



# Global Trends

2 de febrero de 2010

Alfonso Ugarte Ruiz  
BBVA Global Trends Unit  
[alfonso.ugarte@grupobbva.com](mailto:alfonso.ugarte@grupobbva.com)

## Lecciones de la crisis Subprime: ¿Es la titulización una opción para los mercados de préstamos P2P y de microfinanzas?

- La crisis “subprime” ha generado una gran desconfianza y duras críticas hacia los productos de crédito estructurados innovadores. Aunque se reconoce que la titulización y los productos financieros innovadores aportan liquidez de manera eficaz, se afirma que también generan una gran dispersión del riesgo crediticio y un deterioro del proceso de suscripción de créditos.
- Sin embargo, todavía se prevé que la titulización será un importante mecanismo para promover el desarrollo de nuevos mercados y servicios financieros que requieren grandes volúmenes de liquidez y de capital para poder crecer. Dos ejemplos son los mercados de microfinanzas y de préstamos P2P (peer-to-peer). En ambos sectores se espera que un proceso de titulización les ayude a encontrar la financiación necesaria para expandir sus mercados.
- Por otra parte, numerosos estudios han destacado el papel preponderante que ha jugado la titulización en el fracaso de los mercados “subprime”. La titulización genera una dispersión de los riesgos crediticios que, en gran medida, son traspasados a los inversores en lugar de ser soportados por el prestamista que originó los créditos. Se afirma también que la titulización disminuyó los incentivos para que los prestamistas utilizaran “información subjetiva”. Estos factores redujeron los incentivos para un filtrado y monitorización adecuados, con lo que se relajaron los criterios de suscripción. La estructura de remuneración de los intermediarios y las agencias de calificación crediticia, basados en comisiones, fueron otros factores que redujeron todavía más la calidad crediticia de los préstamos titulizados.
- Tanto los reguladores como los sectores financieros que pretendan utilizar la titulización como método para ampliar sus fuentes de financiación deben tomar en cuenta las lecciones extraídas de la crisis “subprime”. La información subjetiva juega un papel fundamental en el proceso de suscripción tanto de préstamos P2P como de microcréditos. Utilizando datos del sitio Web de Lending Club hemos encontrado evidencia empírica de la importancia de la información subjetiva para los préstamos P2P. En el caso de las microfinanzas, la información subjetiva es fundamental para el proceso de suscripción, considerando la carencia de información objetiva verificable de prestatarios de bajos niveles de renta.
- Se deben implantar diferentes mecanismos para garantizar la debida diligencia en la titulización de microcréditos y préstamos P2P. Los originadores deben mantener un porcentaje suficientemente importante de la cartera. Debería existir una reglamentación estricta en materia de requisitos de divulgación de los préstamos. Podría establecerse una bolsa de préstamos, con una cámara de compensación, para el caso de los microcréditos. Además, deberían establecerse ciertos mecanismos para una calificación crediticia adecuada.

## INTRODUCCIÓN

En las economías más desarrolladas, como EE.UU., la UE y Japón, no existe mucho margen para el crecimiento de los mercados de crédito tradicionales. En otras palabras, el crecimiento de estos mercados depende casi exclusivamente del crecimiento económico.

En la búsqueda de nuevos mercados rentables de alto crecimiento, la banca de los países desarrollados ha reconocido la necesidad de abordar mercados tradicionalmente ignorados, como los préstamos “subprime”, los microcréditos, las pymes, las nuevas firmas innovadoras y los países en desarrollo.

También existen buenas oportunidades en nuevos modelos empresariales, como la banca por Internet, la banca sin sucursales y los préstamos P2P, que comparten algunas características con el modelo de préstamos “subprime”.

Los responsables de política económica de todo el mundo también están muy interesados en promover el crecimiento de los servicios financieros dirigidos a aquellos clientes, sectores y regiones que tradicionalmente han sido ignorados, o insuficientemente atendidos, por el sector financiero. La mayoría de los gobiernos siempre han estado interesados en promover un mejor y mayor acceso al crédito para las empresas pequeñas y nuevas. En los últimos 20 años, el sector financiero ha estado explorando algunos de estos mercados con desigual éxito.

Las hipotecas “subprime” es uno de los ejemplos más claros de los intentos de los gobiernos y del sector financiero por llevar servicios financieros a sectores tradicionalmente desatendidos.

El proceso de desregulación del mercado hipotecario estadounidense en la década de 1980, así como ciertas reformas fiscales, convirtieron a los préstamos de alto coste (acompañados por ahorros fiscales) no solamente legales para los prestamistas, sino también atractivos para los prestatarios. Inicialmente, el rápido crecimiento de los créditos “subprime” fue considerado un enorme éxito. Y, de hecho, podría haber sido un modelo empresarial exitoso y provechoso para las instituciones financieras, los clientes y la economía en general. No obstante, como es conocido por todos, su colapso provocó una de las mayores crisis financieras de la historia.

Los motivos de este fracaso son muy interesantes para identificar qué debe hacerse, y qué no, para promover el desarrollo de sectores innovadores y servicios financieros de alto crecimiento.

El principal objetivo del presente documento es analizar el papel de la titulización en el fracaso del mercado de préstamos “subprime” y extraer algunas lecciones que pudiesen aplicarse para evitar resultados similares en otros sectores financieros que pretendan desarrollar procesos de titulización similares.

Para ello, analizaremos el caso específico de dos sectores financieros que recientemente han iniciado un proceso de titulización como método para expandir sus modelos empresariales. Se trata de los sitios web de préstamos P2P y del sector de las microfinanzas.

En primer lugar, el artículo revisa las características del mercado de préstamos “subprime” y su evolución, y seguidamente se analizan los motivos de su fracaso, incluyendo los efectos negativos de la titulización.

Seguidamente se analiza el caso del segmento de préstamos P2P, con un enfoque en los posibles problemas que la titulización podría provocar en su desarrollo.

En el caso de los préstamos P2P, se han obtenido algunos resultados empíricos que evidencian la importancia de la “información subjetiva” (soft information) para la mecánica de este mercado. Esto es de fundamental importancia, considerando las afirmaciones de que la titulización desincentiva a los prestamistas a buscar y utilizar información subjetiva en el proceso de suscripción de los préstamos. Por último, se describen algunos posibles mecanismos para mantener una estructura de incentivos adecuada.

