establecer que podrán darse en arrendamiento con promesa de compraventa viviendas sólo de dominio de Sociedades Inmobiliarias constituidas para este objeto, las que quedan sometidas al control de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Sin embargo, dentro de esta restricción, se abre un amplio campo de acción a diversos inversionistas, al autorizar la ley a operar como Sociedades Inmobiliarias a las Cajas de Compensación de Asignación Familiar o a

filiales de ellas, a las Agencias Administradoras de Mutuos Hipotecarios y a las Sociedades Inmobiliarias de giro exclusivo a que se refiere el D.L. 3.500.

Por otra parte, los Bancos y Sociedades Financieras también podrán constituir filiales como Sociedades Inmobiliarias. Y además, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras podrá autorizar a las compañías de leasing filiales de bancos, para operar dentro del sistema.

II. GENERACION DE INSTRUMENTOS DE INVERSION

A. SECURITIZACION DE CONTRATOS DE LEASING HABITACIONAL

De acuerdo al texto legal, las Sociedades Inmobiliarias están facultadas para emitir bonos.

Los activos que garanticen cada emisión se considerarán patrimonios separados destinados exclusivamente al pago de dichos bonos y serán inembargables por terceros a causa de otras obligaciones que estas Sociedades hubieren contraído.

Sin embargo, este sistema - que es una especie de securitización establecido en la ley - es de inferior calidad técnica que el que se incorpora en la Ley del Mercado de Valores ya aprobada en el Parlamento y a punto de ser promulgada, por lo que se estima probable que se efectúe una modificación a la ley de manera de mejorar este aspecto, no descartándose que en definitiva la securitización de carteras de leasing habitacional se efectúe por medio de las Sociedades Securitizadoras definidas en la Ley de Mercado de Valores.

Las Sociedades Securitizadoras definidas en dicha ley, tienen por objeto exclusivo la adquisición de letras hipotecarias, mutuos hipotecarios endosables y otros títulos susceptibles de ser adquiridos, según determine la Superintendencia de Valores y Seguros mediante normas de carácter general, y la emisión de títulos de deuda de corto y largo plazo.

Entre los otros títulos susceptibles de ser adquiridos, se podrán incluir los que provengan de contratos de leasing habitacional.

Es importante destacar que el concepto de patrimonio separado que se establece en ambas leyes, por ser inédito en nuestra legislación, modifica la norma general de la quiebra. En caso de quiebra de la Sociedad Securitizadora o de la Sociedad Inmobiliaria, los activos que están en cada patrimonio separado no pasan a integrar la masa de la quiebra. Se procede a enajenar cada patrimonio separado como una unidad patrimonial, engrosando la masa del patrimonio común el excedente producido en la liquidación de los patrimonios separados.

Asimismo, la insolvencia de un patrimonio separado no origina la quiebra de la Sociedad Securitizadora o de la Sociedad Inmobiliaria, debiéndose proceder en dicho caso a la liquidación del patrimonio separado.

Para garantizar el pago de los bonos, las Sociedades Securitizadoras deben constituir una garantía adicional, llamada colateral, cuya cuantía depende de la calidad de la cartera que se está securitizando. En el caso de los mutuos hipotecarios endosables, por ejemplo, se estima que este colateral fluctuaría entre el 2% y el 6% de la cartera securitizada. Con esto se pretende que los bonos emitidos logren una adecuada clasificación de riesgo que permita su adquisición por Inversinistas Institucionales.

