



# La titularización hipotecaria en Latino América: Aspectos económicos y regulatorios

Oscar Eduardo Gómez Colmenares

Colade – Felaban  
República Dominicana, Octubre de 2010

1. Concepto titularización

2. Esquemas de titularización en Latam – Especialización/SPV

3. Impacto económico titularización hipotecaria

4. Incentivos tributarios titularización hipotecaria

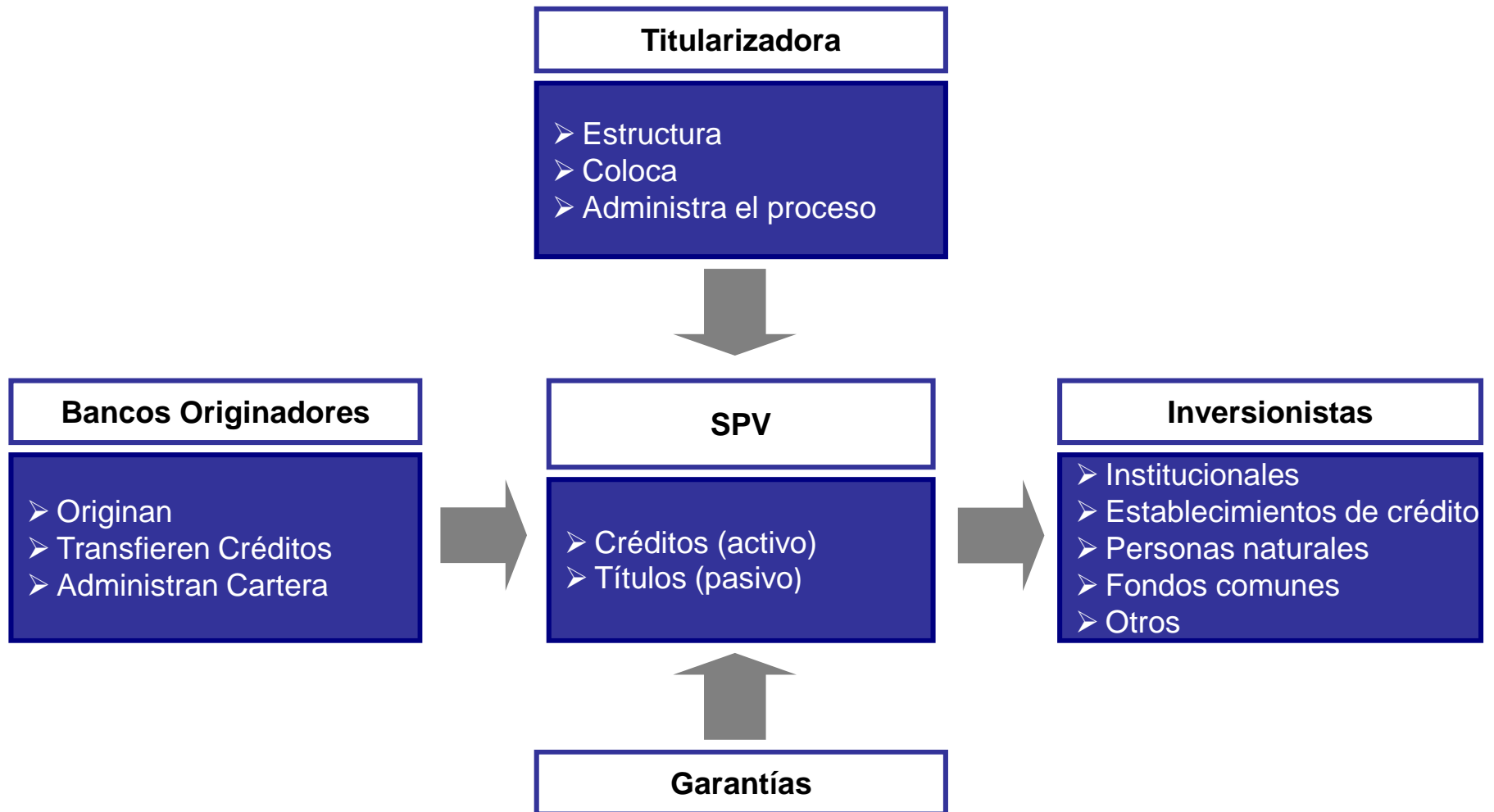
5. Titularización hipotecaria: Principales aspectos regulatorios

6. Crisis subprime: Respuestas en Latam

## Definición y tipos de activos

- ▶ Movilización de activos a través de la emisión de títulos
  - Esquema de fondeo de actividades productivas a través del mercado de capitales
  - Se emiten títulos con el respaldo exclusivo del flujo de caja del activo titularizado
  - Los títulos son adquiridos por los inversionistas que reciben una tasa de interés que corresponde a la tasa de fondeo del que titulariza
  - Esquema de desintermediación financiera: en lugar de financiar actividades productivas en el sistema financiero el fondeo se obtiene en el mercado de capitales mediante la compra de los títulos por los inversionistas
  
