

**EL LEASING HABITACIONAL
A TRES AÑOS DE SU IMPLANTACION**

Ricardo Villegas

INDICE

PRESENTACION

1. ANTECEDENTES GENERALES.....	1
2. AREAS DE NEGOCIO.....	4
2.1.Administradoras de cuentas de ahorro.....	5
2.2.Administradoras de Fondos para la Vivienda (AFV).....	9
2.3 Sociedades Inmobiliarias.....	12
2.4 Sociedades Securitizadoras.....	16
3. COMENTARIOS FINALES.....	18
4. ANEXO.....	20

PRESENTACIÓN

La Corporación de Investigación, Estudio y Desarrollo de la Seguridad Social, CIEDESS, es una entidad creada en 1991 por la Cámara Chilena de la Construcción y 10 de las entidades que integran su Red de Acción Social, cuya misión es la de contribuir al perfeccionamiento y desarrollo de la seguridad social, labor que cumple a través de la investigación, el estudio y el intercambio de conocimientos, experiencias y tecnologías.

En el cumplimiento de sus objetivos, CIEDESS da especial prioridad al área de publicaciones como una forma de comunicar masivamente conceptos, ideas, realidades y propuestas que permitan plantear mejoras o nuevas estructuras en los programas de seguridad social en general.

Esta nueva serie de publicaciones "Ensayos" tiene por objeto la publicación de artículos que contengan propuestas de mejoramiento a los programas chilenos de seguridad social, especialmente en aquellos aspectos que estén siendo más controvertidos por la opinión pública y en aquellos que es necesario afianzar los pilares de su estructuración.

El sistema de arrendamiento de viviendas con promesa de compraventa, conocido como leasing habitacional, ha sido objeto de innumerables críticas especialmente debido a que generó un conjunto de expectativas que, aparentemente, en la práctica no ha podido satisfacer. En la primera parte del Ensayo que se presenta, se efectúa un recuento de las razones que originaron este sistema, señalándose los problemas que pretendía resolver con su puesta en marcha.

En la segunda parte del Ensayo que se presenta se describe este sistema desde la perspectiva de las áreas de negocios que involucra, entregándose una descripción detallada de cada una de las industrias que participan en él conjuntamente con el grado de desarrollo y cobertura alcanzado por cada una de ellas.

En el capítulo final se hace un enriquecedor análisis de la trayectoria del sistema y de sus aportes al mercado de financiamiento habitacional y del ahorro, proponiendo algunas medidas correctivas que se deducen del análisis de cada una de las industrias que participan en el sistema.

CIEDESS agradece muy sinceramente al autor de este Ensayo, señor Ricardo Villegas quien ha vertido en este texto su valiosa experiencia y conocimientos de esta nueva modalidad de ahorro y compra de la vivienda.

Julio de 1999.

Ricardo Villegas

El Leasing Habitacional a tres años de su Implantación

1. ANTECEDENTES GENERALES.

En el mes de diciembre de 1993 fue publicada en el Diario Oficial la Ley N°19.281, que definió el marco normativo para el funcionamiento del sistema de arrendamiento de viviendas con promesa de compraventa, disposición legal que fue modificada en el mes de agosto de 1995, a través de la publicación en el Diario Oficial de la Ley N°19.401, que complementó y perfeccionó el marco legal inicialmente definido. Durante los meses de diciembre de 1995 y enero de 1996, se dictaron los decretos que reglamentaron el funcionamiento del sistema, dejándose de esta manera implementada la normativa para la operación del mismo.

Este marco normativo dio origen a un sistema que involucra dos mercados: el primero referido a la apertura y administración de cuentas de ahorro y, el segundo, relacionado con el financiamiento de viviendas mediante un contrato de leasing.

En el primero de ellos se distinguen dos entidades: las encargadas de abrir y mantener cuentas de ahorro, como asimismo, constituir el fondo para la vivienda con los aportes depositados en dichas cuentas, como son las Cajas de Compensación, los Bancos y las Sociedades Financieras; y, las Administradoras de Fondos para la Vivienda, cuyo objeto es invertir los recursos acumulados en las cuentas indicadas en los instrumentos financieros autorizados por la ley.

En el segundo mercado se identifican dos tipos de sociedades que participan en el proceso: la sociedad inmobiliaria que es la encargada de adquirir las viviendas para entregarlas en arrendamiento con promesa de compraventa; y, la sociedad securitizadora cuya misión es formar patrimonios separados con las viviendas y los respectivos contratos, con el objeto de emitir bonos que puedan ser adquiridos por inversionistas institucionales. Es necesario destacar que la securitización, dada la limitación que tienen dichos inversionistas para colocar directamente parte de sus reservas en dichos activos, constituye la única alternativa masiva de refinanciamiento de este sistema.

Este sistema tuvo su origen en un conjunto de necesidades que se detectaron en el mercado de financiamiento habitacional y del ahorro para vivienda, entre las cuales se pueden señalar las siguientes:

1. La primera de ellas se refiere al déficit habitacional existente. Déficit que según la metodología de medición utilizada oscila entre 400 y 800 mil viviendas. Es decir existe un número importante de familias que no cuentan con vivienda propia, debido entre otros motivos a la falta de financiamiento especialmente para las personas de bajo nivel de ingresos, situación que a través del sistema de leasing habitacional se pretendía superar.
2. La adquisición de la vivienda propia constituye un sueño de toda familia y generalmente, una vez conseguida, es para toda la vida. Sin embargo, las aspiraciones de tipo de vivienda cambian en el curso de la vida de las familias, es así como, una pareja joven requiere una vivienda de tamaño menor, cuando la familia crece por la llegada de los niños se necesita una vivienda de tamaño medio, cuando los niños se transforman en adolescentes se desea contar con una habitación para cada uno de ellos y, por consiguiente, una vivienda de mayor tamaño y, por último, cuando los hijos se van se volverá nuevamente a una vivienda de tamaño menor. Esto sugiere la conveniencia de contar con un mecanismo flexible de cambio de vivienda, como es el establecido en la legislación del leasing habitacional. Un antecedente interesante es que en Chile el promedio de viviendas usada por una familia asciende a 1,1 durante el ciclo de vida de ella y en países desarrollados este indicador alcanza a 5.
3. Un tercer fundamento lo constituye la dificultad que tienen las familias jóvenes, especialmente de bajos ingresos, para ahorrar y pagar arriendo simultáneamente, aspecto que en alguna medida se pretendía superar con el leasing habitacional, al reducir la necesidad de ahorro previo.
4. El mercado de viviendas es un mercado poco flexible para transferir la propiedad de ellas, puesto que si bien existen servicios de corretaje de propiedades, es necesario efectuar un conjunto de actividades para la compraventa de viviendas, entre las que se cuentan, búsqueda de comprador, prepago de la deuda en caso de que proceda, trámites de venta, como por ejemplo, evaluación del comprador por entidades crediticias y celebración de contrato de compraventa. Esta complejidad no desaparece necesariamente con el sistema de leasing habitacional, sin embargo, al no existir una transferencia de propiedad hasta el término del contrato bajo esta modalidad, podría significar una tramitación más expedita para los endosos de contratos. A su vez, al estar involucradas instituciones como las Cajas de Compensación se podrá contar con

servicios de búsqueda de compradores y/o vendedores a través de estas instituciones.

