

Universidad de Buenos Aires

From the Selected Works of Martin Paolantonio

2010

Hipotecas y Responsabilidad Limitada (en enfoque desde el análisis económico del derecho)

Martin Paolantonio



Available at: https://works.bepress.com/martin_paolantonio/115/

HIPOTECAS Y RESPONSABILIDAD LIMITADA (un enfoque desde el análisis económico del Derecho)

por MARTÍN E. PAOLANTONIO

SUMARIO: 1. Hipoteca y responsabilidad del deudor: objeto de este trabajo. 2. Brevíssima referencia al análisis económico del Derecho y su metodología. 3. La limitación de responsabilidad en las hipotecas: la experiencia en EE. UU. Apuntes de Derecho Comparado. 4. El escenario de análisis. 5. El incumplimiento y “abandono” en la crisis inmobiliaria en EE. UU.: evidencia empírica y conclusiones. 6. La hipoteca y la realidad argentina: posibilidades y límites de extrapolar el análisis del mercado de hipotecas en EE. UU. 7. ¿Es conveniente o deseable la limitación de responsabilidad en la hipoteca? 8. Conclusiones.

1. Hipoteca y responsabilidad del deudor: objeto de este trabajo

La hipoteca, más allá de la utilización del término coloquialmente, no es una deuda (derecho personal), sino una garantía: la hipoteca es el derecho real constituido en seguridad de un crédito en dinero, sobre los bienes inmuebles, que continúan en poder del deudor (art. 3108, Cód. Civ.)¹.

De esa circunstancia se sigue que, salvo convención en contrario en el ámbito del derecho personal, el deudor de la obligación garantizada habrá de responder con la totalidad de su patrimonio cuando la ejecución del bien no fuera suficiente para satisfacer el derecho del acreedor (arg. art. 505, Cód. Civ.).

Esta circunstancia es la habitual en materia de garantías, en tanto éstas

¹ En este orden de ideas se ha dicho que “si bien habitualmente se menciona el crédito hipotecario o, aún más sencillamente, la hipoteca, como una entidad única, en esta expresión deben destacarse dos elementos: el crédito y la hipoteca. Existe una gran confusión entre el derecho personal garantizado y el derecho real garantizante, por lo que deben separarse bien ambos conceptos” (HIGHTON, Elena, en BUERES, Alberto [dir.], *Código Civil y normas complementarias. Análisis doctrinal y jurisprudencial*, 2ª ed., Hammurabi, Buenos Aires, 2005, t. 5C, p. 220).

constituyen “una norma de derecho o un precepto de autonomía privada que viene a añadir al crédito algo que éste no tiene por sí mismo, de forma tal que esa adición o yuxtaposición refuerza al acreedor la seguridad de que ha de ver realizado su derecho [...] se genera una ampliación del poder jurídico del acreedor –con respecto a los poderes que ostenta de ordinario–. Existe un nuevo derecho subjetivo o facultad”².

La afirmación de apertura no genera controversias en la doctrina y jurisprudencia, y de hecho no parece existir espacio *de lege lata* para una discusión sobre el tema³.

Sin embargo, si se quiere introducir un debate *de lege ferenda*, e inquirir sobre el acierto o desacierto de la solución (o su conveniencia o inconveniencia), se abre un espacio diferente, en el cual el análisis económico del Derecho (AED) puede hacer un aporte interesante.

Aunque muchas de las conclusiones y argumentos expuestos se aplican en general al crédito hipotecario, el trabajo se focaliza en la hipoteca de vivienda, que es la que ha sido también objeto de las principales investigaciones en el área⁴.

2. Brevísima referencia al análisis económico del Derecho y su metodología

Existen importantes trabajos que explican las características, objetivos y método del AED⁵.

² BUERES, Alberto y MAYO, Jorge, *Lineamientos generales sobre las “garantías” de la obligación en el Derecho Privado*, en *Revista de Derecho Privado y Comunitario*, N° 2, p. 16.

³ Por otro lado, la regulación por el Código Civil de la situación del tercer poseedor (arts. 3162 y ss.) no hace más que subrayar la conclusión apuntada: quien no es deudor de la obligación garantizada limita su responsabilidad a soportar la ejecución del inmueble, y tiene derecho de abandono.

⁴ Para estas hipotecas “comerciales”, la existencia de cláusulas de limitación de responsabilidad es frecuente, pero por elección convencional y no imposición legislativa. De todos modos, la técnica contractual es diferente, y aun cuando se limita la responsabilidad del deudor, existen numerosos supuestos en que ese beneficio es extinguido por previsiones contractuales específicas. Ver STEIN, Joshua, *Nonrecourse carve-outs: how far is far enough?*, en *Real Estate Review*, 1997 (summer).

⁵ Sin ninguna pretensión de exhaustividad, y en tanto se trata de una obra de

Por otra parte, en diversas oportunidades hemos abordado el estudio de temas desde la óptica del AED⁶. Allí, solemos realizar algunas consideraciones introductorias sobre el AED, su razón de ser y validez de sus conclusiones.

Algunas de ellas, las mencionaremos en los párrafos siguientes, de forma de enmarcar debidamente el presente trabajo.

Sintéticamente, en su versión más corriente, la perspectiva básica del análisis económico del Derecho consiste en visualizar al ordenamiento jurídico de una manera particular: las leyes actúan como incentivos para el cambio o realización de conductas (precios implícitos) y como instrumentos para objetivos de política económica (eficiencia y distribución)⁷.

Así, se estudia un marco normativo determinado aplicando la teoría de precios de la ciencia económica, siendo en consecuencia las leyes “precios” o “impuestos” que proveen incentivos para la realización de una conducta en particular⁸.

factura nacional y fácil acceso, se pueden ver los trabajos y referencias de KLUGER, Viviana (comp.), *Análisis económico del Derecho*, Heliasta, Buenos Aires, 2006. En igual marco, los estudios incorporados al N° 21 de esta Revista.

⁶ Nuestros trabajos en el área del AED se pueden consultar y descargar en http://works.bepress.com/martin_paolantonio/.

⁷ COOTER, Robert y ULEN, Thomas, *Law and economics*, 2ª ed., Addison-Wesley, Massachussets, 1997, p. 7.