- ▶ Tipo de activos:
  - Cartera
    - Hipotecaria
    - Automóviles
    - Tarjetas de Crédito
    - Comercial
  - Infraestructura
  - Inmuebles
  - Otros

# Esquema Actual de la Titularización Hipotecaria



1. Concepto titularización

2. Esquemas de titularización en Latam – Especialización/SPV

3. Impacto económico titularización hipotecaria

4. Incentivos tributarios titularización hipotecaria

5. Titularización hipotecaria: Principales aspectos regulatorios

6. Crisis subprime: Respuestas en Latam

## Titularización – Esquemas en Latam

País	Titularizadora	Especialidad	Vehículo Especial	Objeto Exclusivo
Argentina	Banco de Crédito y Securitización S.A (Titularizadora privada)	Hipotecario Consumo	No	No
Brasil	Río Bravo Securitizadora (RBSEC)	Hipotecario	Si	SI
	CIBRASEC	Hipotecario		
México	No existen	Hipotecario	No	No
Chile	Transa Securitizadora	Hipotecario/ Mutuos hipotecarios/ Leasing Habitacional	Si	No
	Securitizadora Security GMAC-RFC			
	Securitizadora La Construcción			
	Securitizadora Bice	Hipotecario/ Mutuos hipotecarios/ Leasing Habitacional/Consumo/Automotriz/Tarjetas de crédito/Cuentas por cobrar/Instrumentos financieros		
	Bci Securitizadora			
	Santander S.A Sociedad Securitizadora			
	Banchile Securitizadora			

## Titularización – Esquemas en Latam

País	Titularizadora	Especialidad	Vehículo especial	Objeto Exclusivo
Perú	Creditítulos sociedad titularizadora	Hipotecario	Si	No
	Continental sociedad titularizadora	Hipotecario	Si	No
	Internacional de títulos sociedad titularizadora S.A –intertítulos	Consumo Bonos soberanos Flujos futuros	Si	No
	Titularizadora Peruana	Hipotecario	Si	No
Panamá	La Hipotecaria S.A	Hipotecario	Si	No
Costa rica	Titularizadora latinoamericana*	Cualquier tipo de activo	Si	No
El Salvador	No existe		Si	No
República dominicana	Titularizadora Dominicana	Cualquier tipo de activo	Si	No
Colombia	Titularizadora Colombiana	Hipotecaria	Si	Si
Ecuador	Corporación de titularización hipotecaria (CTH)	Hipotecaria	No	No

\* Esta entidad se creó con el fin de titularizar cualquier tipo de activos, sin embargo, aún no han realizado emisiones.

## 1. Régimen general

- a. Vehículo de propósito especial: Patrimonio autónomo
- b. Entidades facultadas: Sociedades fiduciarias
- c. Tipo de activo titularizable: Sin limitación (incluyendo crédito hipotecario de vivienda)

## 2. Régimen especial (Desarrollo Ley 546 de 1999)

- a. Vehículo de propósito especial: Universalidad
- b. Entidades facultadas: Sociedades titularizadoras (SSTA) y establecimientos de crédito originadores de créditos hipotecarios de vivienda incluyendo leasing habitacional
- c. Tipo de activo titularizable: Exclusivamente créditos hipotecarios de vivienda y leasing habitacional



### 3. Régimen especial (Ley 1328 de 2009)

- a. Vehículo de propósito especial: Universalidad
- b. Entidades facultadas: Sociedades de Servicios Técnicos y Administrativos autorizadas por el Gobierno Nacional especializadas en titularización de activos no hipotecarios
- c. Tipo de activo titularizable: Activos distintos a créditos hipotecarios de vivienda