Por último se evalúa el caso de las microfinanzas, así como los pros y los contras del proceso de titulización que ha comenzado a implantarse en este mercado. También examinamos los diferentes mecanismos que deberían aplicarse para una implementación exitosa de dicho proceso de titulización.

## **CARACTERÍSTICAS Y EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE PRÉSTAMOS “SUBPRIME”**

Las hipotecas “subprime” son créditos para la compra de vivienda que no se ajustan a los criterios de las hipotecas “prime”, o de primera calidad crediticia. Los criterios para que una hipoteca sea clasificada como “prime” o como “subprime” están bastante estandarizados en el mercado hipotecario estadounidense, y dependen del historial crediticio del tomador del préstamo y de la calificación de agencias como FICO, de la relación entre el servicio de la deuda y la renta (DTI, por sus siglas en inglés) y/o del ratio

entre el préstamo y el valor hipotecario (LTV, por sus siglas en inglés).

Considerando sus características, es previsible que los tomadores de préstamos “subprime” tengan menores probabilidades de repagar íntegramente estos créditos, por lo que deberían pagar tipos de interés más altos acordes con el riesgo estimado (precio ajustado al riesgo).

Hasta comienzos de la década de 1990, a estos prestatarios normalmente se les negaban los créditos, ya que los prestamistas estaban limitados por la legislación contra la usura que les impedía cargar tipos de interés lo bastante altos como para compensar el riesgo de impago. No obstante, la promulgación de la Ley de Desregulación de Instituciones de Depósito y de Control Monetario de 1980 eliminó los topes de tipos de interés e hizo más viable los créditos “subprime” para los prestamistas.

Además, la Ley de Reforma Fiscal de 1986 eliminó las deducciones por intereses de los créditos al consumo y para la compra de vehículos, permitiendo desgravar los intereses de las deudas hipotecarias. Esto hizo que los créditos “subprime”, a pesar de sus altos costes, se convirtiesen en una atractiva fuente de financiación. Por último, los avances tecnológicos promovieron la calificación crediticia al facilitar a los prestamistas la recogida, procesamiento y distribución de la información sobre la solvencia de los potenciales prestatarios. Además, los prestamistas desarrollaron nuevas técnicas estadísticas para utilizar esta información con el objeto de determinar las normas de suscripción, establecer los tipos de interés y gestionar sus riesgos.

Según Inside B&C Lending, el mercado de hipotecas “subprime” pasó desde los 65.000 a los 700.000 millones de dólares entre 1994 y 2007. Esto supone un incremento anual compuesto del 30% desde 1994. En 1994, las titulizaciones de hipotecas “subprime” representaban menos del 5% del total. No obstante, hacia 2006 más de la mitad de las titulizaciones no satisfacían los criterios de los préstamos “prime”. En 2006, el 23% eran préstamos “subprime” y otro 25% comprendía otros créditos “no prime”, los así denominados préstamos Alt-A.

Según Bernanke (2007), los cambios en materia de regulación y otros factores también permitieron a los prestamistas vender más fácilmente hipotecas a intermediarios financieros, quienes a su vez combinaban las hipotecas y vendían los flujos de caja como valores titulizados. El crecimiento del mercado secundario permitió a los prestamistas hipotecarios un mayor acceso a los mercados de capitales, redujo los costes de las transacciones y distribuyó más ampliamente los riesgos, lo

cual incrementó la oferta de créditos hipotecarios para todo tipo de familias.

Desde 1994, el ritmo de titulización de préstamos “subprime” se incrementó desde aproximadamente el 32% hasta casi el 80% del total de titulizaciones de créditos “subprime” antes de la crisis. Los préstamos “subprime” han representado un creciente porcentaje del total de las titulizaciones respaldadas por hipotecas.

### **Principales motivos del fracaso: estructura de incentivos y titulización**

Unos tipos de interés históricamente bajos, combinados con un continuo aumento del precio de la vivienda y con préstamos altamente apalancados, impulsaron el crecimiento del segmento “subprime” en los años previos a la crisis.

Algunos prestatarios especulativos obtuvieron créditos sobre la base de expectativas de apreciación de sus garantías prendarias, prestándose mínima consideración a su capacidad de abonar los pagos exigidos. En muchos casos, los prestatarios aparentemente mintieron sobre sus recursos financieros para obtener estos préstamos.

Los prestamistas agruparon sus existencias de créditos “subprime” para venderlos como un conjunto de préstamos en el mercado secundario, basándose en gran medida en el historial crediticio de los prestatarios para medir los riesgos y valorar estos conjuntos.

Numerosos estudios recientes han destacado el papel preponderante que ha jugado la titulización en el fracaso de los mercados “subprime”.

A los inversores les tranquilizaba el hecho de que sus riesgos se veían mitigados por la diversificación de estos enormes conjuntos de préstamos (en regiones geográficas, características de propiedades, tipos de interés, etc.). El apetito de los inversores por valores de alto rendimiento contribuyó a la relajación de las normas de suscripción.

La estructura de incentivos que garantizaba la prudencia se debilitó por dos motivos fundamentales: la dispersión de los riesgos crediticios (incluyendo, obviamente, los riesgos asociados a una suscripción deficiente), que la mayoría de las veces se trasladaban a los inversores en lugar de ser asumidos por la empresa que originó el préstamo. En segundo lugar, considerando las remuneraciones basadas en comisiones de cada fase del proceso de titulización, los intermediarios cobraban más por el volumen de créditos que por la calidad de los mismos.

Algunas nuevas teorías de intermediación financiera como la propuesta por Stiglitz (2007) sugieren que la titulización podría reducir los incentivos para que los intermediarios financieros indaguen a los solicitantes de créditos. Al vender los créditos a los inversores, eliminándolos de sus balances, los bancos ya no están sujetos a la carga que supone un préstamo moroso. Al mismo tiempo, la complejidad del proceso de titulización —que agrupa y “empaqueta” grupos de créditos denominados “tramos” — reduce enormemente la transparencia de la calidad de cada préstamo de cara a los inversores. La titulización cambia el incentivo para que los prestamistas evalúen adecuadamente la capacidad de pago del tomador del préstamo, lo cual provoca que esta asimetría de información entre prestamistas e inversores resulte potencialmente costosa. Keys, B.J. y otros (2008).