⁸ Una “gigantesca máquina de precios”, en la gráfica expresión de VELJANOWSKI, Cento, *The economics of law*, The Institute of Economic Affairs, London, 1990, p. 15. En este orden de ideas, refiriéndose a los efectos incentivadores de las normas jurídicas, se ha expresado que ellas “dan lugar a precios implícitos para diferentes clases de comportamiento y las respuestas a esos precios implícitos pueden estudiarse de la misma forma que los economistas lo hacen con la respuesta de los consumidores ante los precios explícitos de los bienes y servicios [...] las reglas que conceden un derecho de propiedad exclusivo válido frente a todos, a la persona que escribe una novela original disminuyen los costes que para el autor supone defender su trabajo de la expropiación y de ese modo le impulsa a dedicar nuevos recursos a escribir; la regla que determina la responsabilidad de quien falta a su obligación de adoptar una cierta precaución aumenta el precio de la imprudencia y, por esta razón, eleva el consumo de precaución” (KORNHAUSER, Lewis, *The great image of authority*, en *Stanford Law Review*, enero de 1984, cit. por ULEN, Thomas, *Derecho y economía: temas resueltos y cuestiones pendientes*, en MERCURO, Nicholas [dir.], *Derecho y economía*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1991, p. 255).

El AED puede abordarse desde una doble perspectiva⁹:

- a) Positiva o descriptiva, cuyo énfasis es la descripción y explicación del contenido de un conjunto normativo o prácticas contractuales.
- b) Normativa o prescriptiva, cuya tarea es determinar cómo el ordenamiento jurídico puede ser utilizado para obtener determinados fines, tales como la prevención de conductas socialmente indeseables o ineficientes desde la óptica de la economía¹⁰.

Es, pues, este enfoque el que queremos proponer en este trabajo. No pretendemos analizar si la recepción de la figura es susceptible de afectar la nota de accesoriedad del derecho real, que en todo caso es una referencia que ha de hacerse sobre el concreto alcance normativo de esa característica, y es objeto de estudio en numerosos aportes de la doctrina nacional¹¹.

⁹ Ver, por ejemplo, POLINSKY, Michael, *An introduction to law and economics*, 2ª ed., Little, Brown & Co., Boston, 1989, Prefacio, ps. XIV y XV.

¹⁰ En otras palabras, el análisis positivo describe la situación tal cual es, en tanto el examen normativo prescribe cómo la situación debe ser (MANKIOW, N. Gregory, *Principles of economics*, The Dryden Press, Forth Worth, 1998, p. 26). La división tiene algún contacto con el análisis jurídico *de lege lata* y *de lege ferenda*, más allá de las diferencias metodológicas.

¹¹ No somos partidarios de una aproximación dogmática a las instituciones jurídicas, y por tanto naturalmente ese enfoque se traslada a las “características esenciales” de la hipoteca. Las instituciones jurídicas, particularmente las propias del Derecho Privado patrimonial, han de acomodarse a las necesidades del tráfico, y si ello implica sacrificar alguna “vaca sagrada” de la construcción teórica, el único límite para ello es el respeto de los procesos constitucionales y de la división de poderes (esto es, reformas en el plano legislativo y por el órgano legislativo competente). En materia de accesoriedad, es interesante la iniciativa de armonización de la legislación europea mediante la creación de la denominada “eurohipoteca” (www.eurohypotheq.com); ver también STOCKER, Otmar, *La eurohipoteca*, en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, N° 620, <http://vlex.com/vid/327088>; Grupo de Investigación Eurohypotheq, *Proyecto de investigación europeo para Eurohipoteca: puntos para la discusión*, en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, N° 685, <http://vlex.com/vid/328802>; y MUÑIZ ESPADA, Esther, *La propuesta de una hipoteca independiente en el Derecho español*, en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, N° 711 (recensión bibliográfica de Luis Humberto Clavería Gosálbez), <http://vlex.com/vid/52458104>.

3. La limitación de responsabilidad en las hipotecas: la experiencia en EE. UU. Apuntes de Derecho Comparado

No escapa a nadie que, más allá de los procesos de convergencia en algunas áreas del tradicionalmente denominado Derecho Comercial, el *common law* y el *civil law* presentan relevantes diferencias en sus instituciones básicas, que incluyen por cierto a los derechos reales.

Si bien esa circunstancia haría difícil extrapolar conclusiones en el discurso jurídico ortodoxo, no es así en el enfoque del AED referido en la sección precedente.

No se trata aquí de un simple ejercicio teórico o abstracto, ni de comparar instituciones de sistemas jurídicos diferentes. El AED es básicamente consecuencialista desde la arista metodológica, y requiere evidencia empírica o de campo que pueda ser contrastada con proposiciones teóricas o conclusiones.

Si bien la hipoteca de responsabilidad limitada tiene alguna presencia en el *civil law* —el caso, por ejemplo, de la legislación española¹²—, su utilización es extremadamente limitada, sino inexistente, en la práctica, lo que ha sido puesto de evidencia en la versión

¹² El art. 140 de la Ley Hipotecaria de España establece que “No obstante lo dispuesto en el artículo 105, podrá válidamente pactarse en la escritura de constitución de la hipoteca voluntaria que la obligación garantizada se haga solamente efectiva sobre los bienes hipotecados. En este caso, la responsabilidad del deudor y la acción del acreedor, por virtud del préstamo hipotecario, quedarán limitadas al importe de los bienes hipotecados y no alcanzarán a los demás bienes del patrimonio del deudor. Cuando la hipoteca así constituida, afectase a dos o más fincas y el valor de alguna de ellas no cubriese la parte del crédito de que responda, podrá el acreedor repetir por la diferencia exclusivamente contra las demás fincas hipotecadas, en la forma y con las limitaciones establecidas en el artículo 121”. El referido art. 105 de la Ley Hipotecaria recuerda el principio general en la materia: “La hipoteca podrá constituirse en garantía de toda clase de obligaciones y no alterará la responsabilidad personal ilimitada del deudor que establece el artículo 1911 del Código Civil”. Un análisis del art. 140 de la Ley Hipotecaria, con referencia a la infaltable discusión sobre su “naturaleza jurídica”, puede verse en PETREL SERRANO, Juan, *Comentarios al Código Civil*, t. VII, vol. 8, <http://vlex.com/vid/230546>. El Derecho germánico reconoce la deuda territorial o hipoteca independiente, particular expresión de la desconexión causal que admite el BGB.

hispana del fin de la “burbuja inmobiliaria”¹³. Ello, a pesar de sus más de 60 años de existencia legislativa¹⁴.