5. Los recursos destinados a instrumentos hipotecarios por los inversionistas institucionales ascendían aproximadamente 3.500 millones de dólares al 31 de diciembre de 1994. Se esperaba que con el leasing habitacional esta suma pudiera aumentar a 6.000 millones de dólares, lo que equivale al financiamiento de más de 200.000 viviendas.
6. Otro aspecto que se tuvo en cuenta para la creación del leasing habitacional está referido a la alta participación estatal en el financiamiento de viviendas de bajo valor. En efecto, casi el 90% de su valor es financiado por el Estado a través de subsidio y de crédito hipotecario. En el leasing que se espera que por sus características pueda ser más accesible para este grupo de la población, será el sector privado a través del proceso de securitización, quien financiará la parte no cubierta por el subsidio ni por el ahorro del interesado.
7. Cuando una persona ahorra para la vivienda y quería postular al subsidio habitacional, debía hacerlo a través de una cuenta de ahorro de las existentes en el sistema financiero, las que generalmente pagaban la tasa de interés más baja del mercado. Esto constituía un castigo al ahorrante, especialmente para las personas de menores ingresos que son las que postulan al subsidio habitacional. Dado que los recursos depositados por los ahorrantes en las cuentas de ahorro del sistema de leasing habitacional, constituyen un fondo para la vivienda y al ser invertidos de acuerdo al marco regulatorio que establece la ley, el ahorrante devenga la rentabilidad total de dichas inversiones, situación que permitiría una rentabilidad superior a las cuentas de ahorro tradicionales, aspecto que favorecería directamente al ahorrante.
8. Otro fundamento del sistema está referido al alto arriendo que tradicionalmente han pagado las personas de bajos ingresos como porcentaje del valor de la vivienda. En efecto, en términos anuales este porcentaje puede alcanzar hasta un 20%, lo que en términos simples significa que en algo más de cinco años se pagaría el equivalente al valor de la vivienda por concepto de arriendo.

Si bien, este conjunto de necesidades observables en el mercado habitacional no han sido totalmente resueltas por la aplicación de este sistema, es indudable que su puesta en marcha ha significado un impacto importante en diversos aspectos del funcionamiento del mercado del ahorro y del financiamiento habitacional, aunque no haya alcanzado las magnitudes de cifras que se esperaban de este sistema. En el punto siguiente, a través del análisis de las

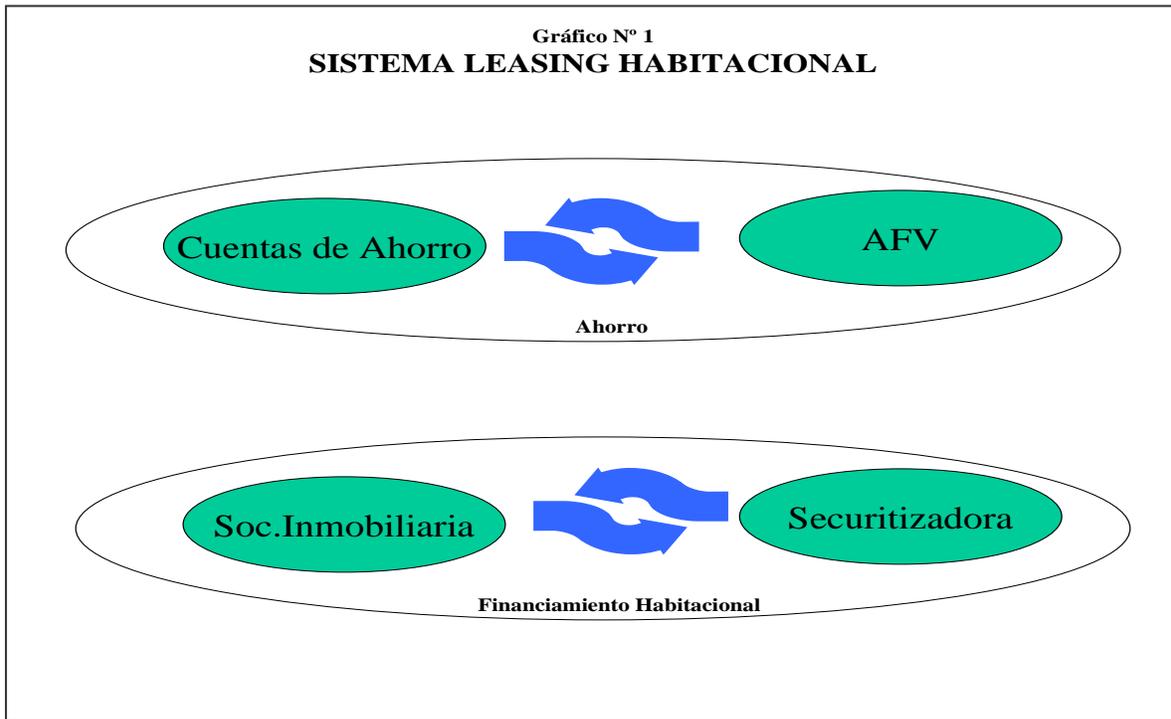
áreas de negocios del leasing habitacional, se presentan las principales cifras alcanzadas en los tres años de operación del sistema.

2. AREAS DE NEGOCIO.

Como se señaló, la normativa que creó el leasing habitacional generó dos áreas de negocios, la relativa a la administración de cuentas de ahorro para la vivienda y la relacionada con el financiamiento habitacional. En efecto, el sistema opera a través de la apertura de una cuenta de ahorro en cualquiera de las instituciones autorizadas al efecto, las que al recibir los depósitos los transforman en cuotas del fondo para la vivienda, transfiriéndolos a la Administradora de Fondos para la Vivienda para que esta sociedad invierta los recursos de dicho fondo en los instrumentos financieros definidos por la ley y de acuerdo a la política establecida en el respectivo contrato de administración.

Por su parte, la persona interesada en financiar la adquisición de su vivienda mediante este sistema, solicita un "crédito" a una sociedad inmobiliaria la que, una vez evaluadas la calidad del deudor y de la garantía (vivienda), celebra un contrato de arrendamiento con promesa de compraventa, mediante el cual cobra mensualmente el arriendo (intereses por el crédito), y al final del plazo del contrato recibe el valor total de la vivienda, el cual es acumulado durante el período del contrato en la cuenta de ahorro del arrendatario. A su vez, la inmobiliaria obtiene refinanciamiento a través de dos vías alternativas, la emisión de bonos, lo que tiene la limitación del nivel de endeudamiento máximo de estas sociedades; y, la securitización de los contratos de arrendamiento con promesa de compraventa.