B. EMISION DE TITULOS DE DEUDA A PARTIR DE CONTRATOS DE LEASING HABITACIONAL

En este proceso intervienen la Sociedad Inmobiliaria y los Inversinistas Institucionales y las funciones de cada uno de ellos se detallan a continuación:

Sociedad Inmobiliaria

- 1) Evalúa al solicitante
- 2) Adquiere la vivienda elegida por el solicitante
- 3) Suscribe el contrato de arrendamiento con promesa de compraventa.
- 4) Constituye los patrimonios separados y colaterales exigidos.
- 5) Emite y coloca los bonos.
- 6) Percibe los arriendos mensuales desde las entidades que administran las cuentas individuales.
- 7) Paga los cupones de los bonos a los tenedores de los títulos.
- 8) Cumplidas las condiciones para vender la propiedad al arrendatario, obtiene los recursos acumulados en la cuenta de ahorro metódico y transfiere la propiedad al arrendatario-promitente comprador.
- 9) Si se efectúan "prepagos" en relación al plazo esperado al suscribir el contrato de leasing, procede a rescatar anticipadamente títulos de deuda, por un procedimiento similar al sorteo de letras hipotecarias.

Inversionistas Institucionales

- 1) Adquieren en la Bolsa de Valores los títulos de deuda emitidos, en condiciones de mercado.
- 2) Cobran los cupones de los títulos adquiridos.

C. TASAS DE INTERES DE LOS BONOS

La Sociedad Inmobiliaria emitirá sus bonos a una tasa de interés lo más cercana a la Tasa Interna de Retorno que puedan lograr en el mercado.

Para efectos que la Sociedad Inmobiliaria no resulte deficitaria, su administración deberá considerar la TIR probable de sus bonos para definir la tasa de interés implícita en los contratos de arrendamiento con promesa de compraventa.

La TIR es definida al momento de colocar los bonos, hecho que ocurrirá tres o cuatro meses después de adquirida la vivienda y suscrito el contrato de leasing. En este contrato queda fijada la tasa de interés por todo el plazo del contrato. El riesgo de pérdida por variación de tasas entre ambas fechas es asumido por la Sociedad Inmobiliaria. En el caso de las letras hipotecarias originadas en los contratos de compraventa a crédito, dicho riesgo es asumido por la parte compradora.

La TIR que obtenga una emisión particular quedará determinada por dos factores básicos:

- 1) Por las políticas monetarias del Banco Central y las expectativas que tengan los diferentes agentes que intervienen sobre las condiciones futuras de la economía, los que afectan al mercado como un todo.
- 2) Por el riesgo que los Inversionistas Institucionales perciban en un determinado instrumento, aspecto que como ya se ha indicado, es fundamental para la viabilidad del sistema.

D. RIESGOS

Si los Inversionistas Institucionales perciben que los títulos derivados de carteras de contratos de leasing habitacional presentan un mayor riesgo que otros instrumentos de renta fija comparables, exigirán una mayor TIR para esos bonos.

Para subsanar dicha situación, las Sociedades Inmobiliarias podrían incrementar los colaterales, de manera de dar mayores seguridades a los Inversionistas Institucionales.

En cualquier caso, las Sociedades Inmobiliarias se verán obligadas a exigir una mayor tasa de interés a los contratos de leasing que suscriban.

En este contexto es conveniente hacer un paralelo comparando diferentes clases de riesgo que presentarían bonos respaldados por carteras de leasing frente a los respaldados por carteras de mutuos hipotecarios.

Para estos efectos, haremos un análisis comparado de:

- riesgos derivados del cuerpo legal
- riesgos financieros
- riesgos de crédito: de las garantías
de los sujetos de crédito
descuento por planilla
seguros de cesantía

E. RIESGOS DERIVADOS DEL CUERPO LEGAL

1. Solución de conflictos

En lo fundamental, el sistema de arbitraje contemplado en la ley para recuperar el bien raíz en caso de no pago del arrendatario, señala que el Estado confecciona la nómina de árbitros y que cualquiera de las partes puede deducir recursos para impugnar la decisión del juez árbitro.

No hay ninguna razón para que los árbitros que van a dirimir las dificultades no sean elegidos por las partes. El hecho que sean nominados por el Poder Ejecutivo sólo trae consigo permitir que se piense que en un futuro puedan existir intereses políticos involucrados en la solución de estas controversias.