Así pues, si el acercamiento desde el AED ha de requerir una observación empírica, la mejor alternativa es considerar la rica experiencia “de campo” para la indagación que ofrece la crisis financiera iniciada en 2007 en EE. UU., muy vinculada al crédito hipotecario.

En EE. UU., coexisten las hipotecas “con y sin recurso” (*recourse and non recourse mortgages*), y la crisis financiera ha llevado a un importante nivel de morosidad de las carteras hipotecarias.

Ello ha posibilitado un análisis “en tiempo real” de las respuestas individuales en el escenario de mora, incluso con la posibilidad de contrastar las diferencias entre Estados en los que existe la responsabilidad limitada en la hipoteca, y Estados enrolados en lo que para nuestra perspectiva sería la solución tradicional (responsabilidad patrimonial integral)¹⁵.

¹³ Ver la nota de PELLICER, Lluís, en el diario *El País*, del 10-3-2009, disponible en www.elpais.com. Allí se refiere el “problema” de los deudores hipotecarios que deben afrontar la insuficiencia del producido del remate para satisfacer el derecho del acreedor.

¹⁴ La limitación de responsabilidad es producto de la reforma de 1944, y tiene como antecedente la legislación de Cuba de la década de 1930, una normativa “de emergencia” que pretendió afectar retroactivamente los derechos de los acreedores. Sobre el tema, NIN Y ABARCA, Mario, *La hipoteca de responsabilidad limitada*, en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, N° 228, mayo de 1947, p. 291, disponible en www.vlex.com. Allí se vaticina el fracaso de la reforma hipotecaria española en este punto, “pues es preciso contar con el consentimiento del acreedor, y dada la posición de inferioridad contractual del deudor, serán pocos los acreedores generosos que renuncien de antemano al posible ejercicio de acciones personales contra todos los bienes de aquél”. También menciona el antecedente de la legislación cubana PETREL SERRANO, *Comentarios...* cit. Allí señala el autor que en la década de 1930 se produjo en Cuba una gran crisis económica con una fortísima desvalorización de la propiedad inmueble, que intentó ser paliada con normas que incluyeron una reforma constitucional. Concluye afirmando que “la razón de ser de esta peculiar normativa se encontró en que parecía inmoral que el acreedor pudiera perseguir, además de los bienes hipotecados, aquellos otros que constituían el patrimonio del deudor, hasta dejarlo en estado de total insolvencia, cuando al contratar solamente tuvo en cuenta la garantía que le ofrecía la finca hipotecada; es decir, si había una profunda crisis que afectaba a la riqueza inmueble, no parecía justo que las consecuencias tuvieran que sufrirlas solamente los deudores, perdiendo no sólo el bien que hipotecaron, sino también los que no incluyeron en la hipoteca”.

¹⁵ Aunque en el texto presentamos una distinción sin matices entre hipotecas con

4. El escenario de análisis

Supongamos los siguientes hechos:

- a) El deudor celebra un contrato de préstamo hipotecario con el acreedor al tiempo de adquirir el inmueble.
- b) Al tiempo de celebrar la operación el valor del inmueble es de \$ 100, que se integran con \$ 30 que paga el deudor con fondos propios, y \$ 70 que paga el deudor con los fondos del préstamo otorgado por el acreedor.
- c) En un tiempo posterior, el valor del inmueble se reduce, de modo tal que resulta menor al saldo adeudado por el préstamo. La reducción del valor no es particular al inmueble, sino común a otros inmuebles comparables.

Ante esta situación, puede ocurrir que:

- a) El deudor continúe con sus pagos normalmente, o
- b) el deudor incumpla su obligación, sea por circunstancias subjetivas que le impidan mantener la regularidad de sus pagos, o como una decisión (incumplimiento normal) o reacción a la pérdida de valor del inmueble (incumplimiento estratégico). En el primer supuesto, tiene además un problema de ingresos corrientes o ahorros que lo llevan a la situación de incumplimiento; en el segundo, la cuestión se focaliza exclusivamente en el valor del inmueble, y se presupone que la capacidad de pago (ingresos

y sin recurso, existen en realidad casos particulares que se acercan más a uno de los extremos, sin identificarse plenamente con él. La mayoría de las legislaciones estatales admite que el prestamista obtenga un *deficiency judgment* y pueda perseguir de este modo otros activos del deudor cuando el bien hipotecado es insuficiente. Sin embargo, las diferentes normativas de los Estados hacen que existan variantes en lo que hace a la necesidad de acreditar a favor del deudor la diferencia entre el valor de realización y el valor de mercado, y tiempos y modalidades para el cobro de la diferencia. Un panorama y clasificación de los Estados “con y sin recurso” se puede ver en GHENT, Andra y KUDLYAK, Marianna, *Recourse and residential mortgage default: theory and evidence from U. S. States*, Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper N° 09-10, disponible en <http://ssrn.com>. Sobre el tema, se ha señalado que –según la perspectiva que se adopte– entre diez y quince Estados pueden clasificarse como “sin recurso”, incluyendo a California y Arizona (HARRIS, Ron, *Recourse and non-recourse mortgages: foreclosure, bankruptcy, policy*, disponible en <http://ssrn.com>). Ello, sin considerar que, como consecuencia de la legislación federal de insolvencia, el saldo adeudado puede ser totalmente liberado como efecto del *discharge* de ese proceso.

o ahorros) no se ve afectada. Por eso se suele decir que el deudor “elige” incumplir.

Lo que interesa particularmente analizar en este trabajo es si la existencia o no de recurso contra el deudor implica una diferencia en la adopción de la decisión de incumplir.

En otros términos, se trata de valorar los incentivos que una u otra solución aportan al proceso de decisión del deudor, y a la entidad y características de los incumplimientos.