1. Concepto titularización

2. Esquemas de titularización en Latam – Especialización/SPV

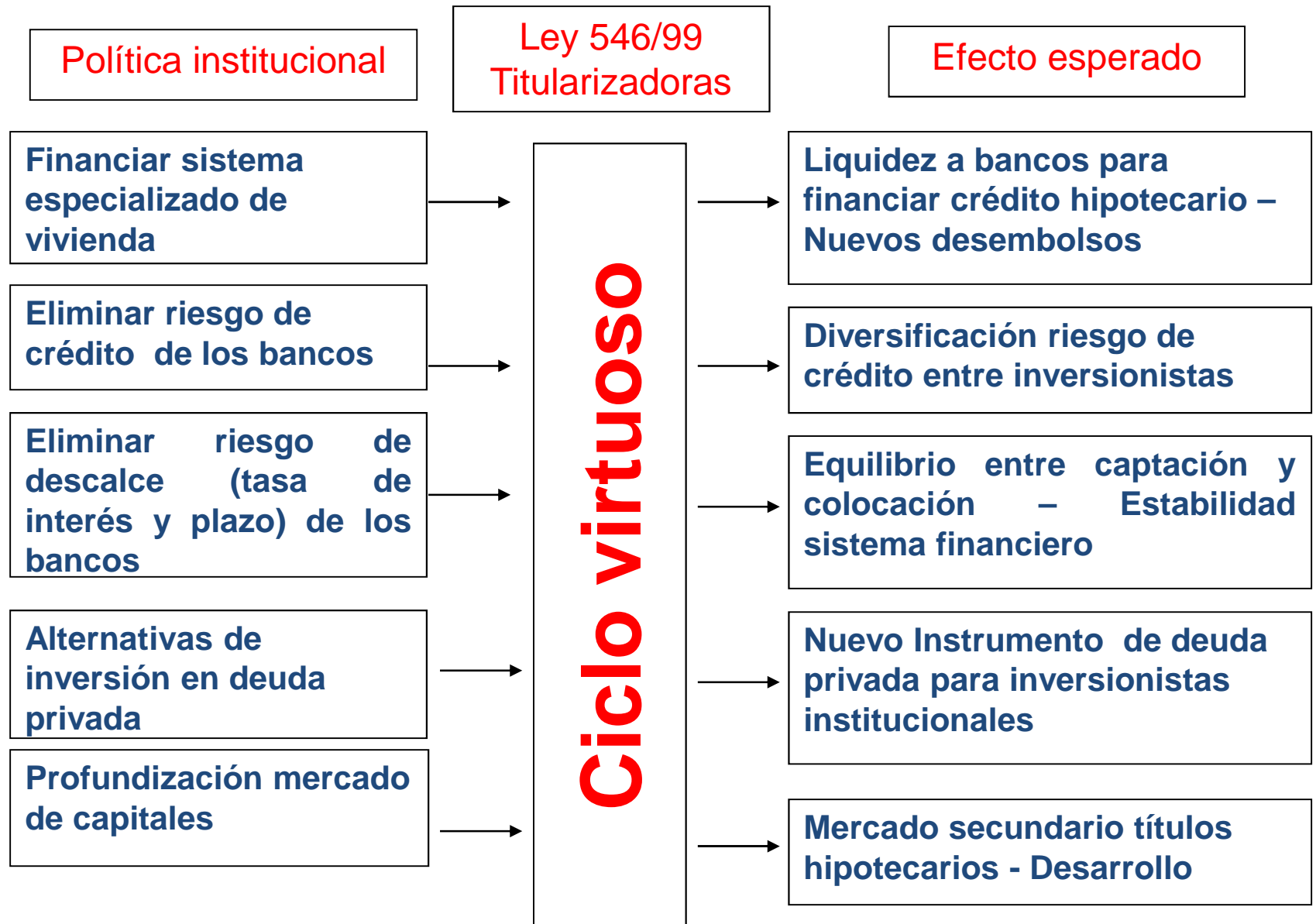
3. Impacto económico titularización hipotecaria