Por otra parte, es necesario establecer una justicia arbitral en única instancia, que de seguridad que los activos que respaldan los títulos emitidos puedan ser recuperados oportunamente en los casos que deba resolverse el contrato por incumplimiento del arrendatario. A este respecto, no se contempla un procedimiento expedito ante la justicia ordinaria, distinto al existente actualmente, para asegurar la facultad de coerción para el cumplimiento de las resoluciones de los jueces árbitros, como es el lanzamiento. En ese sentido, la actual ley de arriendos proporciona más seguridades al propietario, que el sistema propuesto.

Por otro lado, como se trata de hacer una evaluación comparativa de la seguridad de los instrumentos a través de los riesgos implícitos en el negocio, debe hacerse ver que en el caso de créditos financiados con letras de crédito, la Ley de Bancos contempla un juicio hipotecario especial en el que los deudores pueden oponer sólo tres excepciones: el pago de la deuda, la prescripción y no empecer el título al ejecutado. Se estima que este procedimiento es más expedito que el sistema de arbitraje que contempla actualmente la Ley de Leasing Habitacional.

Leasing

2. GASTOS QUE SE OBLIGAN A LA SOCIEDAD INMOBILIARIA

La Ley de Leasing hace asumir a la Sociedad Inmobiliaria gastos que en el caso de los créditos hipotecarios los asume el deudor.

Es así que la Sociedad Inmobiliaria queda obligada al arreglo de los daños o perjuicios que sufra una propiedad, e incluso la obliga a proporcionar al arrendatario una nueva vivienda si ésta es considerada inhabitable por la Dirección de Obras Municipales. Esto es particularmente grave si se considera que las Compañías de Seguros Generales consideran exclusiones en sus pólizas, como es el caso de los conflictos bélicos. Si se produce un siniestro no cubierto, la Sociedad Inmobiliaria queda obligada a proporcionar una nueva vivienda, sin poder resarcirse de las pérdidas incurridas. Esto evidentemente incrementa el riesgo de los títulos emitidos contra estas carteras.

Por otra parte la Sociedad Inmobiliaria queda obligada a pagar los impuestos que gravan la propiedad y las primas de seguros de incendio y de cesantía. Y en un horizonte de 15 o 20 años, que sería el plazo de un leasing típico, es muy difícil prever cómo variarán los impuestos o las primas de seguro, por lo que la Sociedad Inmobiliaria deberá recargar la tasa de colocación para cubrirse de eventuales variaciones en estos gastos. No obstante, si sus estimaciones resultan insuficientes, se verán reducidos los flujos a que tiene derecho, afectando al patrimonio separado y eventualmente a los tenedores de títulos.

3. CLAUSULAS PENALES

Es necesario hacer presente que en el reglamento de la ley que se dicte al efecto, no se incluya norma alguna que impida o dificulte la celebración de cláusulas penales para asegurar el pago de eventuales indemnizaciones de perjuicio por incumplimiento del contrato de compraventa prometido.

Si al momento de celebrarse un contrato de arrendamiento con promesa de compraventa se fija un precio determinado para una vivienda y una vez transcurridos algunos años su valor de mercado es superior al precio que se pactó, el interesado estará fuertemente incentivado para dar cumplimiento oportuno al contrato.

Si por el contrario, constata que el valor de la vivienda es menor que el precio de venta prometido, tenderá a no cumplir el contrato, de manera tal que el arrendador se vea obligado a pedir su resolución. Con el saldo acumulado en la cuenta de ahorro podría comprar una vivienda similar a la que arrienda, a un precio menor que el pactado.

Una manera de evitar este riesgo es el pactar una cláusula penal que obligue al arrendatario al pago de una indemnización por incumplimiento del contrato, con cargo a los fondos que ha acumulado en su cuenta de ahorro.

Lo anterior permitiría una relación entre arrendador y arrendatario más equitativa y de un riesgo similar al de una operación de crédito hipotecario.