Estas dos áreas de negocios con el respectivo flujo monetario se presentan en el gráfico N° 1, donde se observa claramente la independencia del negocio de administración de cuentas de ahorro para la vivienda del referido al financiamiento habitacional, no obstante lo favorable que sería para el primero la rápida realización del segundo. En efecto, las cuentas de ahorro contempladas en el leasing habitacional se han constituido en una alternativa eficiente a las que actualmente ofrece este mercado, señalándose que este producto por sí solo justifica plenamente la creación legal de este sistema, sin embargo, los recursos que se agregarían como consecuencia del ingreso del ahorro metódico masivo proveniente de operaciones de leasing aceleraría la acumulación de recursos en estas cuentas.



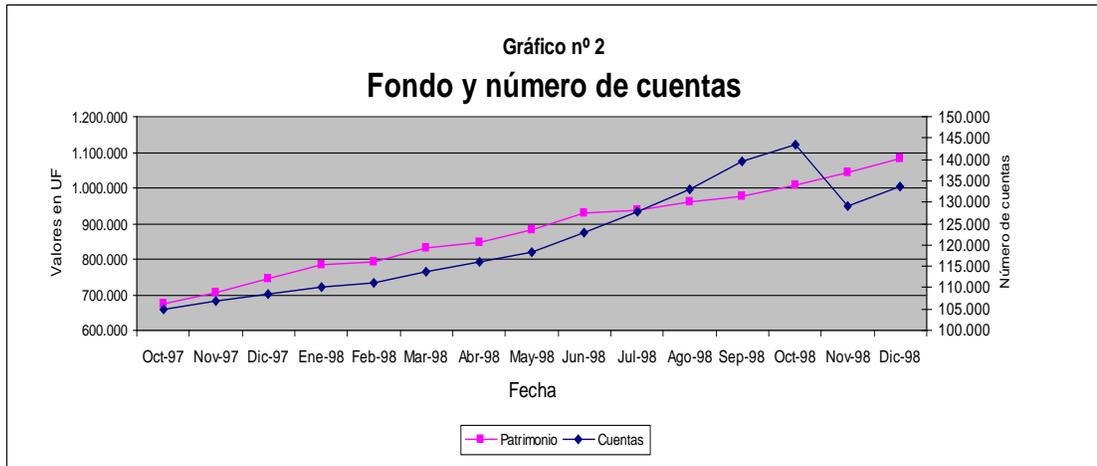
Como se puede observar en el gráfico N° 1 se identifican cuatro tipos de empresas asociadas a la operación de este sistema: las administradoras de cuentas individuales o instituciones recaudadoras, las administradoras de fondos para la vivienda, las sociedades inmobiliarias y las sociedades securitizadoras, las que serán analizadas a continuación.

2.1. Administradoras de cuentas de ahorro.

De acuerdo a lo dispuesto por la Ley N°19.281 y sus modificaciones las cajas de compensación de asignación familiar, bancos y sociedades financieras están facultadas para abrir y mantener cuentas de ahorro para el arrendamiento de viviendas con promesa de compraventa, con el objeto de recibir en ellas el ahorro metódico y el ahorro voluntario que efectúen sus titulares, a fin de pagar las rentas de arrendamiento y acumular fondos suficientes para financiar la compra de las viviendas arrendadas en el plazo convenido entre las partes. A su vez, el mismo cuerpo legal establece que para abrir cuentas de este tipo no será necesario que los interesados hayan suscrito un contrato de arrendamiento de la vivienda con promesa de compraventa. Por su parte el Ministerio de Vivienda y Urbanismo habilitó estas cuentas para constituir el ahorro exigido para postular al subsidio habitacional en cualquiera de sus modalidades.

En consecuencia, mientras los ahorrantes no opten por suscribir un contrato de arrendamiento con promesa de compraventa con el consiguiente contrato de ahorro metódico, estas cuentas de hecho serán de libre disponibilidad. Es así como aunque el sistema de leasing habitacional no se ha desarrollado en forma significativa, las cuentas de ahorro han constituido una alternativa atractiva para los ahorrantes y, por ello, las instituciones administradoras de cuentas de ahorro han captado interesantes recursos por este concepto.

A la fecha de elaboración de este ensayo, en el mercado de las cuentas de ahorro participaban nueve instituciones: tres bancos (del Estado, Desarrollo y BHIF) y seis Cajas de Compensación (de Los Andes, 18 de septiembre, Los Héroes, Javiera Carrera, Gabriela Mistral y La Araucana). La evolución del número de cuentas y del valor del patrimonio acumulado en este sistema se presenta en el gráfico N° 2, según datos entregados por el Ministerio de la Vivienda y Urbanismo.



En el gráfico N° 2 se observa que el sistema acumuló al 31 de diciembre recién pasado la suma de 1.082.891 unidades de fomento correspondientes a 133.815 cuentas, suma que demuestra la importancia de este sistema como alternativa de ahorro para la vivienda. Sin embargo, si se comparan estas cifras con las que presenta el sistema de ahorro para la vivienda tradicional, se observa que aún no se ha producido un traslado masivo de los ahorrantes de dicho sistema, no obstante la mejor rentabilidad que en promedio han obtenido los fondos acumulados en la cuenta de ahorro leasing, como se analizará más adelante. En efecto, el monto acumulado en las libretas de ahorro tradicional para la vivienda que mantienen bancos y sociedades financieras supera los 21 millones de unidades de fomento, correspondientes a más de un millón y medio de libretas, cantidades que equivalen a 20 veces y 10 veces las acumuladas en el sistema leasing respectivamente.

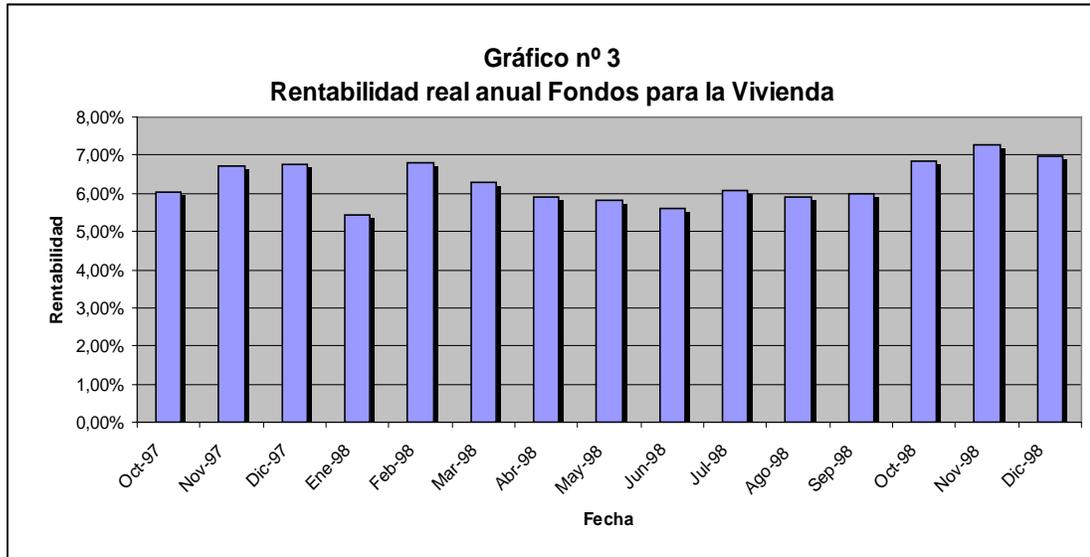
En cuanto a la rentabilidad que han obtenido las cuentas de este sistema, ésta se compone de la ganancia de las inversiones del fondo menos las comisiones que las instituciones recaudadoras cobran a los ahorrantes. En efecto, las instituciones pueden obtener una retribución que se establezca sobre la base de comisiones de cargo de los titulares de las cuentas, las que serán deducidas de los saldos acumulados en éstas, la cual comprenderá, entre otros gastos, la remuneración de la sociedad administradora del Fondo (AFV), y será establecida libremente por cada institución, con carácter de uniforme para todos los titulares de cuentas de un mismo fondo. Estas comisiones están exentas del Impuesto al Valor Agregado. Actualmente, existen comisiones de dos tipos en el sistema, una como porcentaje sobre el saldo acumulado en la cuenta; y, otra, referido a un porcentaje sobre la rentabilidad real de la misma.