4. Incentivos tributarios titularización hipotecaria

5. Titularización hipotecaria: Principales aspectos regulatorios

6. Crisis subprime: Respuestas en Latam

# Titularización Hipotecaria: Origen-Objetivos



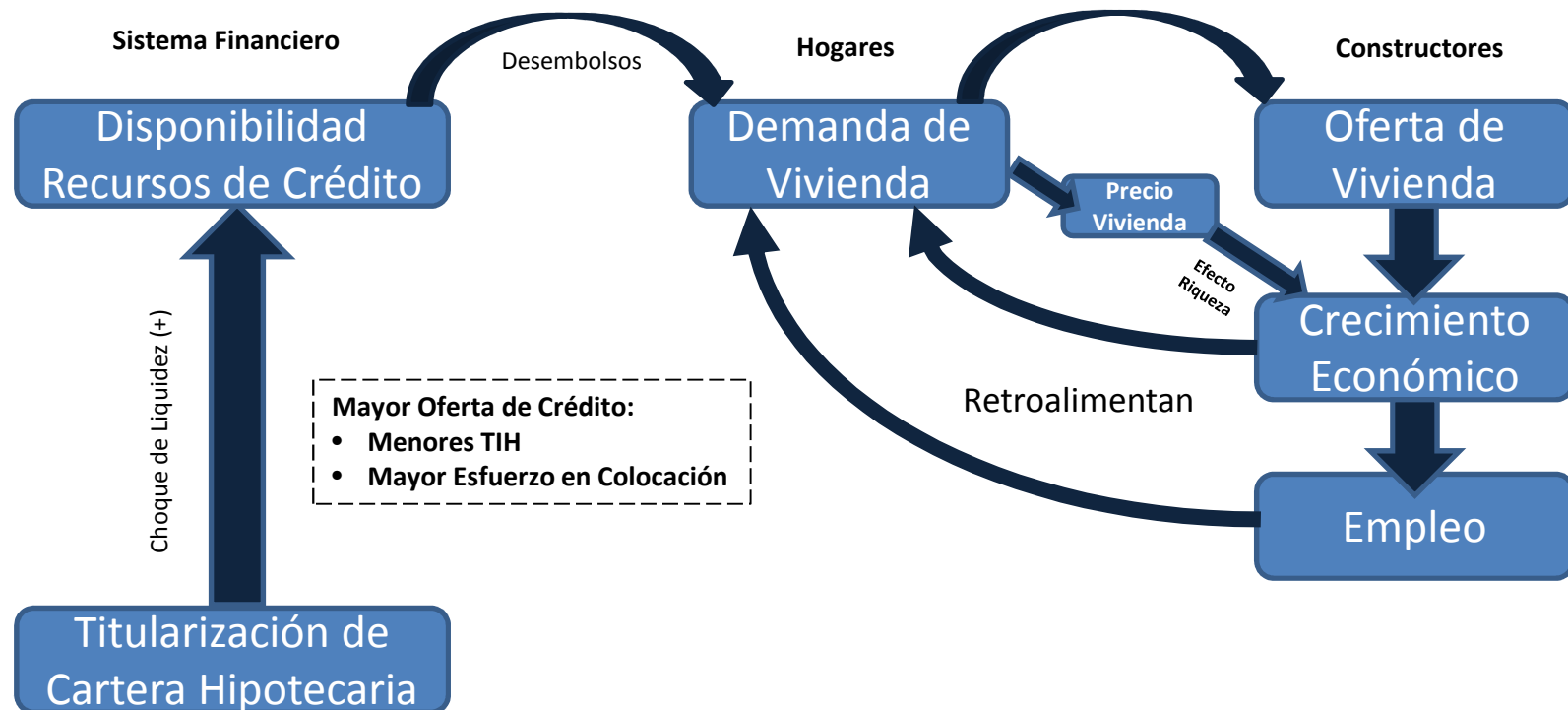
## Impacto Económico titularización hipotecaria LATAM

1. Mayores Recursos para Vivienda
2. Menores Riesgos para el Sistema
3. Menores Tasas de Interés para los deudores
4. Desarrollo Créditos Tasa Fija
5. Mayor Impulso al Mercado de capitales: Nuevos Productos
6. RMBS Latam 2010