En otro estudio, Rajan, U. y otros (2009) sugieren que un creciente proceso de titulización disminuye los incentivos para que los prestamistas recopilen “información subjetiva”, lo cual conlleva la formalización de créditos de peor calidad a tomadores con “información objetiva” (hard information) similar. A medida que se incrementa el grado de titulización, los tipos de interés para nuevos préstamos se basan cada vez más en “información objetiva” (hard information) sobre los tomadores. En consecuencia, los modelos estadísticos para la predicción de impagos que se establecieron en períodos de baja titulización fracasaron de manera sistemática en el período de alta titulización. Su capacidad de predicción de impagos de los tomadores cuya “información subjetiva” era más valiosa (es decir, con documentación insuficiente, bajas calificaciones de FICO y mayores ratios entre el capital del préstamo y el valor de la garantía) fue insuficiente.

También el fraude parece haber jugado un papel importante en la aceleración del deterioro, lo cual conllevó que en 2006-2007 un gran número de promotores de titulización fracasasen cuando los tituladores ejercitaron sus opciones de “devolución”, obligando a los prestamistas a retomar hipotecas morosas.

Por último, también las agencias de calificación crediticia jugaron un importante papel en el proceso de titulización y en el colapso del mercado “subprime”. Tal y como explica Jickling (2009), estas agencias calificaron con AAA numerosas emisiones de valores respaldados por hipotecas “subprime”, muchos de los cuales fueron posteriormente rebajados a la categoría de “basura”. Entre otros motivos del fracaso de estas agencias, los críticos mencionan deficientes modelos económicos, conflictos de intereses y ausencia de una reglamentación eficaz. Otro factor ha sido la excesiva confianza del mercado en sus calificaciones, lo que fue

reforzado por numerosas leyes y reglamentos que utilizan las calificaciones como criterios para inversiones permisibles o como factor en los niveles de capital exigido.

## LOS CRÉDITOS P2P APUESTAN POR LA TITULIZACIÓN

Tal y como explican Nuño, G. y Vial, J. (2006), los préstamos P2P (*entre particulares, peer-to-peer*) presentan un modelo de crédito en el que prestamistas y tomadores individuales participan en un mercado de subastas a través de Internet para determinar los tipos de interés de los préstamos.

El sitio de Internet actúa como intermediario, ofreciendo la plataforma de pago, la calificación crediticia y servicios de cobro de deudas. Estos sitios atraen a tomadores que buscan tipos de interés menores que los de las instituciones 'tradicionales' de financiación del consumo, y a prestamistas que pretenden una mayor rentabilidad. Las dos primeras empresas que comenzaron a utilizar el modelo de créditos P2P fueron Zopa, en el Reino Unido, y Prosper, en EE.UU.

Por lo general, los préstamos no están garantizados, por lo que los prestamistas cargan con todo el riesgo crediticio. Desde 2005 han surgido multitud de sitios de préstamos P2P en todo el mundo, con desigual éxito. Además de Prosper.com y de Zopa, existen sitios como el Lending Club en EE.UU., Smava en Alemania, Prestiamoci y Zopa en Italia, Comunitae y Lubbus en España, y Kiva, un sitio web internacional para microcréditos.

El mercado de créditos P2P todavía es pequeño, y existen grandes diferencias entre países. A pesar del entusiasmo inicial que despertó la idea, el mercado de préstamos P2P no ha crecido con la rapidez que esperaban sus promotores.

Un factor positivo es que los índices de morosidad se han mantenido estables a pesar de la crisis financiera. En la Figura 1 podemos ver el porcentaje de créditos morosos o de devolución atrasada del sitio web de Prosper.com desde que inició sus operaciones en 2005. Como media, la tasa de morosidad se ha situado en torno al 7%. Los tomadores con peor calificación crediticia presentan índices de morosidad mucho mayores. La media se incrementó ligeramente en 2006, bajo en 2007 como consecuencia de la prohibición temporal de las operaciones, y volvió a aumentar el último año.

El obstáculo más importante con el que han debido enfrentarse hasta el momento los dos principales sitios de créditos P2P en EE.UU., Prosper.com y Lending Club, han sido las dificultades con la SEC (Securities and Exchange

Figura 1. Porcentaje de préstamos morosos o de pago atrasado en el sitio web Prosper.com.

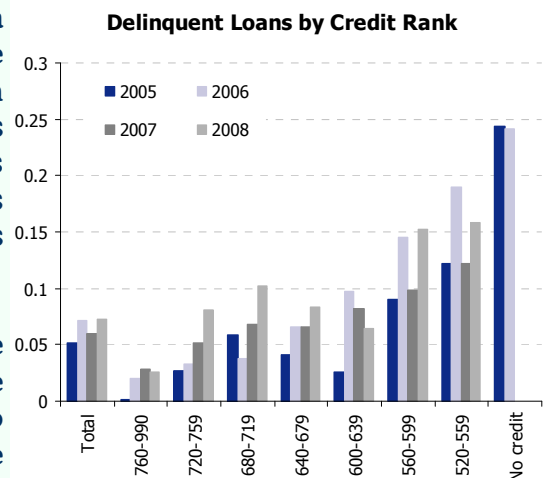
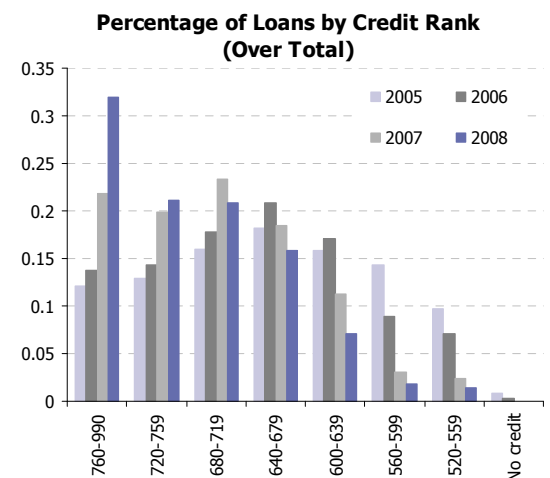


Figura 2. Porcentaje total de créditos de Prosper.com según la calificación crediticia



Commission). Aunque los sitios web de préstamos P2P gestionan créditos, no son intermediarios financieros ni instituciones tomadoras de depósitos. Por consiguiente, al principio no quedaba claro cómo debían ser regulados.