Es interesante destacar la flexibilidad del sistema para el cobro de comisiones, puesto que, tal como se señaló, no tiene restricciones en cuanto a la definición de ellas pudiendo utilizarse cualquier base de cálculo y cualquier forma de distribución entre costo fijo y variable. En este sentido, si bien esta flexibilidad incentiva la creatividad de los administradores de cuentas para fijar precios que tiendan a generar una combinación óptima para los consumidores, también la diversidad de ellos puede producir alguna confusión al momento de comparar su aplicación entre las diversas alternativas de cuentas que entrega el mercado. En efecto, una comparación de esta naturaleza dependerá del nivel de ahorro, de los aportes periódicos y de la rentabilidad del fondo, situación que requiere de un análisis más detallado y de mejor información al ahorrante.

Sobre esta materia, las Superintendencias respectivas han instruido a las instituciones recaudadoras para mantener en un lugar visible de las mismas la información relativa a las comisiones, con el objeto de que el ahorrante pueda estar perfectamente informado. En este sentido las instituciones recaudadoras cobran una comisión que tiene un cargo fijo, un porcentaje sobre el saldo de la cuenta o un porcentaje sobre la rentabilidad, pero en general, este cobro es equivalente al 1% anual sobre el saldo promedio de los fondos del ahorrante, valor que se devenga y carga en la cuenta mensualmente.

En materia de rentabilidad el sistema ha obtenido una tasa histórica que ha estado permanentemente por encima del retorno ofrecido por las cuentas de ahorro para la vivienda tradicionales para períodos anuales. En efecto y tal como se observa en el gráfico N° 3, ésta ha oscilado entre un 5,42% y un 7,28%, durante el período octubre 97 – diciembre 98, según información proporcionada por el Ministerio de la Vivienda y

Urbanismo, mientras que las tasas de captaciones de cuentas de ahorro se han situado entre un 3,5% y 4% real anual.



Si se considera un saldo medio constante durante el período de medición de la rentabilidad y una comisión del 1% sobre el saldo medio de la cuenta, significa que la rentabilidad para el ahorrante osciló entre un 4,36% y un 6,21%, porcentajes superiores a los entregados por las cuentas de ahorro tradicionales. Es necesario destacar que el efecto neto de la comisión sobre la rentabilidad que devenguen finalmente los ahorros, estará afectado por la frecuencia de los depósitos, la permanencia de los saldos y por los cargos fijos que cada institución tenga. Asimismo, si la comisión es cobrada como un porcentaje sobre la rentabilidad real de la cuenta, su magnitud dependerá de la rentabilidad que el fondo sea capaz de generar lo que en términos netos podrá favorecer al ahorrante en la medida que esta rentabilidad neta supere a la competencia.

En este sentido y como una forma de perfeccionar la información que se entrega al ahorrante sería conveniente incorporar una medición de la rentabilidad que pondere los efectos de la rentabilidad del fondo y el cobro de comisiones, con el objeto de que el titular de una cuenta conozca cuál ha sido la tasa de interés comparable con el resto del sistema y de las cuentas de ahorro tradicionales sin comisiones. Esta información podría reemplazar la que actualmente exige la reglamentación que se incluya en la cartola cuatrimestral que se le envía a cada ahorrante, donde se indica la rentabilidad de la cuota que no refleja la rentabilidad de los ahorros.

2.2. Administradoras de Fondos para la Vivienda (AFV).

La Ley N°19.281 establece que las instituciones deberán constituir uno o más Fondos para la Vivienda con los recursos acumulados en las cuentas de ahorro. Asimismo, en este cuerpo legal se dispone que las instituciones encargarán la administración de estos Fondos a una Sociedad Administradora de Fondos para la Vivienda (AFV), que son sociedades de giro exclusivo creadas por la ley señalada. Las AFV se formarán, existirán y probarán de acuerdo a lo establecido en el artículo 126 de la ley de sociedades anónimas, esto es, mediante escritura pública, resolución de la Superintendencia de Valores y Seguros y publicación de un certificado que al efecto emite dicho organismo contralor, quedando sujetas a las disposiciones legales y reglamentarias aplicables a las sociedades anónimas abiertas. Adicionalmente, para su constitución se exige un patrimonio mínimo de 6.000 UF por cada fondo que administre o el 1% del valor total de los fondos administrados, la cantidad que sea mayor.

En este marco, cada Institución celebra un contrato con una AFV para la administración de uno o más Fondos para la Vivienda constituidos por aquélla, en el cual se expresa, entre otros aspectos, la política de inversión, de diversificación y de liquidez de los recursos del fondo; monto y modalidad de las comisiones que pagará la institución por la administración de la cartera; procedimiento de custodia de los valores del fondo; y, plazo para el pago de los rescates que solicite la institución.

Si bien, la actual legislación permite que una institución contrate la administración de un fondo sólo con una AFV, ello no impide que pueda constituir más fondos y contratar su administración con diversas AFV, de manera que los ahorrantes de dicha institución puedan elegir entre las distintas AFV del mercado. Sin embargo, la tendencia ha sido que cada institución recaudadora contrate la administración de fondos con una AFV, independiente de la cantidad de fondos que haya constituido. En efecto, actualmente existen cinco AFV ligadas con una o más instituciones y cada una de estas últimas está asociada sólo a una AFV, según se muestra en el cuadro N° 1, con la participación de fondos que se indica.

Cuadro N° 1
Mercado de AFV al 31 de diciembre de 1998.