## Objetivo: Mayores Recursos para Vivienda

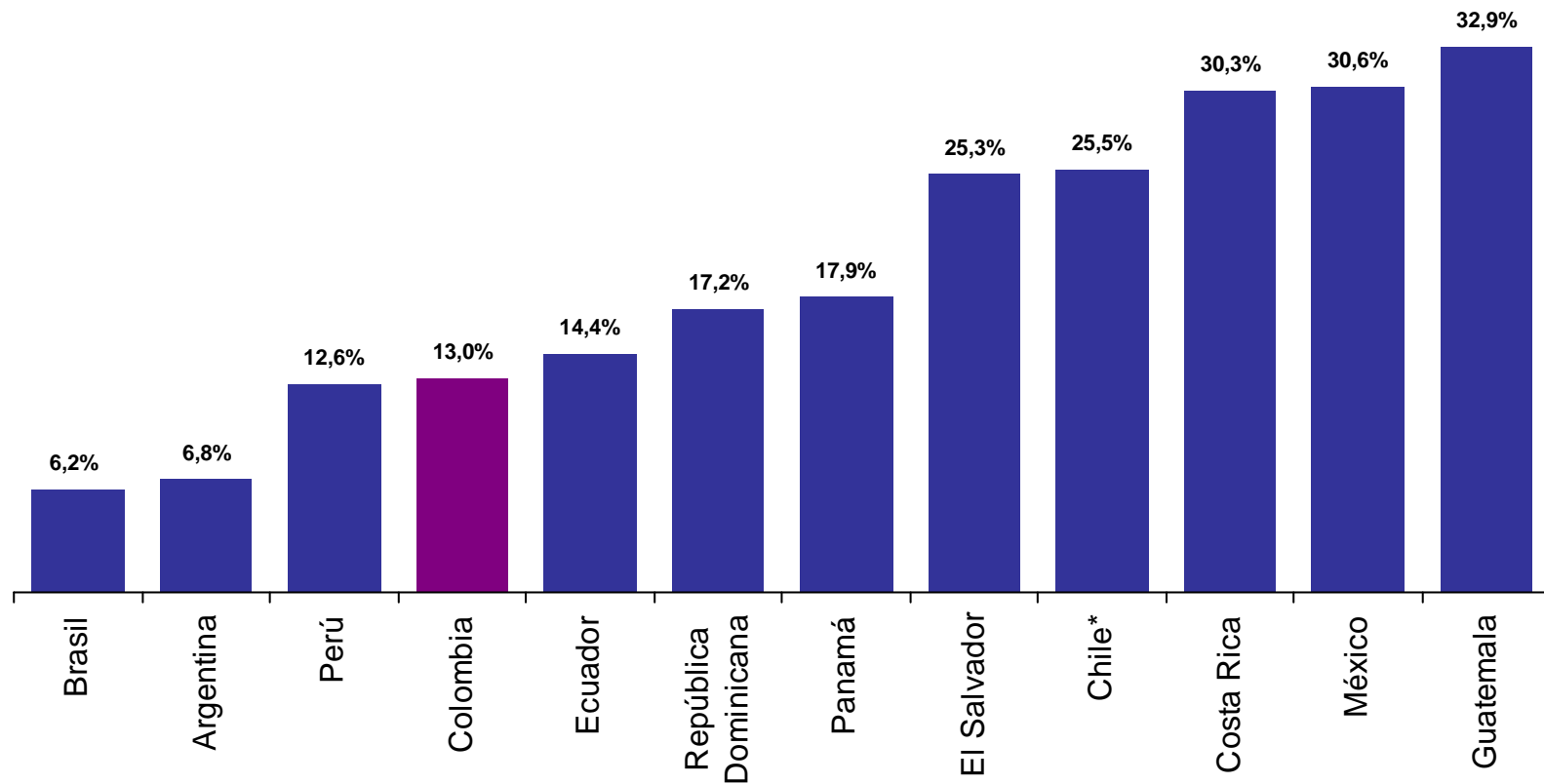
### Ciclo Virtuoso de la Titularización: Mayores Recursos para Vivienda dinamiza la economía

La titularización hipotecaria es un choque de liquidez positivo para la economía de un país. La mayor eficiencia en la asignación del ahorro dinamiza el mercado de vivienda (gran generador de crecimiento y empleo)