Tras la crisis de las hipotecas “subprime”, la SEC comenzó a vigilar las actividades de estos sitios web. Lending Club y Prosper fueron obligados a interrumpir sus actividades, y multados hasta que aceptaron ser reconocidos como corredores de inversiones y, en consecuencia, adaptarse a las normas que regulan estas actividades. A partir de ese momento, ambos han utilizado su nueva categoría y decidido dar un impulso a sus actividades pidiendo a la SEC que regule un mercado secundario para la negociación de créditos, así como la opción de titularizar las ofertas iniciales de préstamos.

### Ventajas de la titularización en los créditos P2P:

La titularización es susceptible de atraer a muchos prestamistas que, por el momento, pueden no estar interesados en invertir ya que el proceso para determinar el nivel de riesgo adecuado de cada prestatario les exige dedicar una considerable cantidad de tiempo para examinar la información detallada de cada uno.

Además, la titularización podría atraer a inversores institucionales, lo que por consiguiente incrementaría notablemente las fuentes y cuantías de capital. Además, el registro de Lending Club y de Prosper.com con la SEC y la garantía ofrecida por su supervisión podría contribuir a la entrada de inversores institucionales.

Las titularizaciones también podrían facilitar el flujo de créditos a clientes de alto riesgo. Si los préstamos P2P quieren expandir su modelos de negocio, deberían centrarse más en los prestatarios de alto riesgo, por lo general ignorados por los prestamistas tradicionales. De lo contrario, es difícil que logren competir con la banca tradicional.

Hasta el momento, la mayoría de los prestamistas del mercado de préstamos P2P ignoran a los prestatarios de alto riesgo de manera similar a los prestamistas tradicionales. Sin embargo, la rentabilidad de los tomadores de bajo riesgo es baja, y muchos créditos resultan caros si se comparan con los de la banca tradicional. Por consiguiente, varios tomadores de bajo riesgo seguramente obtendrían mejores condiciones entre los prestamistas tradicionales.

Como puede verse en la **¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.**, el porcentaje de préstamos de alto riesgo ha ido disminuyendo en el transcurso del tiempo. Esto

**Cuadro 1. Proceso de titularización en el sitio web de Lending Club**

<b>Titularizaciones en la Web Lending Club:</b>
<b>Como funciona:</b> La Plataforma de Trading de Títulos es un mercado electrónico donde instituciones e individuos pueden comprar y vender titularizaciones basadas en préstamos emitidos en la web de Lending Club. El proceso ha sido aprobado por la SEC (Securities and Exchange Commission).
<b>Órdenes de compra:</b> Los vendedores publican los títulos que les gustaría vender y ofrecen un precio de salida. Los compradores revisan los títulos disponibles para la venta, el historial de pagos y la evolución de la calificación de crédito del prestatario, y compran los títulos al precio de venta. Las órdenes de compra recibidas antes de la 11am hora del Pacífico de un día laborable se cerrarán el mismo día; las órdenes de compra recibidas después de las 11am hora del Pacífico o en un día no laborable, se cerrarán el próximo día hábil.
<b>Información sobre los Títulos:</b> Cada lista contiene el tipo de interés de los Títulos, fecha de emisión, principal pendiente de pago, los intereses devengados, el número de pagos pendientes, el historial de pagos hasta la fecha, y la variación de la calificación de crédito del prestatario subyacente, desde la fecha de emisión. Sin embargo, los Títulos no son "reclasificados" en el tiempo, así que los compradores no deben basarse en las calificaciones asignadas a los títulos al momento en que fueron emitidos para evaluar el riesgo actual de dicho título.
<b>Intereses devengados:</b> Los títulos negociados a través de la plataforma de trading pagan un interés mensual. La fecha de pago varía con cada título, así que antes de comprar un título, los compradores deben revisar tanto el historial de pago (para revisar si se han pagado los intereses vencidos) y la próxima fecha de pago programada. Los compradores reciben los pagos de intereses, independientemente de que haber comprado el título el primer día después del último pago, el último día antes de que se efectúe el pago, o en cualquier momento intermedio. Los intereses devengados desde la fecha del último pago se muestran en la página de Revisión de los Títulos.
<b>Comisiones:</b> FOLIOfn carga al vendedor una comisión de negociación igual al 1% del precio de compra. Los compradores no pagan cargos a FOLIOfn por comprar notas, sin embargo, los compradores que poseen títulos pagan una tarifa de servicio a Lending Club por recoger y distribuir los pagos.

probablemente se debe a un aumento de la aversión al riesgo de parte de los prestamistas en el período posterior a la crisis. Esta tendencia tendría que invertirse, ya que de lo contrario este modelo de negocio no será capaz de mantener altos niveles de crecimiento.

Con la ayuda de la titulización, el segmento de P2P podría convertirse en un canal alternativo para la financiación de clientes de alto riesgo que no pueden acceder a los mercados de crédito tradicionales, especialmente en épocas de restricciones crediticias como la que caracteriza la actual crisis financiera.

### Amenazas de la titulización: el riesgo de perder “información subjetiva” (soft information)

Los créditos P2P dependen aún más de las calificaciones crediticias de las agencias especializadas (o del mismo sitio web) que los préstamos “subprime”. Los datos objetivos son verificados por el sitio web, pero el propio prestamista no tiene acceso al historial crediticio del tomador, por lo que debe fiarse exclusivamente de los datos objetivos aportados por el sitio web, y de la limitada información “subjetiva” que facilita cada potencial prestatario a través del sitio web.

La titulización incrementaría la dependencia del modelo de P2P de la información de calificación crediticia aportada por las agencias, ya que los posibles compradores de paquetes de títulos exigirán la presentación de información objetiva y comprobable.

Según lo que hemos aprendido de la crisis del “subprime”, es muy posible que los prestamistas que originan los nuevos préstamos titulizados no tengan los mismos incentivos para examinar detenidamente a los prestatarios si tienen previsto vender los nuevos créditos a nuevos inversores secundarios.