Institución	AFV	Fondos		Número de Cuentas
		Número	Valor (UF)	
Banco del Desarrollo	Bandesarrollo	2	374.014	13.628
Banco del Estado	Banestado*			
Banco BHIF	BHIF	2	188.106	15.098
CCAF de Los Andes	Cámara Chilena de la Construcción	2	327.235	80.197
CCAF 18 De Septiembre	Intercajas	1	193.536	23.117
CCAF La Araucana				
CCAF Los Héroes				
CCAF Javiera Carrera				
CCAF Gabriela Mistral				
TOTALES		7	1.082.891	132.040

*Si bien está autorizado su funcionamiento, aún no inicia operaciones

Fuente: FECU al 31 de diciembre de 1998, Superintendencia de Valores y Seguros.

Por otra parte y tal como se presentó en el gráfico N° 3 la rentabilidad anual de los fondos para la vivienda ha oscilado entre un 5,42% y un 7,28% real, situación resultante de la política de inversión adoptada por las entidades administradoras en el marco que permite la ley. En efecto, las decisiones de inversión de las AFV se enmarcan en tres niveles: el primero de ellos referido al marco legal, donde se establecen los límites de inversión por emisor, por tamaño del fondo y por grupo empresarial; el segundo definido contractualmente entre la institución recaudadora y la AFV, donde, como ya se dijo, se define la política de inversión, de diversificación y de liquidez; y finalmente, las decisiones de inversión que adopta directamente la AFV, en el marco legal y contractual previamente convenido. Un aspecto interesante en materia de instrumentos elegibles para ser adquiridos por los Fondos para la Vivienda, está referido a que éstos deben poder ser adquiridos por los Fondos de Pensiones.

En este sentido cabe destacar la restricción que actualmente define la ley para los fondos administrados por las AFV en materia de emisor, el cual establece que las inversiones no pueden superar al 5% del activo del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad, límite bastante restrictivo cuando se quiere construir un portfolio suficientemente diversificado y de bajo riesgo, especialmente para este tipo de fondos que requieren de una alta liquidez. En efecto, si bien el sistema se formó para acumular ahorros que se perciben durante el período de vigencia de los contratos de arrendamiento con promesa de compraventa, que son de largo plazo, en la práctica la mayoría de los ahorros que maneja el sistema tienden a permanecer en el mediano y corto plazo, especialmente porque la cuenta se utiliza para la postulación al subsidio tradicional que tiene una permanencia entre 18 y 24 meses.

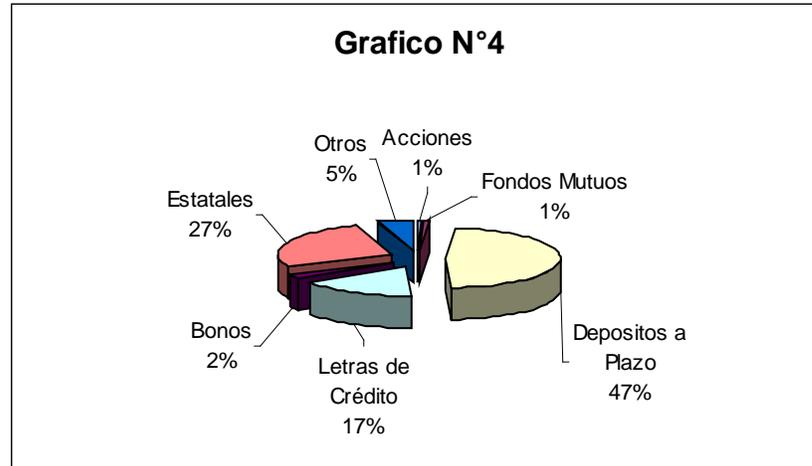
En este punto es necesario hacer presente que el Decreto Ley N°1.328 que regula el funcionamiento de los Fondos Mutuos, establece en su artículo 13 que no podrá invertirse más del 10% del valor del activo del Fondo en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad. Esta norma deja un mayor margen de acción para las inversiones de los fondos sin agregarle un mayor riesgo.

En cuanto a las otras limitaciones de las inversiones se pueden mencionar las referidas al límite por grupo empresarial que no puede superar al 15% del activo del fondo, y a la que indica que las inversiones del fondo no pueden superar el 10% del activo del emisor. Por su parte, los fondos no pueden tener más del 40% de inversión en acciones, lo que acompañado a la restricción que indica que no se puede invertir más de un 15% del activo del fondo en cuotas de fondos mutuos, se tiene que la mayor exposición accionaria de un fondo puede llegar hasta el 55% del mismo.

Es interesante recordar que estos fondos tienen el carácter de voluntarios, puesto que cada ahorrante elige cómo ahorrar, donde ahorrar y puede suspender en cualquier momento sus ahorros, cambiarlos o retirarlos. A su vez, cuando contrata un arriendo con promesa de compraventa, que es el momento en que sus ahorros quedan retenidos, puede cambiarse libremente de institución administradora y de fondo. Adicionalmente si el ahorrante se encuentra adquiriendo su vivienda mediante la modalidad de arrendamiento de vivienda con promesa de compraventa puede cambiarse de modalidad de financiamiento habitacional, decisión que requiere de un buen nivel de información. En este sentido se observa que las restricciones de inversión deben estar dirigidas a limitar la exposición al riesgo de la cartera como un todo, pero cuidando de no limitar la capacidad de inversión y diversificación de este tipo de fondos, especialmente su flexibilidad.

Los activos consolidados de los fondos al 31 de diciembre recién pasado ascienden a 1.093.000 UF, de los cuales el 95% correspondía a la cartera de inversiones, cuya composición es la que se presenta en el gráfico n° 4, donde se aprecia que el 47% corresponde a depósitos a plazo en bancos, seguidos por los instrumentos estatales que alcanzan al 27% y posteriormente las letras hipotecarias con un 17%.

Es necesario destacar que cada institución puede definir una política de inversiones para cada fondo que constituya, la cual se indica en el respectivo convenio suscrito con la AFV, razón por la cual, se estima que lo relevante para el titular de la cuenta es contar buena información para una adecuada elección de la mejor alternativa para que le administre sus ahorros y, con ello, la rentabilidad esperada de la cuenta.



2.3. Sociedades Inmobiliarias.

El artículo 11 de la Ley N°19.281 establece que son sociedades inmobiliarias para efectos del sistema de arrendamiento con promesa de compraventa, aquellas sociedades que tengan como objeto la adquisición o construcción de viviendas para darlas en arrendamiento con promesa de compraventa. La ley exige que estas sociedades se constituyan como sociedades anónimas, rigiéndose por las normas aplicables a las sociedades anónimas abiertas, por lo que quedan sometidas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros.

La operación de este tipo de sociedades consiste en otorgar créditos hipotecarios bajo una modalidad conocida como leasing habitacional, por consiguiente, sus funciones se centran en dos aspectos: el primero, la evaluación de la capacidad crediticia de los solicitantes de crédito y; la segunda, la evaluación de la calidad de las garantías hipotecarias entregadas por los deudores. En este contexto el interesado en operar con este sistema obtendrá un crédito por el equivalente al valor de la vivienda, por el cual deberá pagar mensualmente los intereses cuya denominación es arriendo y, al término del plazo del crédito, deberá pagar el valor total de la deuda, que es el valor de la vivienda. Para el pago total de la vivienda el titular deposita mensualmente en una cuenta de ahorro de las administradas por las instituciones, una cantidad fija denominada ahorro metódico, cantidad que más los intereses devengados por la cuenta de ahorro le permitirán acumular el valor de la vivienda en el plazo pactado en el contrato. En este caso se debe señalar que la sociedad inmobiliaria está facultada para recaudar directamente el abono mensual que efectúa el interesado, pero tiene una restricción al refinanciamiento al no poder securitizar estos contratos, según se verá más adelante.