F. RIESGOS FINANCIEROS

La suscripción de un contrato de arriendo con promesa de compraventa obliga al interesado a:

1. Pagar mensualmente un canon de arrendamiento cuyo monto es función de una tasa de interés de colocación, la que es fija y permanece invariable durante todo el plazo del contrato.
2. Abonar mensualmente una proporción de su renta en un fondo que le permitirá adquirir la vivienda al término del plazo pactado. La rentabilidad de este fondo es variable.

Si la rentabilidad del fondo resulta superior a la estimada por la Sociedad Inmobiliaria para fijar la cuota mensual, el arrendatario podrá adquirir anticipadamente la propiedad, lo que equivale a un prepago.

Si por el contrario, la rentabilidad del fondo resulta inferior a la estimada, el arrendatario eventualmente no podrá reunir los recursos necesarios para cumplir con la promesa de compraventa.

Evidentemente el prepago perjudica al Inversor Institucional, por cuanto le provoca un descalce entre activos y pasivos. No obstante en las operaciones de crédito hipotecario se genera el mismo perjuicio por cuanto éstas permiten el prepago en condiciones que son ventajosas para el deudor.

A este momento es difícil determinar si el leasing habitacional tiene una mayor o menor probabilidad de prepago que los créditos hipotecarios. Esto sólo se podrá conocer en el largo plazo.

G. RIESGOS DE CREDITO

1. De las Garantías

Es evidente que un mecanismo donde se financie el 100% del valor de una vivienda, como podría ser el contrato de arrendamiento con promesa de compraventa, frente a uno donde se financia solamente el 75%, como es el caso de los créditos hipotecarios, presentará una menor holgura ante eventuales caídas en el valor de los bienes raíces, haciendo más probables las pérdidas e incrementando el riesgo.

De esto se deduce que para igualar el nivel de riesgo entre el leasing habitacional y los créditos hipotecarios, es necesario que el arrendatario-promitente comprador haya completado un ahorro previo y que éste lo aplique a financiar parte del precio de la vivienda al momento de suscribir el contrato de arrendamiento. Dicho aporte, puede ser tratado como una primera renta de arrendamiento, mayor que las sucesivas.

A este respecto, en el caso de operaciones con subsidio habitacional, resulta conveniente que el Fisco entregue el subsidio en la forma de un bono de largo plazo en vez de entregarlo diferido. Los fondos obtenidos de transar dicho bono en el mercado, permitirían financiar parte importante de la primera renta de arrendamiento que se señala en el párrafo anterior.

Debe hacerse notar por otra parte, que el D.S. 44 que norma el Subsidio Habitacional, establece que el Estado cubrirá el 75% de la diferencia que resulte entre el producido del remate y el saldo insoluto de

financiamiento existentes en la actualidad, ya sea porque han sido incapaces de ahorrar para pagar el pie de una vivienda o porque son trabajadores independientes a los que les es difícil comprobar sus rentas.

Si bien el propósito es loable, desde el punto de vista de los Inversionistas Institucionales significa que se financiará a personas que no son sujetos de crédito y por lo tanto de mayor riesgo.

En el anexo B se presenta una comparación entre mutuos hipotecarios y leasing habitacionales para viviendas de igual valor. En éste se aprecia que si el arrendatario no tiene ahorro previo, el canon de arrendamiento será superior al dividendo en al menos un 24%.

Esto significa que se estaría financiando a una persona cuyas rentas son un 24% superiores a quien postula a un crédito hipotecario y que no ha sido capaz de ahorrar, a diferencia del deudor hipotecario que ha podido ahorrar un 25% del valor de la vivienda con esta renta inferior.

Se concluye por lo tanto que el postulante a un leasing por un 100% del valor de la propiedad es evidentemente más riesgoso que el deudor hipotecario.