Las herramientas a disposición de los prestamistas para evaluar a los posibles tomadores y establecer las condiciones de los créditos en función del riesgo son bastante limitadas, y algunas de ellas pueden resultar debilitadas debido a la titulización. Una de las pocas herramientas que los prestamistas tienen consiste en examinar los perfiles de cada posible tomador para buscar datos que les ayuden a determinar las probabilidades de devolución.

Los prestamistas revisan las calificaciones crediticias, el historial laboral y educativo, títulos de propiedad, ratio deuda/renta y demás información financiera. Además, pueden consultar la “información subjetiva” disponible, como los motivos de solicitud del crédito, la descripción de cómo se utilizará el préstamo y cómo se presentan a sí mismo los

**Tabla 1. Determinantes del ratio de morosidad de los créditos de Lending Club.**

	Number of obs = 4048	Number of obs = 4048
	Pseudo R2 = 0.0574	Pseudo R2 = 0.0575
	DELINQUENT (=1)	DELINQUENT (=1)
CREDIT RANK	-0.0127*** (0.004)	-0.0126*** (0.004)
DEBT/INCOME	-0.1365 (0.770)	-0.1338 (0.774)
DESCRIPTION (LOG)	0.0564** (0.047)	
DESCRIPTION LENGTH		0.0002 (0.103)
DESCRIPTION LENGTH*2		0.0000 (0.353)
AMOUNT NOT FUNDED (LOG)	-0.0314*** (0.009)	-0.0313*** (0.010)
AMOUNT BORROWED (LOG)	0.2749*** (0.000)	0.2762*** (0.000)
MONTHS	0.0146** (0.048)	0.0144* (0.051)
CONSTANT	-4.6457*** (0.000)	-3.9680*** (0.000)

1. La tasa de morosidad depende negativamente de la calificación de crédito, positivamente de la longitud de la descripción. También depende positivamente de la cantidad de fondos financiada y negativamente de la cantidad de fondos solicitados no financiados.

solicitantes. Como lo ha demostrado Ravina (2008), los prestamistas incluso examinan el aspecto y la raza como determinantes para otorgar un crédito y establecer los tipos de interés.

Para comprobar qué grado de importancia tiene la información “subjetiva” en este mercado, hemos realizado varias regresiones con el objeto de evaluar si los datos subjetivos más fácilmente observables influyen en los términos y condiciones de los préstamos, y cómo se incorpora a las condiciones de los créditos. Para este ejercicio empírico hemos empleado la base de datos de créditos del sitio web de Lending Club.

Los resultados de estas regresiones no son completamente nuevos. Diferentes estudios han demostrado que la longitud de la descripción de la finalidad del crédito aportada por los potenciales tomadores está significativa y positivamente correlacionada con la probabilidad de impago. También Meyer (2009) ha observado que los tomadores que presentan descripciones más largas tienen menores probabilidades de recibir financiación.

De manera similar a lo encontrado en estudios anteriores, hemos estimado que la longitud de las descripciones de los solicitantes de créditos está significativamente correlacionada con una mayor probabilidad de morosidad, con menores probabilidades de obtener un préstamo y con mayores tipos de interés cargados por los prestamistas.

También observamos que los potenciales prestatarios que ofrecen descripciones más largas tienen mayores índices de morosidad que quienes realizan descripciones más cortas, como puede verse en la Tabla 1. La probabilidad de recibir un crédito y el porcentaje de fondos solicitados financiados dependen de la longitud de la descripción. Más específicamente, la probabilidad de recibir un préstamo disminuye con la longitud de la descripción (primera columna de la Tabla 2). El porcentaje de los fondos solicitados financiados también disminuye con la longitud de la descripción, como puede observarse en la segunda columna de la Tabla 2.

Pero lo realmente novedoso de nuestros resultados es que observamos que la manera en que los potenciales prestamistas incorporan la información subjetiva es incluso más complicada que lo que han mostrado otros ejercicios empíricos.

Inicialmente, los prestamistas cargan mayores tipos de interés a los prestatarios que escriben descripciones más largas, aunque solamente hasta determinada longitud. De hecho,

**Tabla 2. Determinantes de las condiciones de los créditos en el sitio web de Lending Club.**

	Number of obs = 12833	Number of obs = 12833	Number of obs = 8683
	R-squared = 0.014	R-squared = 0.0182	R-squared = 0.874
	RECEIVE FUNDING (=1)	% FUNDED	INTEREST RATE
CREDIT RANK	0.0105*** (0.000)	0.0158*** (0.000)	-0.0033*** (0.000)
DEBT/INCOME	-1.3204*** (0.000)	-1.4545*** (0.000)	0.0096*** (0.000)
DESCRIPTION LENGTH	0.0002*** (0.000)	0.0003*** (0.000)	0.0000*** (0.000)
DESCRIPTION LENGTH^2	-0.0000*** (0.000)	-0.0000*** (0.000)	-0.0000*** (0.000)
AMOUNT REQUESTED (LOG)	-0.1181*** (0.000)	-0.1687*** (0.000)	0.0023*** (0.000)
AMOUNT NOT FUNDED (LOG)			-0.0008*** (0.000)
CONSTANT	1.0673*** (0.000)	1.0901*** (0.000)	0.1757*** (0.000)

1. La probabilidad de recibir un préstamo depende positivamente de la calificación de crédito y negativamente del ratio de deuda/ingresos. Su relación con la longitud de la descripción sigue una forma de u-inversa. También depende negativamente de la cantidad de fondos solicitada.
2. El porcentaje de la cantidad solicitada que es finalmente financiada, depende positivamente de la calificación de crédito y negativamente del ratio de deuda/ingresos. Su relación con la longitud de la descripción sigue una forma de u-inversa. También depende negativamente de la cantidad de fondos solicitada.
3. La tasa de interés depende negativamente de la calificación de crédito y positivamente del ratio de deuda/ingresos. Su relación con la longitud de la descripción sigue una forma de u-inversa. También depende positivamente de la cantidad de fondos solicitada y negativamente en la cantidad de fondos solicitados que no son financiados.

hemos hallado que los tipos de interés muestran una clara relación en forma de U-inversa con la longitud de la descripción de los motivos de pedir el préstamo.