En consecuencia, las sociedades inmobiliarias creadas por la ley de leasing habitacional, son entidades financieras que operan en el mercado de financiamiento habitacional. Estas sociedades, no necesariamente incluyen la construcción de viviendas en su giro, puesto que pueden adquirirlas para arrendarlas a sus clientes. En este tipo de negocio existe un proceso productivo y un proceso de financiamiento propiamente tal: el primero de ellos, es el referido a la evaluación, otorgamiento, registro y cobranza de los créditos; y, el segundo, tiene que ver con el proceso de obtención de fondos de la sociedad inmobiliaria o refinanciamiento, el cual puede efectuarlo directamente mediante la emisión de bonos de la sociedad o a través de la securitización de las viviendas con los respectivos contratos. En ambos casos es necesario que los instrumentos financieros que se emitan sean posibles de ser adquiridos por las AFP y para ello requieren de una clasificación de riesgo de a lo menos triple B.

Al 31 de diciembre de 1998 las sociedades inmobiliarias autorizadas para operar como tales por la Superintendencia de Valores y Seguros eran diez, de las cuales tres fueron autorizadas en 1996 y siete durante 1998. Actualmente, se encuentran en plena operación seis de ellas. Según información proporcionada por el comité asesor del Ministerio de la Vivienda y Urbanismo, entre la fecha de inicio del sistema y el 31 de diciembre recién pasado se habían suscrito 1.355 contratos por el mismo número de viviendas, por una suma equivalente a 976.716 UF. De este último valor el 10% corresponde a aporte inicial del arrendatario promitente comprador y el 90% restante ha sido financiado directamente por la sociedad inmobiliaria. Esto significa que en promedio las operaciones de leasing se han efectuado con un 10% de pago inicial.

Otro aspecto interesante que se deduce de la información estadísticas del sistema leasing se refiere a que de los 1.355 contratos suscritos, 773 corresponden a viviendas nuevas y 582 a viviendas usadas, esto significa que casi el 43% son viviendas usadas. Por su parte casi el 82% de los arrendatarios promitentes compradores tienen subsidio devengado, que en términos de valor actual alcanza a 124.270 UF, suma que es pagada en cuotas durante el plazo de duración del contrato. Las cifras entregadas por el Ministerio de la Vivienda Y Urbanismo se presentan en el cuadro N° 2.

CUADRO Nº 2
Estadísticas Sistema Leasing
Período: Enero 1996 - Diciembre 1998

Contratos De Leasing	NUMERO DE CONTRATOS			FINANCIAMIENTO INICIAL		Subsidio Diferido (Valor Actual) (UF)	PRECIO TOTAL VIVIENDAS (UF)	Precio Promedio Viviendas (UF)
	Vivienda Nueva (Nº)	Vivienda Usada (Nº)	Totales (Nº)	Aporte Inicial (UF)	Soc. Inmobil. (UF)			
Con Subsidio.	657	454	1.111	78.467	717.346	124.270	795.813	716
Sin Subsidio.	116	128	244	20.681	160.222	-	180.903	741
TOTALES	773	582	1.355	99.148	877.568	124.270	976.716	721

Los arrendatarios promitentes compradores pueden obtener un subsidio habitacional según tramos de valor de vivienda, el que supera al subsidio tradicional, según se presenta en el cuadro Nº 3. Este subsidio es depositado en la cuenta de ahorro metódico en cuotas iguales trimestrales que se calculan considerando una tasa de interés fijada en base a la tasa de los pagarés reajustables del Banco Central de Chile, el plazo del contrato de arrendamiento con promesa de compraventa y el valor actual del subsidio.

Cuadro Nº 3
Valores del subsidio habitacional

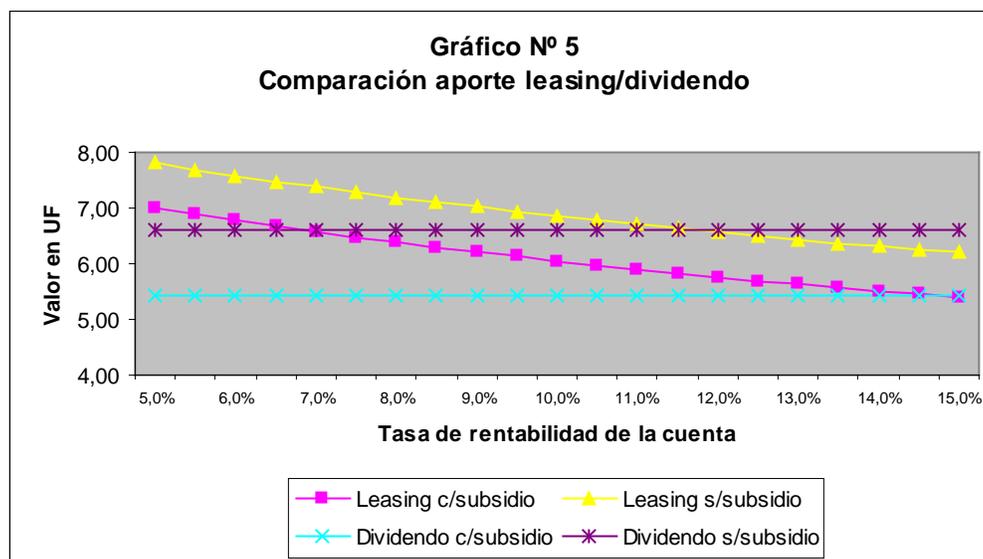
Tramos de valor vivienda	Subsidio tradicional	Subsidio leasing
Hasta 500 UF	Hasta 120 UF	130 UF
Más de 500 UF y hasta 1.000 UF	Hasta 100 UF	110 UF
Más de 1.000 UF y hasta 1.500 UF	Hasta 80 UF	90 UF

Esta modalidad de pago del subsidio aparece en una primera instancia como ventajosa para el beneficiario del mismo, puesto que además de devengar una tasa de interés por el pago diferido del subsidio, gana la rentabilidad de la cuenta donde se deposita, lo que en definitiva significa que al momento de celebrar el contrato de compraventa el valor futuro del subsidio supera significativamente el valor original de este beneficio. Sin embargo, la modalidad de pago de la vivienda bajo este sistema, donde se amortiza a la tasa de interés de la cuenta de ahorro y no a la del crédito como ocurre con el sistema tradicional, hace que esta ventaja se diluya en la práctica. Asimismo, la diferencia de tasas que existe actualmente entre la que devenga la cuenta de ahorro, la de actualización del subsidio y la de arrendamiento siendo esta última significativamente mayor, produce un efecto neto negativo para este sistema, tal como se verá más adelante en este documento.