Y en esa línea, ya en el plano prescriptivo, puede inquirirse acerca de la más eficiente asignación del riesgo de pérdida del valor del inmueble. Así, la hipoteca con recurso pone ese riesgo en cabeza del deudor, en tanto en el caso contrario, el riesgo lo asume el prestamista. Y en este punto, preguntarse si tiene sentido una solución normativa diferente de la existente.

Para comprender mejor los párrafos precedentes, cabe presentar una dimensión financiera o económica de un activo inmobiliario hipotecado¹⁶.

Desde el punto de vista del titular de un activo, en este caso un inmueble, su valor equivale al valor corriente de los ingresos que pueden obtenerse por su alquiler a precio de mercado. De allí que si el costo neto de adquirir un inmueble excede el de alquilarlo, esta última es la opción financiera óptima. En el cálculo de “comprar o alquilar”, se debe comparar el costo neto de ser propietario con el costo neto de alquilar por el período esperado de ocupación.

El cálculo por un “dueño racional”¹⁷ de cuándo incumplir (incum-

¹⁶ Si bien el razonamiento es común en muchos de los textos analizados, seguimos aquí particularmente a WHITE, Brent, *Underwater and not walking away: shame, fear and the social management of the housing crisis*, Discussion Paper N° 09-35, en *Arizona Legal Studies*, disponible en <http://ssrn.com>.

¹⁷ Excede al ámbito de este trabajo la discusión acerca del significado y límites del concepto de racionalidad para el AED, objeto de críticas particularmente por los adscriptos a la economía conductista. Aunque muy difundido en tiempos recientes por la influencia de este movimiento en la administración del presidente Obama, la construcción teórica data de unos años atrás; ver SUNSTEIN, Cass (ed.), *Behavioral law & economics*, Cambridge University Press, Cambridge, 2000 y una reseña general del tema en http://en.wikipedia.org/wiki/Behavioral_economics. También puede verse una aproximación de esta escuela a la reciente crisis financiera en SHILLER, Robert y AKERLOFF, George, *Animal spirits*, Princeton University Press, Princeton, 2009.

plimiento estratégico) es similar al de “comprar o alquilar”, en tanto la base del análisis continúa siendo el costo de alquilar vs. el costo de mantener la titularidad del inmueble (cumplir el préstamo).

Por cierto, la comparación es menos lineal o sencilla de lo que parece. Existen costos menos visibles pero que han de ser computados: la reubicación o mudanza (que puede incluir cambios en la escolaridad de los hijos o hasta un cambio laboral), el perjuicio en la calificación crediticia individual, los seguidos de la ejecución forzosa, etcétera.

De todas maneras, la conclusión inicial se sostiene en el plano teórico: si el deudor puede “abandonar” el inmueble, y con ello cancelar el crédito, y los costos de esa decisión son menores a la alternativa de pagar el crédito (lo que asume la imposibilidad de recuperación del valor del inmueble), entonces el deudor *debería* abandonar el inmueble, en tanto el acreedor no tenga legal o fácticamente recurso contra otros bienes del deudor¹⁸.

Otra manera de explicar desde un punto de vista económico o financiero la situación de un inmueble hipotecado es observar a éste como un proyecto de inversión que se financia mediante aportes de capital del propietario (el pago inicial o *downpayment*), y endeudamiento (el préstamo con garantía hipotecaria). Si no existe recurso fuera del inmueble, entonces el propietario tiene una opción de venta (*put option*) implícita

¹⁸ Tomando valores reales de mercado pero extremos, y potenciando así el ejemplo, White (*Underwater...* cit.) plantea el siguiente caso: Sam y Chris, una joven pareja de profesionales con dos hijos, llegaron a adquirir un inmueble con tres dormitorios en Salinas, California, por US\$ 585.000 en enero de 2006. Con su calificación crediticia óptima, obtuvieron un préstamo a 30 años a tasa fija al 6,5% anual. Los pagos mensuales de US\$ 4.300 equivalen aproximadamente al 31% de sus ingresos. Luego del pago de otros gastos, Sam y Chris llegan ajustadamente a fin de mes. Desafortunadamente para ellos, el mercado inmobiliario empieza a colapsar en 2007. Aunque ellos deben todavía US\$ 560.000 del préstamo, su casa vale sólo aproximadamente US\$ 183.000. Una casa similar cercana se puso a la venta por US\$ 179.000, que con un modesto pago inicial del 5% haría descender su erogación mensual por ese nuevo préstamo a US\$ 1.200 en lugar de US\$ 4.300. Podrían asimismo alquilar una casa similar por US\$ 1.000. Suponiendo que quisieran estar en esa casa por 10 años, podrían ahorrar US\$ 340.000 abandonando el inmueble original, incluyendo un ahorro mensual de al menos US\$ 1.700 comparando alquiler contra pago de préstamo, aun luego de la pérdida de deducciones impositivas. Si deciden quedarse en el inmueble original, Sam y Chris necesitarían más de 60 años para recuperar el valor de su “inversión”, suponiendo que el mercado no caerá más y el valor del inmueble se apreciará a su tasa anual histórica del 3,5%.

en la estructura de la compra financiada, por la cual “vende” su inmueble al acreedor no por su valor de mercado, sino por el de la deuda (por hipótesis, superior al valor de mercado)¹⁹.

Ahora bien, si lo anterior sugiere que el incumplimiento estratégico ha sido la opción preferida luego de un “análisis racional”, la evidencia empírica es menos categórica de lo que podría esperarse.

5. El incumplimiento y “abandono” en la crisis inmobiliaria en EE. UU.: evidencia empírica y conclusiones

La crisis financiera se inicia en el segundo semestre de 2007, cuando comienzan a evidenciarse los problemas del segmento *subprime* de hipotecas.

Esencialmente, *subprime* significa mayor riesgo de incumplimiento, sobre la base de la calificación crediticia o *scoring* del deudor. Y ello se refleja, fundamentalmente, en un mayor costo financiero para compensar el riesgo adicional (utilizándose además frecuentemente tasas de interés variables), con operaciones en las que la porción financiada es mayor que en las operaciones ordinarias.