Nuestros resultados sugieren que, hasta determinada longitud, los prestamistas asocian las descripciones más largas con una peor probabilidad de devolución y, por consiguiente, cargan tipos de interés mayores a quienes presentan descripciones más prolongadas. Sin embargo, encontramos que tras una determinada longitud, los tipos de interés comienzan a disminuir cuando más largas son las descripciones. Esto podría sugerir que las descripciones realmente largas contienen información susceptible de influir positivamente en los prestamistas, lo cual genera que reciban tipos de interés más bajos.

Aparte del efecto observado de la longitud de las descripciones de los solicitantes de créditos, la “información subjetiva” tiene otros efectos distintos que no son medibles fácilmente, ya que la mayor parte de la “información subjetiva” no es directamente observable. Otra forma de medir indirectamente la importancia de la “información subjetiva” podría ser a través de la “no importancia” de la “información objetiva”. Si la “información objetiva” no es importante para los prestamistas, no deberíamos observar ninguna relación entre algunas características “objetivas” de los créditos, como la calificación crediticia, y los tipos de interés que los prestamistas cobran. Y esto es exactamente lo que observamos en todas las regresiones examinadas.

En la Tabla 3 podemos observar el poder explicativo (R cuadrado) de las regresiones de los tipos de interés y la tasa de morosidad, clasificadas según diferentes muestras que comprenden distintos intervalos de calificaciones crediticias. Si estimamos dichas regresiones utilizando solamente una muestra de prestatarios con las más altas calificaciones crediticias (prestatarios de bajo riesgo), el R-cuadrado es mucho más alto que en el caso de los tomadores con peores calificaciones. De hecho, el R-cuadrado muestra una relación negativa con la calificación.

Esto sugiere que la información objetiva tiene menor poder predictivo en el caso de prestatarios de mayor riesgo. Podemos pensar que, en estos casos, la información subjetiva es más importante. O, en otras palabras, que la parte de tipos de interés que no puede ser explicada por la información financiera objetiva es mayor.

Los resultados encontrados en estas estimaciones implican que la información subjetiva es ampliamente utilizada por los prestamistas para evaluar a los prestatarios y para determinar las condiciones de los préstamos. Y que los prestatarios

Tabla 3. R cuadrado de las diferentes regresiones en función de la calificación crediticia.

	R-squared	
	Interest Rate	Delinquency Rate
High Score	0.715	0.105
Medium Score	0.577	0.065
Low Score	0.403	0.054

incorporan la información subjetiva de una manera compleja. Por consiguiente, la amenaza de que la titulización puede reducir los incentivos para recoger y utilizar información subjetiva podría implicar un fuerte deterioro del riesgo crediticio de los nuevos préstamos titulizados.

### **Diferencias con los créditos “subprime”:**

Los créditos P2P no están garantizados ni avalados por ningún tipo de activo, como tampoco asociados a una categoría específica de activos, como los inmobiliarios. Esto los hace menos propensos a ser afectados por una apreciación o depreciación de los activos, generadas por períodos de liquidez alta o burbujas de activos y especulación.

En parte, los préstamos “subprime” fueron impulsados por las desgravaciones fiscales y otros incentivos públicos, que los hicieron atractivos para prestatarios que sin dichos incentivos los hubiesen considerado demasiado caros. Los créditos P2P no tienen ningún tipo de incentivos, y en este caso los prestatarios de alto riesgo pueden simplemente no sentirse alentados a tomar préstamos demasiado onerosos.

No obstante, la titulización también facilitaría el flujo de créditos hacia tipos de alto riesgo en tiempos de bajos intereses, alta liquidez, elevado crecimiento económico y mínima aversión al riesgo. Por consiguiente, aunque no existen activos específicos susceptibles de provocar una conducta de “exuberante irracionalidad” entre los inversores en este tipo de créditos, en épocas de abundante liquidez los mercados financieros podrían canalizar importantes cantidades de fondos hacia inversiones de alto riesgo, como lo son los préstamos P2P.

### **Posibles mecanismos para una estructura de incentivos adecuada:**

De manera similar a lo que se ha propuesto para otros mercados secundarios, los generadores de créditos P2P deberían mantener un importante porcentaje de la cartera de créditos que venden. Esto ayudaría a mantener una estructura de incentivos adecuada para evaluar a los prestatarios.

Otro posible mecanismo para evitar la pérdida de la “información subjetiva” podría ser forzar a los prestamistas originadores de los créditos a calificar ellos mismos cada crédito que deseen vender a terceros. Si un prestamista desea generar un crédito para posteriormente distribuirlo, debería aplicar algún tipo de calificación personal que pudiese utilizarse conjuntamente con las de las agencias de calificación y las de los sitios web. De ese modo, los

prestamistas podrían ser evaluados por la precisión de sus calificaciones. Así, adquirirían una buena (o mala) reputación que les facilitaría vender nuevos paquetes de créditos.

Un mecanismo de esta naturaleza incentivaría a los generadores de créditos a utilizar toda la “información subjetiva” existente de la mejor manera posible, aunque no carguen con el riesgo crediticio final.

## **LOS MICROCRÉDITOS BUSCAN LIQUIDEZ**

Hasta la fecha, el sector microfinanciero viene manteniendo un historial de índices de morosidad extremadamente bajos a pesar del rápido crecimiento de la cantidad de préstamos otorgados. El sector de microfinanzas, ha resistido muy bien la crisis financiera y continúa generando rentabilidades moderadamente positivas. Esto se debe a la estrecha relación con los clientes, a un sólido proceso de evaluación de clientes y a la concentración en los mercados pobres.

No obstante, la escasez de fondos y de liquidez siempre ha sido un problema para la mayoría de las instituciones de microfinanzas (IMF), muchas de las cuales dependen de los fondos procedentes de organismos de caridad y de donativos. Esto ha inducido a las IMF y a los promotores a buscar fuentes alternativas para financiar sus actividades, siendo las más populares las iniciativas de inversión privadas y las ventas de titulaciones de microcréditos.

La principal ventaja de la titulización para las IMF es que representa una opción mucho mejor para incrementar las fuentes de fondos y de liquidez, en comparación con la transformación en entidades tradicionales de captación de depósitos. Las instituciones financieras tradicionales tienen que ajustarse a normas y a una supervisión financieras muy estrictas, lo que puede obligarlas a captar y mantener grandes cuantías de capital para cumplir los requisitos de capital y reservas impuestos a la actividad bancaria. Para estas entidades resultaría muy difícil cumplir dichos requisitos, ya que su principal problema es obtener fondos para prestar.