3. Descuento por planilla

En el caso de empleados dependientes, las cuotas de ahorro metódico, que serán pagos obligados pactados en el contrato, serán descontadas por planilla por el

la deuda, para los tramos menores del subsidio. No existe un seguro comparable en el caso del leasing habitacional, por lo que a este respecto resulta más riesgoso para el inversionista que una operación de crédito hipotecario con subsidio habitacional comparable.

En las operaciones de leasing habitacional, el riesgo principal se concentra en los cinco primeros años, por cuanto, además de haber acumulado pocos recursos en el Fondo para la Vivienda, la ley establece que el arrendatario no puede imputar a los fondos existentes en sus cuentas de ahorro las rentas de arrendamiento, comisiones y seguros, a menos que haya hecho aportes por al menos cinco años.

Esta imputación puede ser requerida sólo por el arrendatario. La Sociedad Inmobiliaria sólo podrá requerirla hasta que quede ejecutoriada la resolución judicial del contrato y la Sociedad Inmobiliaria obtenga la restitución de la vivienda.

2. De los Sujetos de Crédito

El objeto de las Sociedades Inmobiliarias es adquirir viviendas para entregarlas en arriendo con promesa de compraventa y le interesará percibir sin conflicto los arriendos a que tiene derecho. Para esto evaluará en primer término la capacidad de pago del arrendatario y sólo después la calidad de la "garantía".

Se ha puesto bastante énfasis en que el sistema de leasing habitacional irá en ayuda de aquellos sectores que no tienen acceso a la vivienda por los sistemas de

empleador, siendo aplicable a este caso la legislación que regula la retención de cotizaciones previsionales, la cual contempla mecanismos para la cobranza judicial en caso de incumplimiento.

En este aspecto el leasing habitacional presenta ventajas respecto de los créditos hipotecarios, por cuanto si bien en estos se puede pedir al empleador el descuento por planilla, se requiere previamente una solicitud escrita expresa del empleado al empleador. Asimismo en el Código del Trabajo se establecen límites respecto del descuento que se puede efectuar. A diferencia del leasing habitacional, en este caso el empleador no tiene sanciones específicas por el incumplimiento o negativa a efectuar el descuento.

Sin embargo, en el procedimiento establecido para el descuento por planilla en la Ley de Leasing Habitacional, se perciben algunas deficiencias. En el caso que el empleador haya descontado el aporte pero no lo haya enterado a la institución, se produce una interrupción en el servicio del leasing, puesto que se deben agotar las gestiones de cobranza respecto de esos montos no enterados y sólo en ese momento ampliar el plazo original del contrato de arrendamiento.

Asimismo no está claro cómo operan los límites del descuento por planilla establecidos en el Código del Trabajo y en la misma Ley de Leasing, en aquel caso en que en la práctica el monto del aporte acordado en el contrato, que debe consignarse en UF., supere dichos límites, particularmente en el caso que las rentas del arrendatario disminuyan.

4. Seguros de Cesantía

La ley establece la obligatoriedad que la Sociedad Inmobiliaria contrate por su cuenta y cargo un seguro de desempleo que cubrirá el riesgo del no pago del aporte convenido.

La existencia de este seguro obligatorio es una ventaja respecto de los actuales sistemas de financiamiento de la vivienda que no contemplan este tipo de seguros. No obstante debe hacerse presente que el costo de este seguro es hoy desconocido y es muy probable que en dichas pólizas se establezca que no cubrirán los riesgos catastróficos, es decir los niveles de cesantía que ocurren en períodos recesivos.