Se trata de un fenómeno que comienza su expansión en la década de 1990, apoyándose también en la posibilidad de securitización de las carteras de créditos. El volumen del segmento se incrementó sustancialmente en esos años, mostrando una tasa de crecimiento de 25% anual entre 1994 y 2003²⁰. Mientras que en 2001 se otorgaron aproximadamente 1.360.000 hipotecas de primer grado *subprime*, en 2006 el número ascendió a 4.150.000, más del 20% del total de nuevas hipotecas²¹.

¹⁹ La referencia a la existencia de una opción de venta es frecuente en la literatura que analiza el endeudamiento en hipótesis de responsabilidad limitada (el caso típico de las sociedades anónimas). HARRIS, *Recourse...* cit., hace un desarrollo extenso sobre la aplicación del marco de las opciones al préstamo hipotecario. Señala el autor que pueden visualizarse dos tipos de opciones en la hipoteca sin recurso: la ya mencionada opción de venta o *put option*, y una opción de compra o *call option* para pagar el préstamo y adquirir definitivamente el inmueble. En cambio, en la hipoteca con recurso, sólo existe la segunda opción, que suele utilizarse para refinanciar la hipoteca cuando la tasa de interés de mercado es inferior a la del préstamo hipotecario.

²⁰ Lo que implica una multiplicación por diez de su volumen: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/Speeches/2004/20040521/default.htm>.

²¹ BAR-GILL, Oren, *The law, economics and psychology of subprime mortgage contracts*, disponible en <http://ssrn.com>. El autor realiza un interesante análisis de la

“Crédito fácil” en ámbito de tasas de interés bajas fue uno de los factores que contribuyó al sostenido incremento del valor de los inmuebles y de los volúmenes del segmento *subprime*. Cuando comenzaron los atrasos en los pagos al ajustarse las tasas de interés, sin capacidad de respuesta de los deudores, se evidenció un problema insoluble potenciado por la presencia de entidades financieras fuertemente invertidas en derivados dependiente de los créditos *subprime*²². El resto de la historia es generalmente conocido²³.

estructura contractual del segmento *subprime*, que incorporaba contratos con múltiples variables de precios y diferimiento de costos que hacían sumamente compleja la valoración de riesgos por el tomador del préstamo. Ello, en contraposición con la tradicional hipoteca a tasa fija del segmento *prime*. También se incluye una descripción detallada de la operatoria *subprime* en DICKERSON, A. Mechele, *The myth of home ownership and why home ownership is not always a good thing*, disponible en <http://ssrn.com>.

²² Señala SICILIA, Jorge, *El problema no es el subprime*, disponible en <http://www.bbvaesearch.com>, que “con los tipos de interés bajos, los inversores demandaban activos que tuvieran una rentabilidad alta con bajo riesgo. Los bancos de inversión, atentos a la jugada, reinventaron este mercado, tomando las hipotecas de las originadoras, empaquetándolas una y otra vez en fajos con derechos de cobro diferenciados que eran calificados por agencias privadas (la mayoría de los tramos con elevada calificación crediticia) y vendiéndolos en el mercado. Hasta aquí todo bien, parecía que todos ganaban. Las entidades que otorgaban hipotecas en este segmento –que en su mayoría no son bancos y en general no captan depósitos– podían liberar capital para seguir dando hipotecas, los bancos de inversión obtenían por su ingeniería financiera una comisión, lo mismo que las agencias calificadoras por la calificación, y los inversores finales disponían de instrumentos de elevada calificación crediticia con tasas de interés altas. Pero algo falló. Por un lado, el negocio estaba en manos de originadoras que otorgaban hipotecas que sacaban rápidamente de su balance. Dada la fuerte demanda de estos activos, no existían los incentivos adecuados para que las originadoras fueran estrictas en la gestión del riesgo de las nuevas hipotecas. Y las concedieron de todos los colores. Como se contaba con que el precio seguiría subiendo y se podría volver a refinanciar, ¿qué importaba la capacidad de pago de las familias, o el importe de la hipoteca respecto al valor de la vivienda, o la comprobación de los ingresos de los prestatarios! Y la supervisión de este mercado, alejado del negocio bancario tradicional, se durmió; en un entorno donde además muchas de estas entidades no eran supervisadas por instituciones federales, sino estatales, sin criterios homogéneos. Cuando el precio de la vivienda dejó de crecer, ya sabemos lo que detonó. Comenzaron los impagos, pese al escenario económico benigno. El origen de esta crisis se achaca erróneamente a las hipotecas *subprime*, cuando en verdad corresponde a aquellas hipotecas concedidas a partir de 2004 con criterios que tan sólo un año antes no hubieran sido consideradas *subprime*, y no se hubieran concedido con esas condiciones”. La concisa descripción es en nuestra opinión bastante cercana a la realidad y consistente con la causalidad múltiple que se presenta siempre en las crisis sistémicas.

²³ Sin necesidad de referencias bibliográficas múltiples, puede verse la descriptiva entrada sobre el tema en http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime_mortgage_crisis.

La explosión de la “burbuja” del *real estate*, como ocurre en todos los casos análogos²⁴, importó una severa corrección de precios a la baja. Ello, por supuesto, provoca una alteración fundamental en la relación entre el valor del inmueble (a mercado) y el valor de la deuda.

Las estimaciones son variadas, y oscilan con los cambios de precios, pero se ha señalado, por ejemplo, que a fines de 2009, aproximadamente el 34% de las hipotecas de vivienda tienen un valor superior al de su garantía, y ese número podría llegar al 48% en 2011²⁵.

Sin embargo, ni los niveles de morosidad, ni consecuentemente tampoco los de incumplimientos estratégicos, se acercan a esas cifras²⁶. Ello ha sido objeto de diferentes análisis, explicaciones y conclusiones, en un tema que ha generado además un debate de carácter nacional acerca de la moralidad del incumplimiento estratégico²⁷.

²⁴ Para una referencia general a las “burbujas financieras”, son libros de fácil acceso en nuestro idioma, KINDLEBERGER, Charles, *Manías, pánicos y cracs*, Ariel, Barcelona, 1991; y CHANCELLOR, Edward, *Sálvese quien pueda*, Granica, Buenos Aires, 2000.