La titulización supone una oportunidad para compartir los riesgos de los créditos con otros inversores y, al mismo tiempo, mantener sus beneficios. Si dichos fondos son reinvertidos, existe la posibilidad de un aumento exponencial del capital disponible para nuevos préstamos.

Las IMF pasarían los riesgos de crédito, tipos de interés y devolución a los inversores que adquieran los títulos, aunque podrían seguir obteniendo beneficios del precio de descuento que se aplica a los créditos en el proceso de venta, así como

de las comisiones cobradas en concepto del servicio de los préstamos. Por consiguiente, la entidad tendría ingresos para cubrir sus costes sin asumir los riesgos normales de una cartera de créditos y, lo más importante, obtendría suficiente liquidez como para seguir generando créditos.

Esto incrementa la eficacia del uso de los recursos, lo que permite reducir los tipos de interés a los tomadores de microcréditos. Si a los compradores de los títulos se les ofrece la opción de reinvertir los beneficios al vencimiento, el capital se incrementará progresivamente y, al mismo tiempo, se creará la demanda de títulos. Esto podría permitir a las IMF centrarse en llegar a un público más amplio, en lugar de invertir tiempo y dinero en satisfacer requisitos de regulación.

La titulización supone también la posibilidad de ofrecer un producto de micro-ahorro/micro-inversión con una rentabilidad atractiva para los clientes de rentas bajas. En este momento, los mercados financieros están fuera del alcance de dichos clientes, y el mercado de micro-ahorro está absolutamente subdesarrollado. Claramente, al invertir en valores a corto plazo, obtendrán una rentabilidad mucho mayor que la de una cuenta de ahorros. Por otra parte, debido a los seguros oficiales y a otras salvaguardas, sus inversiones no estarían expuestas a un riesgo alto.

### **Amenazas de la titulización: ¿qué hemos aprendido de los créditos “subprime”?**

La principal preocupación originada de la titulización es la pérdida de incentivos para evaluar y vigilar a los prestatarios con el objeto de verificar su solvencia. La evaluación y la vigilancia son tareas complejas y onerosas en el caso de clientes de bajos niveles de renta.

En el sector de las microfinanzas, los únicos que realmente pueden calificar el riesgo crediticio de los micro-prestatarios son las IMF que generan los créditos. Por lo general, los microcréditos no son calificados por agencias de calificación y, en la mayoría de los países en vías de desarrollo los prestatarios carecen de historiales crediticios. Por ello, los datos financieros objetivos resultan muy costosos de verificar.

Ése es el motivo por el que las instituciones financieras locales, y no los grandes bancos, son las más capacitadas para originar créditos. Conocen bien a sus clientes y sus costes de operación son más bajos que los de los bancos que intentan llegar al mismo público.

La titulización crea un riesgo moral que “perjudica las iniciativas de evaluación de los prestamistas”. En el mundo de las IMF, esto implica que si la entidad no asume el riesgo de

un crédito, existen menos probabilidades de que evalúe correctamente a los potenciales tomadores.

Otro riesgo común de todo contrato de crédito es que el tomador lo utilice para algo distinto de lo inicialmente previsto. Esto suele denominarse “riesgo moral” y, para el tema que nos ocupa, son las IMF las responsables de vigilarlo.

En el caso de los tomadores de baja renta, las actividades de vigilancia de las IMF representan una gran parte de los costes de operación. Y, en algunos casos, una vigilancia adecuada podría ser incluso más importante que una evaluación adecuada. Esto se debe a la facilidad con la que un cliente de bajos recursos puede decidir cambiar el destino de los fondos si sufre problemas económicos.

El riesgo de la relajación de incentivos para evaluar y vigilar es mayor en épocas de sólida actividad económica, bajos tipos de interés y abundante liquidez. Este último riesgo se ve reforzado por el hecho de que la titulización puede acercar las microfinanzas a la enorme riqueza de los mercados internacionales de capitales. En la crisis “subprime”, las repercusiones de los problemas de riesgo moral se ampliaron por la disponibilidad de crédito barato y abundante. Los bancos incrementaron enormemente la disponibilidad de créditos a clientes “subprime” simplemente porque el dinero era barato y fácil de obtener. Esto redujo otro incentivo de parte de los prestamistas para realizar una debida diligencia. Por consiguiente, la titulización puede incrementar las posibilidades de una “burbuja” de microcréditos, y las IMF tendrían que enfrentarse a una conducta más especulativa de parte de los inversores, una situación con la que hasta el momento no han tenido que enfrentarse.

Las IMF también podrían originar préstamos de dudoso cobro y venderlos. Una preocupación importante es la posibilidad de que los bancos o las IMF podrían vender premeditadamente créditos “malos”. La entidad originadora tiene la ventaja de conocer exactamente qué hay en el paquete, en tanto que para el comprador resultaría muy difícil verificar el riesgo de los títulos que está comprando.

Existe también el riesgo adicional de que los compradores de los títulos sean también los prestatarios de algunos de los microcréditos subyacentes. Si los flujos de caja de los títulos están garantizados por un seguro gubernamental y otras salvaguardas, los particulares no tendrían ninguna motivación de pagar sus créditos porque de todos modos recibirán la rentabilidad de la inversión.

Por último, algunos autores también alegan que muchas IMF tienen excesiva confianza en los bajos riesgos de impago,

considerando los tradicionales bajos índices de morosidad que mantienen los microcréditos. Un estudio realizado por Risk Roundtable, de Bombay, ha observado que la mayoría de los encuestados, incluyendo IMF, inversores y prestamistas, consideraban que el principal riesgo de los microcréditos es el de la liquidez, y no el de impago del préstamo.

### **Mecanismos que podrían aplicarse para evitar la experiencia “subprime”:**

Pueden considerarse diferentes mecanismos para mantener los incentivos para que las IMF evalúen y vigilen adecuadamente los microcréditos. Es fundamental evitar que las IMF no presten de manera irresponsable, considerando el hecho de que no serán ellas las que carguen con los riesgos de los créditos.

Para promover la confianza de los inversores en este tipo de títulos, debe realizarse un cuidadoso proceso desde la generación de cada crédito, y aplicando una reglamentación clara en cuanto a la calidad de los préstamos de las titulaciones.