III. CONCLUSIONES RESPECTO DE LA PARTICIPACION DE LOS
INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES Y LA GENERACION
DE INSTRUMENTOS DE INVERSION

- A. Existe un importante potencial de compra de bonos derivados del sector inmobiliario por parte de los Inversionistas Institucionales, quienes anualmente podrían invertir más de 700 millones de dólares en este tipo de instrumentos de renta fija provenientes del sector inmobiliario.
- B. La generación de nuevos instrumentos, en principio, siempre resulta atractiva para los inversionistas, quienes constantemente están en la búsqueda de otras áreas de acción. Sin embargo, para que la adquisición de tales instrumentos se materialice, es menester, en primer término, que transcurra un período de tiempo razonable que permita al mercado familiarizarse con el nuevo instrumento.
- C. Por lo anterior hay que buscar los instrumentos adecuados para poder canalizar estos recursos al sector inmobiliario. Uno de dichos instrumentos son los bonos con respaldo de carteras de leasing habitacional.
- D. Es importante que el instrumento sea de fácil transacción y manejo, y esta característica no se cumpliría en el caso de los bonos que pueden emitir las Sociedades Inmobiliarias, ya que los bonos se emitirían con garantía hipotecaria y/o prendaria sobre los bienes arrendados y sobre las rentas de arrendamiento, lo cual resulta bastante engorroso por el trámite de constitución y

alzamiento de los mencionados gravámenes, y por lo difícil que sería ejecutar la hipoteca.

- E. Los Inversionistas Institucionales tienen diversas alternativas de inversión en instrumentos de renta fija y adquirirán estos bonos a TIR de mercado más un premio que dependerá de la percepción del riesgo que tengan sobre esos títulos. Si se estima que los riesgos son demasiado elevados, simplemente no habrá interés en adquirir estos bonos.

- F. El mayor riesgo que se perciba, es traspasado al postulante a un leasing habitacional, por la vía de una mayor tasa implícita en el contrato.

- G. Al analizar la ley, se concluye que ésta se redactó pensando más en proteger los intereses del arrendatario que en crear las condiciones que incentiven fuertemente a los Inversionistas Institucionales para la adquisición de dichos títulos. Nada se logra con un criterio de esta naturaleza. Si el financiamiento que se consigue no es suficiente y a precios razonables, el mecanismo creado no se desarrollará y fracasará.

- H. Estas razones llevan a pensar que es necesario introducir modificaciones en la ley aprobada para disminuir los riesgos que se generan a partir del cuerpo legal y dejarlos a un nivel semejante al que se deriva de los créditos hipotecarios.

I. Por otra parte, desde el punto de vista de riesgo del crédito, se estima poco probable que los leasing habitacionales se efectúen sobre el 100% del valor de una vivienda, exigiéndose un aporte inicial. Dicho aporte podría financiarse en parte con el subsidio habitacional cuando éste exista. Y para ello se propone que el Estado emita un bono de largo plazo por el monto del subsidio, que el beneficiado pueda transar en el mercado secundario en lugar de que el Estado lo pague diferido.

IV. PROYECTOS INMOBILIARIOS

La generación de proyectos inmobiliarios que nacerán con motivo de esta ley debe analizarse considerando varios puntos de vista y especialmente los diferentes orígenes de donde provendrán los arrendatarios.

En mi opinión, considero poco probable que las Sociedades Inmobiliarias pretendan desarrollar el negocio de la construcción, puesto que esto es una función especializada y propia de las empresas constructoras.

Las Sociedades Inmobiliarias tendrán por sí mismas una labor ardua que incluye toda la serie de funciones ya detalladas en el punto B del capítulo II de este documento.

La demanda provendrá principalmente - como he mencionado en otras ocasiones - de sectores medios con buena capacidad de pago y que no han podido ahorrar; de empleados de empresas industriales o de servicios a los que éstas deseen resolverles el problema habitacional; de actuales allegados que a los niveles medios también los hay; de arrendatarios que deseen cambiarse a viviendas que puedan adquirir en el futuro; de arrendatarios que se vean atraídos por la movilidad que les proporciona el sistema, sin perder por ello el monto acumulado en su cuenta individual para la compra, al final del plazo convenido en el contrato.