Para las sociedades inmobiliarias la competencia relevante está constituida por el resto de las entidades que otorgan créditos hipotecarios a través de los mecanismos tradicionales que existen al efecto, como son, las letras hipotecarias y los mutuos

hipotecarios. Estos mecanismos se basan en la transferencia inmediata de la propiedad de la vivienda al sujeto de crédito, otorgándose a éste un crédito por el valor de la vivienda, pagadero en el plazo definido en dicho instrumento, con una modalidad de cobro de capital e intereses que implica el pago de cuotas fijas que incluyen intereses sobre el saldo insoluto y amortización creciente. Por su parte, en el sistema de arrendamiento con promesa de compraventa el deudor debe pagar mensualmente los intereses sobre el capital total (valor de la vivienda) y depositar en una cuenta de ahorro una cantidad mensual fija tal que acumulada en el plazo del contrato más los intereses permita tener el valor de la vivienda al término del plazo del contrato. Desde esta perspectiva, la comparación entre ambos sistemas tiene dos fuentes de diferencia, la primera asociada a la tasa del crédito (arrendamiento en el caso del leasing) y la segunda asociada a la rentabilidad de la cuenta que implica una tasa de "rentabilidad" de la amortización distinta a la del crédito. Esto significa que ante igualdad de tasas del crédito hipotecario y de arrendamiento, el valor de la cuota mensual a pagar por el interesado diferirá entre ambas alternativas de financiamiento en la medida que la tasa de rentabilidad de la cuenta sea distinta a la del crédito. De la misma manera, la tasa de actualización del subsidio para el caso de que se opere con este beneficio influirá en esta diferencia.

Según antecedentes obtenidos de una muestra de 342 contratos de arrendamientos con promesa de compraventa suscritos con tres inmobiliarias y que tienen asociado un contrato de ahorro metódico, los plazos han oscilado entre 8 y 20 años; y, la tasa de interés cobrada como arrendamiento alcanza en promedio a un 11,8% real anual, oscilando entre 8,7% y 14,3%. Por su parte y de acuerdo a las cifras presentadas en el cuadro n° 2, el pago inicial alcanza en promedio al 10% del valor de la vivienda. Utilizando estas cifras promedio, esto es, una tasa de arrendamiento del 11,8% y un 10% del valor de la vivienda de pago inicial; además un valor de vivienda de 700 UF, un plazo de 20 años y un subsidio de 110 UF, se sensibilizó para distintas tasas de rentabilidad de la cuenta de ahorro, el valor a pagar como aporte para un contrato de ahorro metódico, cuyos resultados se presentan en el gráfico n° 5, para la situación con subsidio y sin subsidio. Adicionalmente, se agrega a este gráfico la línea de un crédito hipotecario equivalente, es decir, por el 90% del valor de la vivienda, con una tasa de interés del 11,8% y un plazo de 20 años, con subsidio y sin él. Esto último sólo se efectúa con fines comparativos puesto que en la realidad no existen créditos hipotecarios por el 90% del valor de la vivienda y menos por valores tan bajos de ella; asimismo el valor del subsidio para este tramo es de 100 UF como máximo, pero se consideró 110 UF para hacerlo comparable.



En el gráfico N°5 se puede observar que la diferencia entre el dividendo hipotecario con subsidio respecto del sin subsidio es de 1,51 UF equivalente a una cuota constante calculada con la tasa de interés del crédito (11,8% anual). Al comparar el aporte leasing con el dividendo hipotecario sin subsidio se aprecia que éstas se igualan cuando la rentabilidad de la cuenta alcanza la tasa de interés del crédito, esto es el 11,8%. Por su parte cuando se comparan las cifras resultantes del escenario con subsidio, la igualdad de valores se produce a una tasa mayor (14,5%), debido a que la tasa de actualización empleada para calcular las cuotas del subsidio (6,5%) es significativamente inferior a la tasa de arrendamiento.

Finalmente, se debe mencionar que existe una posibilidad de operación directa sólo con la inmobiliaria, esto es, sin utilización de la cuenta de ahorro para acumular el valor de la vivienda, puesto que, este ahorro es recibido directamente por la inmobiliaria como amortización a la deuda y, por consiguiente, se acumula a la tasa de interés del arrendamiento, lo que desde el punto de vista del arrendatario promitente comprador le será más conveniente en la medida que la tasa de rentabilidad de la cuenta sea menor que aquélla. En la actualidad esta modalidad es menos utilizada por las inmobiliarias puesto que dificulta el refinanciamiento al no poder securitizarse las viviendas bajo esta modalidad.

2.4. Sociedades Securitizadoras.

Si bien las sociedades securitizadoras no corresponden a una institucionalidad creada por la Ley N°19.281, estas sociedades adquieren especial relevancia en la operación del leasing habitacional debido a que la única forma en que las sociedades

inmobiliarias pueden obtener refinanciamiento masivo para sus operaciones, es a través de la transferencia de las viviendas con los respectivos contratos de arrendamiento con promesa de compraventa a dichas sociedades.

La Ley N°19.301 de 1994, incorporó en la ley del mercado de valores el título XVIII "De las sociedades securitizadoras", donde define este tipo de sociedades y el marco jurídico para ellas y las emisiones de bonos que efectúen.

En términos simples una securitización puede definirse como un mecanismo financiero mediante el cual una sociedad securitizadora emite títulos de deuda respaldados por un conjunto de activos, de forma tal que, el bono que se emita tenga un menor riesgo relativo respecto de los activos individualmente considerados y, por consiguiente, tenga una mayor liquidez en el mercado.

No obstante que el monto de los contratos de arrendamiento con promesa de compraventa financiados por las inmobiliarias hasta la fecha supera las 880.000 UF, aún no se ha efectuado ninguna securitización utilizando las viviendas con los respectivos contratos. Considerando que el giro de las inmobiliarias está centrado principalmente en la operación crediticia más que en el refinanciamiento, se estima que dichas empresas dentro de un breve plazo efectuarán este proceso.

Uno de los puntos básicos en la consolidación del sistema se refiere a la tasa de interés que exigirán los inversionistas institucionales por bonos securitizados cuyo colateral esté constituido por viviendas con sus respectivos contratos de arrendamiento con promesa de compraventa, puesto que en la medida que esta tasa se sitúe alrededor de la exigida para otros instrumentos similares como son las letras hipotecarias o los bonos securitizados respaldados con mutuos hipotecarios, este sistema podrá competir en igualdad de condiciones con dichas alternativas de financiamiento.