La institución que origina el crédito debería mantener una parte significativa del mismo, o bien la rentabilidad de la IMF debería depender de algún modo en los resultados de los microcréditos, especialmente cuando los títulos vayan a ser adquiridos por inversores externos.

Además, debería existir una reglamentación estricta sobre los requisitos de divulgación de los créditos para que puedan adoptarse decisiones fundamentadas sobre qué contiene el paquete y si comprarlo o no. Una bolsa de préstamos, con su cámara de compensación, podría contribuir a hacer más transparente el proceso. Además, deberían establecerse ciertos mecanismos para una calificación crediticia adecuada.

La necesidad de calificaciones de crédito no debería llevar al sector hacia un proceso de suscripción de créditos basado solamente en evaluaciones técnicas, ignorando la información fundamental recogida por la IMF gracias a sus estrechas y sólidas relaciones con los micro-prestatarios. Al vender los microcréditos a terceros, existe un incentivo mayor a demostrar la solvencia de los mismos en términos de una calificación crediticia basada en datos objetivos y en modelos estadísticos que no pueden plasmar la alta complejidad de los micro-prestamistas.

Los posibles compradores de un paquete de microcréditos posiblemente no tengan tiempo (en el caso de grandes instituciones) ni los conocimientos (en el caso de los micro-

inversores) para escrutar todas las características de un gran número de pequeños créditos y tomadores. En el caso de los microcréditos, la “información subjetiva” podría ser más relevante que la objetiva para determinar el riesgo crediticio y la probabilidad de impago. Por ejemplo, dos tomadores de microcréditos podrían tener características muy similares, como renta baja o inestable, pero el objeto del préstamo y la manera en que el prestatario pretenda utilizarlo pueden cambiar completamente el riesgo subyacente.

Cuando los títulos son adquiridos por otros micro-inversores, los mecanismos de presión entre los prestatarios deberían reforzarse y estimularse. Los prestatarios deberían ser conscientes de que, en caso de incumplimiento, otros clientes como ellos serán quienes sufrirán las pérdidas, y no un gran inversor desconocido.

Desde una perspectiva de regulación, la legislación debería contemplar un mínimo de características para que una IMF pueda titular su cartera de créditos, así como requisitos relativos a los propios créditos. Tiene que existir una estructura legal que permita a los inversores o a otros interesados emprender acciones legales contra la IMF que haya generado los créditos sin la debida diligencia.

Además, es necesaria una norma en materia de nivel de responsabilidad de los directivos, administradores o accionistas/promotores de la IMF, en especial teniendo en cuenta que no está obligada a satisfacer requisitos de capital. Por último, al igual que en cualquier otro producto de inversión, una reglamentación detallada sobre la información completa y auténtica sobre el grueso de los préstamos siempre es una buena protección tanto para inversores como para generadores. Sin embargo, es importante que la información sea comprensible para los inversores y ahorristas de bajas rentas, considerando sus escasos niveles de experiencia y de conocimiento del mercado.

En cuanto a los inversores, es necesario facilitarles información completa de los activos del paquete y de los principales problemas de los títulos. Por otra parte, cuando están involucrados donantes, será necesaria no solamente información, sino también la demostración de los resultados una vez desembolsados los donativos. Esto supone una mayor carga para las IMF involucradas.

Todos los actores vinculados a los microcréditos, incluyendo inversores, prestamistas y reguladores, deben actuar con cautela para proteger el excelente historial de estos instrumentos, para evitar la existencia de prácticas abusivas por operadores codiciosos, como los que provocaron la crisis “subprime”. Son fundamentales un proceso de suscripción

prudente, técnicas de gestión de riesgo y un fuerte hincapié en la calidad de la cartera para mantener las impresionantes tasas de cumplimiento de los microcréditos.

Es posible que, en última instancia, la crisis “subprime” tenga algunas consecuencias positivas. Por ejemplo se espera que se establezcan nuevas normas para las agencias de calificación, que contribuyan al proceso de recomponer la confianza de los inversores en los instrumentos financieros.

#### Referencias:

- Alarcón, D. (2008), “Securitization in Microfinance”, International Development Law Organization (IDLO) Working Paper, November 2008.
- Baso, S. (2005), “Securitization and the Challenges Faced in Micro Finance”, Centre for Micro Finance Research, Working Paper Series, April 2005.
- Beirne, C. (2008), “Subprime Lending: Lessons for the Microfinance Industry”, MicroCapital April 2008, [www.microcapital.org](http://www.microcapital.org)
- Bernanke, BS. (2007), Speech at the Federal Reserve Bank of Chicago’s 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Illinois, May 2007.
- Clinton, L. (2009) “What’s OTD got to do with it?” Microfinance Insights, March 13, 2009.
- Demyanyk, Y. and Van Hemert, O. (2009), “Understanding the Subprime Mortgage Crisis” Review of Financial Studies, 2009.
- Elul, R. (2009), “Securitization and Mortgage Default: Reputation vs. Adverse Selection”. Working Paper No. 09-21, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Fehr, D. and Hishigsuren G. (2004), “Raising Capital for Microfinance: Sources of Funding and Opportunities for Equity Financing”, Working Paper 2004-01
- Hunt, JP. (2008), “Credit Rating Agencies and the “Worldwide Credit Crisis”: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement.” Columbia Business Law Review, 2008.
- Kiff, J. and Mills, P. (2007), “Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets” IMF Working Paper WP/07/188, July 2007.
- Meyer, T. (2009), “Welcome to the Machine” Deutsche Bank Research, E-Banking Snapshot 31, November 2009.
- Pope, DG. and Sydnor, JR. (2008), “What’s in a Picture? Evidence of Discrimination from Prosper.com” Wharton Operation and Information Management, August 2008.

- **Rajan, U., Seru, A. and Vig, V. (2009), “The Failure of Models That Predict Failure: Distance, Incentives and Defaults” Chicago Graduate School of Business Research Paper No. 08-19.**
- **Ravina, E. (2009) “Love & Loans: The Effect of Beauty and Personal Characteristics in Credit Markets” Columbia University, Working Paper July 2008.**
- **White BB., and Pahlajani M., (2006) “A Short History of Subprime Lending” Deloitte Financial Advisory Services LLP, Deloitte & Touche LLP, 2006.**