²⁵ WHITE, *Underwater...* cit. STREITFELD, David, *Biggest defaulters on mortgages are the rich*, en *New York Times*, del 8-7-2010, disponible en <http://www.nytimes.com>, pone en 11.000.000 el número de operaciones *underwater*. ZINGALES, Luigi, *The menace of strategic default*, disponible en http://www.city-journal.org/2010/20_2_strategic-mortgage-default.html, apunta que el 66% de las deudas hipotecarias de vivienda son mayores al valor del inmueble en Nevada, 51% en Arizona, 49% en Florida, 48% en Michigan y 42% en California. El índice S&P/Case-Shiller (viviendas de 20 áreas metropolitanas importantes) reconoce una baja a junio de 2009 del 68% de su pico en enero de 2006. Ello significa que todos los inmuebles adquiridos en el pico de precios, financiados con una relación valor-préstamo (*loan to value* o LTV), con las amortizaciones habituales (mínimo pago de capital en los primeros períodos) tienen un valor negativo para sus propietarios (HARRIS, *Recourse...* cit.). El referido índice y su composición pueden consultarse en <http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/us/?indexId=spusa-cashpidff-p-us->.

²⁶ Se ha estimado que de las ejecuciones (*foreclosures*) de 2008, aproximadamente un 20% ha correspondido a incumplimientos estratégicos (HARRIS, *Recourse...* cit.).

²⁷ Los medios masivos dan cuenta del tema de manera frecuente, como se sigue de una simple búsqueda vía Google de los términos *mortgage* y *strategic default*. Un contrapunto entre White y Zingales es descriptivo de la discusión: <http://www.city-journal.org/2010/forum0427.html>.

En el estudio del tema, se han seguido fundamentalmente dos enfoques:

- a) El análisis de datos concretos de morosidad e incumplimiento y la elaboración de modelos con diferentes escenarios, considerando las principales contribuciones teóricas en el tema, y
- b) el recurso a técnicas de encuestas y herramientas estadísticas para predecir el efecto de la solución normativa (hipotecas con o sin recurso), sobre la cantidad de incumplimientos estratégicos²⁸.

Sintetizaremos sus conclusiones en los párrafos siguientes, incorporando nuestras consideraciones en cada uno de los puntos:

- a) Ghent y Kudlyak:
 - i) La presencia de recurso (nuestra tradicional hipoteca) tiene un efecto negativo sobre la posibilidad de incumplimiento cuando existe una alta probabilidad de que el deudor tenga un valor de *equity* negativo (esto es, cuando el monto del préstamo sea mayor al valor del inmueble, o en otros términos, el valor del *put option* sea positivo para el deudor). En el valor promedio al incumplimiento, la probabilidad de incumplimiento es un 20% mayor en los Estados que no admiten recurso contra otros bienes del deudor. Más allá de la cuantificación, la conclusión es predecible desde el enfoque del AED: la presencia de recurso aumenta el “precio” del incumplimiento, desalentándolo en todas sus variantes (incumplimiento normal y estratégico).
 - ii) La magnitud del desincentivo al incumplimiento depende del patrimonio del deudor. Para inmuebles de un valor inferior a US\$ 200.000, no existe diferencia entre la probabilidad de incumplimiento entre los Estados que admiten o no admiten el recurso. Sin embargo, para los inmuebles valuados entre US\$ 300.000 y US\$ 500.000, la probabilidad de incumplimiento en los Estados “sin recurso” es un 59% mayor; para valores de entre US\$ 500.000 y US\$ 750.000,

²⁸ Ejemplo de la primera alternativa es el trabajo de GHENT y KUDLYAK, *Re-course... cit.*; y de la segunda el de GUIISO, SAPIENZA y ZINGALES, *Moral and Social Constraints to Strategic Default on Mortgages*.

la probabilidad de incumplimiento casi se duplica, y para valores entre US\$ 750.000 y US\$ 1.000.000, es del 66%. La conclusión va en línea con la precedente, pero muestra una particularidad que también se ha señalado en otros artículos e investigaciones: los incumplimientos son menores en los rangos inferiores de valores de los inmuebles²⁹.

- iii) Permitir el recurso a otros bienes del deudor incrementa la probabilidad de que al incumplimiento siga una conducta “menos beligerante” por parte del deudor, y por ende una recuperación más rápida del inmueble por el acreedor³⁰. La conclusión sigue siendo consistente con el principio de que la existencia de recurso eleva el costo de incumplir, y las demoras en el proceso de recuperación significarán normalmente un incremento de la deuda.
 - iv) En síntesis, Ghent y Kudlyak concluyen en que la existencia de recurso (con independencia de su uso concreto) modifica la conducta del deudor. La “amenaza” del recurso previene en diferentes situaciones el incumplimiento estratégico. Y aun en los supuestos de incumplimiento, la presencia de recurso facilita la recuperación del crédito, sea por la existencia de una dación en pago, o por la venta a un tercero con el pago al acreedor, en lugar de una resistencia activa al *foreclosure*.
- b) Guiso, Sapienza y Zingales:
- i) La principal barrera, no legal, al incumplimiento estratégico es su percepción como una conducta inmoral y/o socialmente indeseable, lo que ocurre en el 77% de la muestra encuestada.

²⁹ STREITFELD, *Biggest...* cit., señala que más de 1/7 de las hipotecas con deudas superiores a US\$ 1.000.000 se encuentran en situación de incumplimiento, en tanto sólo 1/12 de las inferiores a ese monto están en idéntico predicamento.

³⁰ La dinámica entre acreedor y deudor, en sus posibles alternativas, no es demasiado diferente de la que se da en nuestro país. Ghent y Kudlyak mencionan la entrega voluntaria del inmueble previa al procedimiento de *foreclosure*; el *short sale*, mediante el cual el prestamista ubica un comprador para el inmueble, el deudor se lo vende y los fondos llegan al prestamista, quien normalmente acepta cancelar la deuda remanente y la no oposición al procedimiento de *foreclosure*. En el otro extremo quedan, por supuesto, todas las conductas posibles del deudor para demorar la entrega del inmueble al acreedor.