# Mayores Recursos para Vivienda

Cartera Hipotecaria / Cartera Total

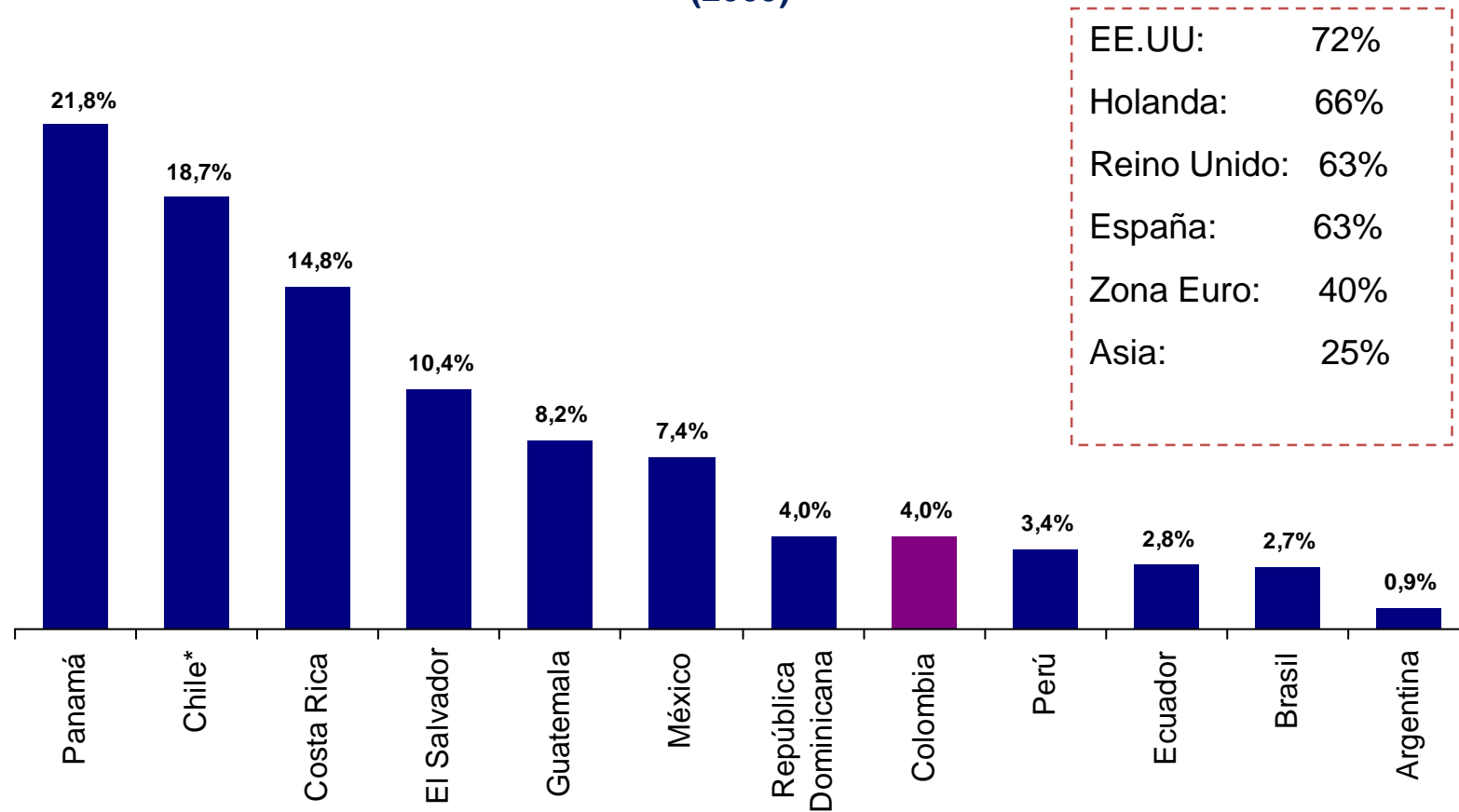


\*noviembre 2009

Fuente: Bancos Centrales de cada país, Asociaciones de Bancos, Superintendencias del sector financiero.