En este sentido se observan algunas ventajas de las emisiones de bonos efectuadas con viviendas de este sistema respecto de las otras alternativas de financiamiento, entre ellas se pueden destacar: que la propiedad de las viviendas las mantiene la inmobiliaria o la securitizadora en su caso hasta el término de la obligación con ella; la eventual existencia de un seguro de desempleo; el uso del fondo acumulado en la cuenta de ahorro del arrendatario para el pago de aportes atrasados cumpliendo ciertas condiciones de período y tramitación legal; el establecimiento de jueces árbitros especiales para la resolución de conflictos. Asimismo, el descuento por planilla para el trabajador dependiente, establecido en el artículo 9° de la Ley N°19.281, dándole el carácter de descuento previsional, constituye una ventaja

adicional para el inversionista, como también la participación en el proceso de las Cajas de Compensación, entidades con amplia experiencia en la emisión y cobro de descuentos por planilla a trabajadores afiliados.

Por otra parte, existe una limitación importante que agrega riesgo a este tipo de instrumentos y ésta se refiere al plazo del contrato, el que si bien está definido inicialmente en el mismo, éste puede reducirse por depósitos voluntarios en la cuenta de ahorro metódico del arrendatario o por mayor rentabilidad de la cuenta que la proyectada; a su vez, el plazo puede verse aumentado por una menor rentabilidad de la cuenta respecto de la proyectada.

En todo caso, la tasa que en definitiva obtengan las inmobiliarias por el refinanciamiento estará supeditada principalmente a la calidad de sus deudores, que será consecuencia de sus procedimientos administrativos de evaluación de la capacidad crediticia del arrendatario promitente comprador y de la tasación de garantías.

3. COMENTARIOS FINALES.

La evolución del sistema de arrendamiento con promesa de compraventa promovido inicialmente como el camino a la casa propia para aquellas personas que no tenían posibilidades de acceder a los mecanismos tradicionales de financiamiento, generó innumerables expectativas y posterior frustración en aquellas personas, sin embargo, sería injusto no valorar las casi 1.500 soluciones habitacionales que se han obtenido en este sistema, por cifras cercanas a los 30 millones de dólares. No se debe olvidar que el sistema de Letras Hipotecarias durante los años 1977 a 1980 necesitó de 70 millones de dólares como poder de compra del Banco Central hasta que no existieran los inversionistas institucionales, como las AFP, que se iniciaron en 1981. Hoy se puede señalar que el sistema ha entregado soluciones habitacionales según se desprende de lo tratado en este ensayo y, especialmente, en los aspectos que se señalan a continuación:

- La existencia de una alternativa eficiente de ahorro con una mayor rentabilidad que las alternativas tradicionales, que está a disposición del ahorrante sin que por ello se vea obligado a operar con este sistema.
- La opción de financiamiento con un bajo porcentaje de pago inicial, que si bien tiene una tasa de interés mayor que el sistema tradicional, permite acceder a personas que hasta ahora en el sistema tradicional no lo habían podido hacer.
- La participación de las Cajas de Compensación en el sistema facilita la relación con los ahorrantes y potenciales adquirentes de viviendas, facilitando con ello la relación cliente, proveedor de financiamiento, administrador del ahorro.

- La creación de una institucionalidad jurídico-administrativa para la administración de los ahorros que permite separar los procesos de recaudación, registro y archivo, de los referidos a inversión de valores, ha permitido la creación de una industria con el suficiente know how y que está en condiciones de aplicar un modelo de similares características a otras áreas de la seguridad social.

Sin embargo, para llegar a una consolidación del sistema es necesario un crecimiento significativo en sus operaciones tanto en cuentas de ahorro como en contratos de arrendamiento, situación que no se ve difícil de alcanzar, especialmente si los agentes participantes adoptan medidas tendientes a perfeccionar su operación a través de:

- Buscar el alineamiento de tasas de interés de arrendamiento con las de las cuentas de ahorro. En efecto, las tasas de interés de arrendamiento que hoy cobra el sistema se encuentran en niveles altos, especialmente si se considera que este sistema puede tener algunas ventajas sobre el tradicional, sin embargo, la explicación puede estar dada porque está prestando a sujetos rechazados por las otras alternativas, como sería el caso de los independientes por ejemplo. Por su parte, la tasa de interés de la cuenta de ahorro ha estado influenciada por la política adoptada por cada institución, que en la mayoría de los casos ha seguido las políticas monetarias del Banco Central y, con ello, ha tendido a la tasa de los papeles de renta fija, situación que en períodos de normalidad debería a tender a superarla y con ello obtener una rentabilidad mejor que la exigida por los inversionistas de papeles respaldados con contratos de leasing.
- Sugerir a la autoridad la necesidad de flexibilizar las opciones de inversión de los fondos para la vivienda, donde debieran revisarse los límites de inversión, especialmente aquellos referidos al 5% sobre el activo del fondo.
- La información que tenga el ahorrante, debiera ser un elemento fundamental en la toma de decisiones del mismo, razón por la cual se estima que la normativa debería exigir que las instituciones informen la rentabilidad de la cuenta en períodos cuatrimestrales y anuales de la misma.
- La información que se entregue al ahorrante y eventual cliente del sistema leasing habitacional, debe constituir una suerte de educación para que este sistema pueda ser comprendido a cabalidad por los interesados en operar con él.

Finalmente, cabe señalar que el leasing habitacional ha entregado una alternativa interesante de financiamiento y de ahorro, y no ha obligado a quien no quiere participar en su esquema a hacerlo. Es un sistema absolutamente voluntario donde la participación de las personas sólo requiere del marco regulatorio para garantizar la fe pública y la información suficiente para la adecuada toma de decisiones de los diferentes agentes que participan en él, dependiendo sólo de los agentes privados demostrar si el sistema tiene utilidad o no para la sociedad.

4. ANEXO.

**CIFRAS ACTUALIZADAS AL 30 DE ABRIL
SEGÚN INFORMACION PROPORCIONADA POR EL
MINISTERIO DE VIVIENDA Y URBANISMO**

Información Fondos para la Vivienda

Nº de Titulares	:	148.192
Patrimonio (M\$)	:	18.963.472
Ahorro Promedio	:	127.966

Rentabilidades

- Mensual

Nominal	:	1,39%
Real	:	1,01%

- Acumulada Año

Nominal	:	4,79%
Real	:	4,04%

- Acumulada 12 Meses

Nominal	:	13,62%
Real	:	9,58%

ESTADISTICAS SISTEMAS LEASING

Período: Enero 1996 - Abril 1999

TOTAL INDUSTRIA LEASING HABITACIONAL	CUADRO B							
	NUMERO DE CONTRATOS			FINANCIAMIENTO INICIAL		Subsidio Diferido (Valor Actual) (UF)	PRECIO TOTAL VIVIENDAS (UF)	Precio Promedio Viviendas (UF)
	Vivienda Nueva (Nº)	Vivienda Usada (Nº)	Totales (Nº)	Aporte Inicial (UF)	Soc. Inmobil. (UF)			
Contratos de Leasing con Subsidio	883	556	1.439	101.535	924.781	160.810	1.026.316	713
Contratos de Leasing sin Subsidio	175	151	326	29.434	224.726	-	254.160	780
Contratos de Leasing TOTALES	1.058	707	1.765	130.970	1.149.506	160.810	1.280.476	725