- ii) La probabilidad de incumplimiento estratégico acompaña el incremento del valor negativo del inmueble (deuda vs. valor de mercado). A menos del 10% de diferencia, no hay incumplimientos estratégicos; ronda el 5% cuando el valor negativo está entre el 10 y 20%, y el 17% cuando el valor negativo alcanza el 50%.
- iii) Sin variante en la percepción ética del tema, el conocimiento de una persona que ha incumplido estratégicamente eleva en un 82% la probabilidad de realizar una conducta similar. Una suerte de “contagio”, que también se verifica, en menor medida, con la existencia de incumplimiento en la misma zona postal.
- iv) Si una barrera al incumplimiento estratégico es su valoración ética y social, las políticas económicas que subsidien el cumplimiento puede incrementar el número de incumplimientos estratégicos, en tanto se perciba que el rescate estatal es injusto, de este modo erosionando el respeto a los términos pactados.

Un enfoque diferente en su metodología, pero que intenta igualmente dar una explicación acerca del relativamente bajo número de incumplimientos estratégicos, lo ofrece White³¹.

Para este autor, existe una fuerte presión de los sectores financieros, acompañados por medios periodísticos, el gobierno y agencias gubernamentales, destinada a desincentivar la decisión que en términos económicos sería más conveniente a los propietarios: el abandono del inmueble.

Para ello se opera fundamentalmente en el plano emocional, subrayando los aspectos negativos de un eventual *foreclosure*, y la falta de conciencia social de quien buscaría maximizar únicamente su interés individual. Se genera así una verdadera asimetría normativa, con reglas de juego diferentes para los prestamistas (que en sus decisiones maximizan su rentabilidad bajo una normativa determinada) y los propietarios deudores hipotecarios (que son inducidos a desatender la realidad normativa y sacrificar su interés económico individual).

³¹ WHITE, *Underwater...* cit.

6. La hipoteca y la realidad argentina: posibilidades y límites de extrapolar el análisis del mercado de hipotecas en EE. UU.

No realizamos en este trabajo un enfoque jurídico tradicional, por lo que no nos encontramos aquí con los problemas típicos de analizar la importación de soluciones jurídicas de otros ordenamientos o sistemas jurídicos.

Pero ello, sin embargo, no autoriza una extrapolación de las conclusiones sin una comparación de las realidades del mercado hipotecario y del marco jurídico y fáctico que lo rodea.

Las diferencias entre la Argentina y EE. UU. no se limitan simplemente a su pertenencia a un sistema jurídico distinto, ni a la existencia, al menos en algunos Estados, de hipotecas sin recurso o de responsabilidad limitada.

El mercado hipotecario de EE. UU. tiene una penetración mucho más amplia que en la Argentina, y las causas de esa diferencia son de naturaleza múltiple, exorbitantes al ordenamiento jurídico³². Tampoco la securitización de hipotecas tiene un lugar central en la Argentina³³.

Adicionalmente, la dinámica entre acreedor y deudor, en los supuestos de mora, es bien diferente. Los tiempos del *foreclosure* suelen ser bastante más breves que los de las ejecuciones hipotecarias en la Argentina, donde el deudor de mala fe, acompañado por algún “pícaro” letrado, puede demorar en demasía la recuperación del crédito.

Tampoco, si aceptamos la validez de la encuesta referida en la sección precedente³⁴, nos parece que el respeto a la palabra empeñada tenga la misma importancia en la Argentina, donde por décadas la legislación de emergencia y/o orden público ha convertido en natural

³² Podríamos pecar de simplistas, pero probablemente la abusada expresión “seguridad jurídica” sea una adecuada síntesis de una de las principales razones de la distinción apuntada. No es éste el lugar para un análisis extenso de la cuestión, sobre la cual hacemos algunas referencias en otro trabajo publicado en esta Revista (*Securitización de créditos hipotecarios*).

³³ Ver nuestro trabajo citado en la nota precedente.

³⁴ *Supra*, sección 5 de este trabajo. Recordamos que aproximadamente el 80% de la muestra de la encuesta consideraba moralmente reprochable el incumplimiento estratégico.

la expropiación económica de los derechos de crédito de los acreedores, en beneficio de los deudores –y, de manera predominante, el propio Estado–.

Lo que sí no cambia, y en ello radica uno de los rasgos más interesantes del enfoque del AED, es la naturaleza humana, que de manera más o menos predecible, responde a incentivos que pueden presentarse –como lo señalamos– mediante soluciones de Derecho imperativo o supletorio³⁵.

De allí que, aunque las cifras y datos estadísticos no pueden ser trasvasados a nuestra realidad, sí cabe afirmar la posibilidad de aplicación de las demás conclusiones generales sobre incentivos y desincentivos.

Así, y en todos los casos manteniendo las circunstancias constantes (*ceteris paribus*):

- a) La presencia de responsabilidad personal dificulta la adopción de la decisión de incumplimiento, en todas sus variantes.
- b) La presencia de responsabilidad personal facilita la recuperación del crédito, en tanto desincentiva conductas meramente dilatorias por parte del deudor.

Si bien la mayoría de los trabajos analizados se focaliza en la conducta del deudor, la existencia o inexistencia de responsabilidad limitada también modifica o condiciona la conducta de los acreedores. Así, siempre *ceteris paribus*:

- a) La existencia de responsabilidad personal desincentiva la maximización del valor de venta del inmueble en caso de remate.
- b) La existencia de responsabilidad personal dificulta la renegociación de los términos contractuales pactados³⁶.

³⁵ El caso de las normas supletorias no es siempre valorado debidamente a la hora de comprender la influencia sobre la conducta humana. La opción por *default* genera inercia y mantenimiento del *statu quo*. Dentro de la mencionada escuela conductista, es muy interesante la obra de THALER, Richard y SUNSTEIN, Cass, *Nudge. Improving decisions about health, wealth and happiness*, Yale University Press, New Haven, 2008.

³⁶ Sobre el tema, se ha sugerido que existen una serie de barreras estructurales que, en todo caso, dificultan la renegociación en tanto ésta no maximizaría el interés de los acreedores. Así se señala que: (i) los deudores con calificación crediticia alta

7. ¿Es conveniente o deseable la limitación de responsabilidad en la hipoteca?