# Mayores Recursos para Vivienda

**Cartera Hipotecaria / PIB  
(2009)**

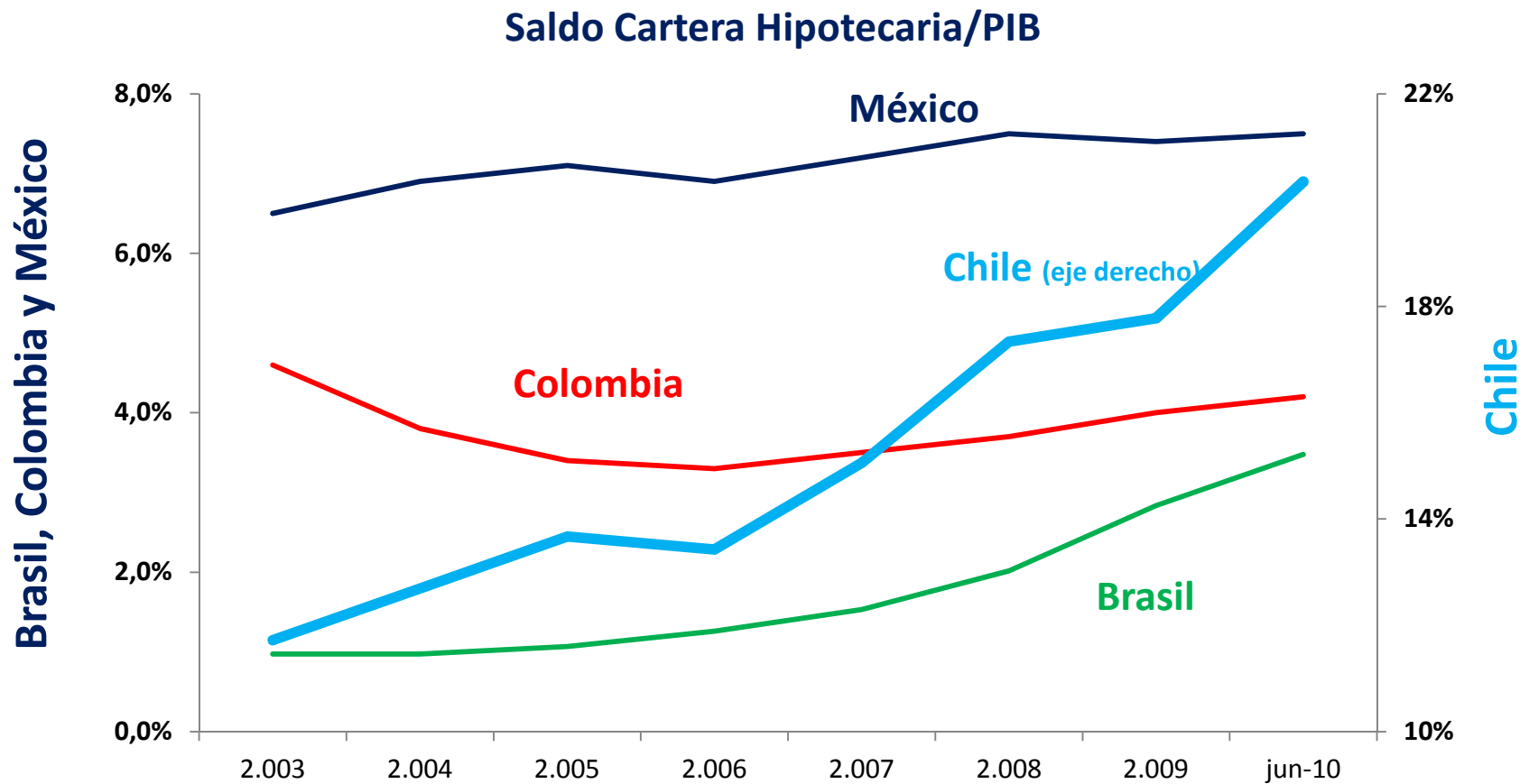


Fuente: Bancos Centrales de cada país, Asociaciones de Bancos, Superintendencias del sector financiero, FMI.

\*Datos a noviembre 2009

## Mayores Recursos para Vivienda

El dinamismo de la titularización hipotecaria durante la década anterior permitió incrementar el peso relativo de la cartera hipotecaria dentro de las economías