El número de soluciones habitacionales que se logre por la vía de este sistema, es aún muy incierto y difícil de predecir, especialmente a la luz de los argumentos

desarrollados en los temas previos de esta exposición. Sin embargo de resolverse las incertidumbres o riesgos allí planteados, es dable esperar que en un universo de arrendatarios, que en el país alcanza una cifra superior a los 500.000, a lo menos inicialmente un 1% de dicha suma pretenda la utilización del leasing habitacional; cantidad que tendría que verse incrementada con el tiempo, en la medida que el sistema vaya validándose.

Sin perjuicio de lo anterior, en mi opinión creo que será difícil en un comienzo la creación de proyectos de construcción especialmente realizados para este fin. Más bien, las viviendas estarán dispersas y las Sociedades Inmobiliarias se dedicarán a comprar en diferentes lugares de las ciudades a fin de ir satisfaciendo los requerimientos a pedido de los clientes.

También es muy probable que las Sociedades Inmobiliarias entren en contacto con los promotores inmobiliarios y los Corredores de Propiedades, a fin de adquirir partes de sus proyectos para destinarlos al arriendo, diversificando las ubicaciones y tratando de disminuir los posibles riesgos de no pago.

Finalmente, un potencial digno de explorarse es aquel de las empresas industriales, de servicios u otras, incluídas las Fuerzas Armadas, que se ven en la necesidad de suministrarles casas a sus empleados o proporcionarles transporte diario a fin de que se trasladen hacia y desde las ciudades donde viven. Para este tipo de instituciones y considerando el alto grado de movilidad que la ley permite a los arrendatarios, el contrato de leasing habitacional es una excelente solución.

En resumen, los resultados de la aplicación de esta ley son muy dudosos en el comienzo y, a mi juicio, de no introducirse las modificaciones necesarias, su futuro es incierto. Pero si los inconvenientes que vemos para los Inversionistas Institucionales se resuelven, la ley generará un potencial de desarrollo que a no dudarlo, podrá hacer posible en el futuro que se cumplan las expectativas que en ella se han cifrado.

Santiago, marzo 7 de 1994

ANEXO A

INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES: CRECIMIENTO DE INVERSIONES
(millones de dólares)

Año	Fondos de Pensiones	Compañías de Seguros	Fondos Mutuos	Soc. Inmob.	Fondos Invers.	Total
1983	1.136	380	97			1.614
1984	1.244	524	80			1.848
1985	1.533	437	109			2.079
1986	2.117	581	202			2.900
1987	2.708	748	272			3.727
1988	3.584	1.064	372			5.020
1989	4.470	1.312	328			6.110
1990	6.658	1.855	434			8.948
1991	10.065	2.539	846	32	25	13.507
1992	12.395	3.340	941	59	53	16.788
1993 (e)	15.954	3.725	s/i	s/i	s/i	19.679
2000 (p)	33.123	6.384				39.507
Crec. anual	11% (p)	8% (p)				

(e): Cías de Seguro: estimación
(p): Proyectado

ANEXO B

COMPARACION MUTUO HIPOTECARIO Y LEASING HABITACIONAL

	UF.	UF.
<u>Mutuo Hipotecario</u>		
Precio de la vivienda	1.500,00	2.000,00
Subsidio	90,00	---
Ahorro Previo	285,00	500,00
Mutuo	1.125,00	1.500,00
Dividendo	9,62	12,64
Con TIR de mercado de 6,60%		
<u>Leasing Habitacional SIN ahorro previo</u>		
Canon (con tasa de ganancia de los ahorros: 5% anual)	12,98	17,97
Canon (" " " : 7% ")	12,24	16,98
Canon (" " " : 8% ")	11,92	16,56
<u>Leasing habitacional CON ahorro previo</u>		
Ahorro previo	285,00	500,00
Canon (con tasa de ganancia de los ahorros: 5% anual)	11,17	14,70
Canon (" " " : 7% ")	10,02	13,17
Canon (" " " : 8% ")	9,49	12,46
Con tasa de descuento para el subsidio diferido de 6% anual		

Santiago, marzo 7 de 1994