Cabe, en primer término, señalar que el interrogante planteado se refiere, fundamentalmente, a la conveniencia de establecer –sea con carácter general o para casos particulares– una solución de Derecho imperativo sobre la limitación de la responsabilidad en la hipoteca.

Normalmente, el AED no se inclina a propiciar soluciones generales de Derecho imperativo en materia contractual, e idéntica conclusión cabe para el Derecho Privado, al menos en el plano en el cual la autonomía de la voluntad tiene un rol importante³⁷.

Tampoco en el Derecho Comparado se conocen previsiones de carácter imperativo y alcance general en la materia.

El interrogante se reduce, entonces, a establecer la conveniencia de soluciones más limitadas para casos particulares con características homogéneas, respecto de las cuales se considere valiosa esa limitación, preferible a la responsabilidad patrimonial amplia que se sigue de las reglas generales (art. 505, Cód. Civ.).

Ello, aun considerando que una solución de ese tipo, por hipótesis, generará un mayor costo para el deudor hipotecario³⁸. Suponer que

tienen menor probabilidad de incumplir aunque el valor del inmueble sea negativo; (ii) muchos incumplimientos son objeto de cura por el propio deudor, sin intervención del acreedor, y (iii) los deudores con problemas agudos (por ej., desempleo) tienen alta probabilidad de incumplir también los nuevos términos. En todos los casos indicados, la refinanciación reduce las ganancias de los acreedores, e invita a que deudores sin problemas pretendan también acceder a los nuevos términos contractuales (ADELINO, Manuel; GERARDI, Kristopher y WILLEN, Paul, *Why don't lenders renegotiate more home mortgages? Redefaults, self-cure, and securitization*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper, 2009-17, disponible en <http://www.frbatlanta.org>. Los autores señalan que a pesar de la severa crisis en el sector hipotecario, sólo el 3% de los préstamos hipotecarios fue objeto de renegociación con reducciones en los pagos.

³⁷ Básicamente, en el ámbito de los contratos paritarios, negociados o discrecionales, por oposición a la categoría de contratos predispuestos.

³⁸ Ver, para una apreciación empírica del tema en EE. UU., WOODWARD, Susan, *A study of closing costs for FHA Mortgages*, disponible en <http://ssrn.com>. La conclusión del trabajo es que, en los casos de hipotecas sin recurso, existe un costo adicional de US\$ 550 por cada US\$ 100.000 de préstamo. La diferencia puede considerarse no significativa, pero recuérdese que se trata de un mercado enormemente más desarrollado y competitivo que el argentino.

por alguna alquimia legal se generará un mayor riesgo para los acreedores, sin que éstos compensen esa circunstancia mediante un traslado de costos para los deudores, es una ingenuidad de la que suelen pecar los legisladores, sea por ignorancia o demagogia.

La cuestión fundamental es pues determinar si aun con los mayores costos los beneficios son mayores, por ejemplo, por considerar más eficiente que el riesgo de depreciación del inmueble sea soportado por el acreedor, o porque ese mayor costo es compensado por una mayor “diligencia” del acreedor al tiempo de maximizar el resultado de la venta forzada del inmueble.

En la misma línea, podría proponerse la responsabilidad limitada como una herramienta de tutela del consumidor y una vía de facilitar el acceso a la vivienda. Sin embargo, no existe evidencia empírica que sostenga que la regla de responsabilidad limitada, concebida en carácter imperativo, sea una solución adecuada para tutelar al consumidor, y si presenta esa solución externalidades negativas significativas³⁹.

La finalidad tuitiva puede alcanzarse de modo más eficiente con otras soluciones normativas (bienes inembargables, procedimientos especiales de insolvencia para consumidores, etc.), sin llegar a una solución general de orden público.

El único punto que entendemos adecuado considerar, en el terreno de la regulación hipotecaria, es el incentivo negativo que el sistema de responsabilidad ilimitada genera a la hora de maximizar el valor de venta del inmueble en la ejecución forzada.

El problema es bien conocido, y no exclusivo de la Argentina, aunque algunas patologías sí lo son⁴⁰.

Aquí creemos que la solución que proponen algunos Estados en

³⁹ Ver el desarrollo en HARRIS, *Recourse...* cit.

⁴⁰ Ghent y Kudlyak (*Recourse...* cit.) refieren estudios que muestran que la realización de un *foreclosure* sobre el inmueble reduce su valor en aproximadamente un 28%, y que el prestamista es muchas veces el único oferente en la enajenación forzada. La ley 24.441 intentó (arts. 75 y 79) reducir la pérdida de valor del inmueble en caso de ejecución forzada, y limitar la influencia de la denominada “liga”. No parece haber dado los resultados esperados: <http://www.iprofesional.com/notas/100859-Investigacion-usted-sabe-que-es-La-Liga-y-como-opera-en-los-remates-de-viviendas.html>.

EE. UU. –acreditar a la cancelación de la deuda el valor de mercado del inmueble y no el valor de realización– merece consideración.

Se incorporaría de este modo un incentivo real para que los acreedores hipotecarios persigan activamente la maximización del valor del inmueble en la oportunidad de su subasta.

8. Conclusiones

Hemos intentado en este trabajo ofrecer al lector una perspectiva diferente sobre el análisis de la responsabilidad del deudor hipotecario, particularmente en el caso de hipoteca de vivienda.

Si bien no existe discusión normativa acerca de la extensión de la responsabilidad plena (art. 505, Cód. Civ.), el enfoque del AED permite la valoración de argumentos diferentes, y su valoración o contraste empírico.

La crisis financiera iniciada en el mercado hipotecario *subprime* en EE. UU. en 2007 da la posibilidad de una experiencia de campo insoslayable, en un marco jurídico que reconoce tanto la hipoteca con responsabilidad plena del deudor, como aquella con responsabilidad limitada.

La valoración de los diferentes incentivos que ambas alternativas conllevan, comparadas con relación a la realidad nacional en el ámbito hipotecario, no permite recomendar una modificación a la situación actual, siempre bajo el enfoque del AED.

No encontramos razones, en consecuencia, ni aun en ámbitos limitados –por ejemplo, hipotecas de primera vivienda–, para establecer con carácter imperativo una regla de responsabilidad limitada.