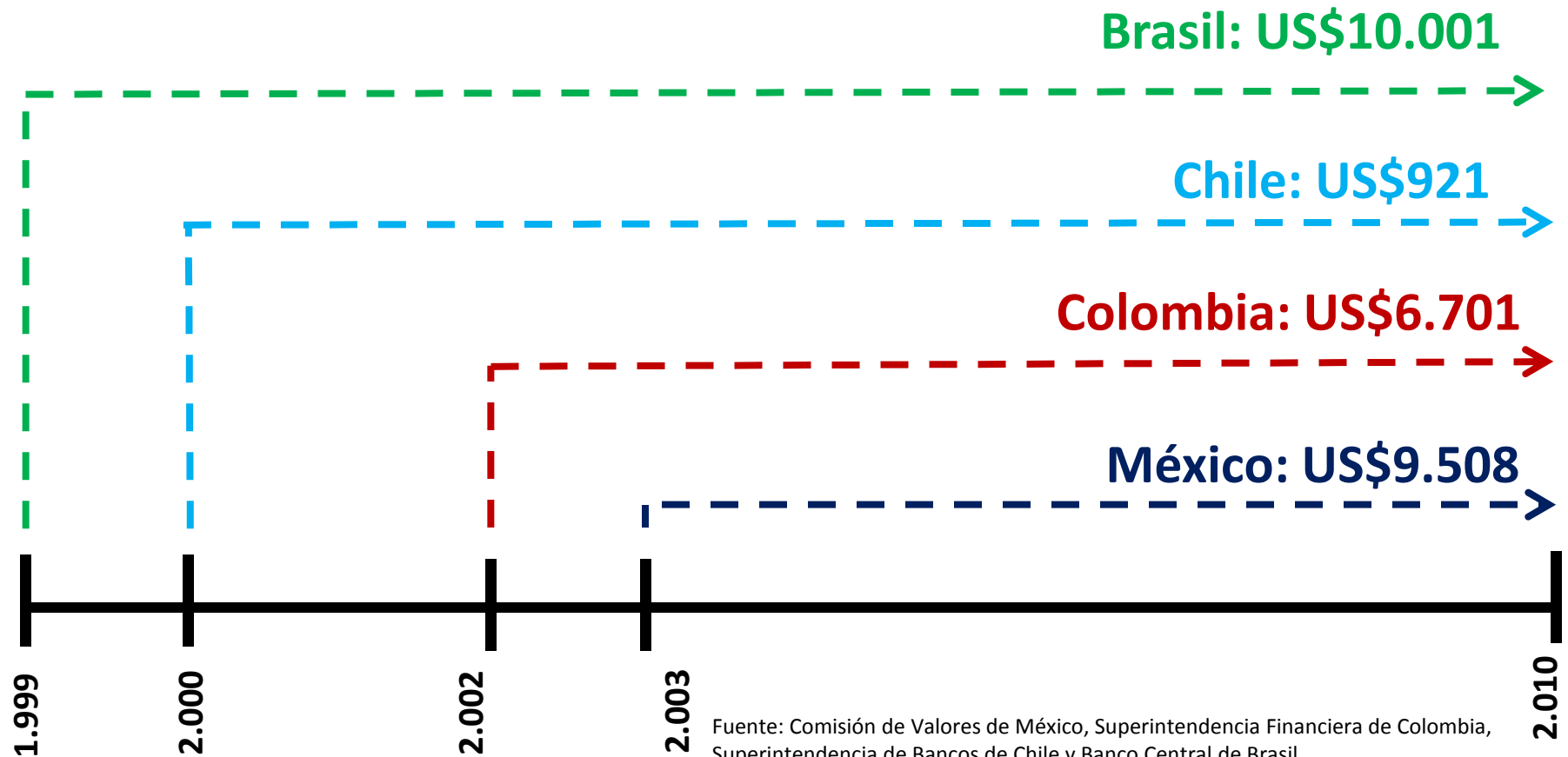




## Mayores Recursos para Vivienda

En títulos respaldados por carteras hipotecarias se han colocado en el mercado de LATAM alrededor de **US\$30.000 millones** en 10 años. Los mercados de Chile, Brasil, Colombia y México representan el 91% de las emisiones totales que se han realizado en la región.

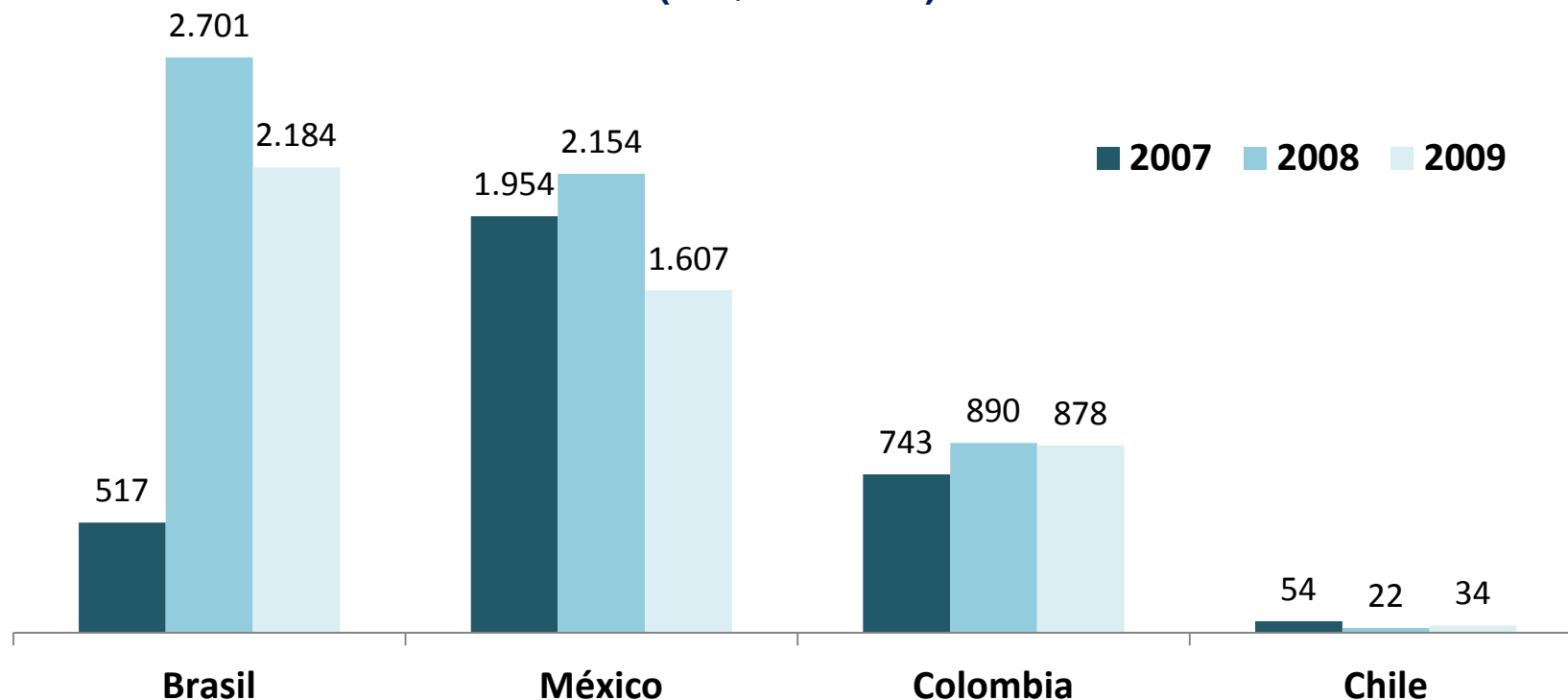
### Emisiones Acumuladas (Millones de Dólares)



## Mayores Recursos para Vivienda

La mitad de este volumen fue emitido en los últimos 3 años. Sin embargo, durante 2.009 el menor apetito por riesgo afectó la trayectoria creciente de las colocaciones

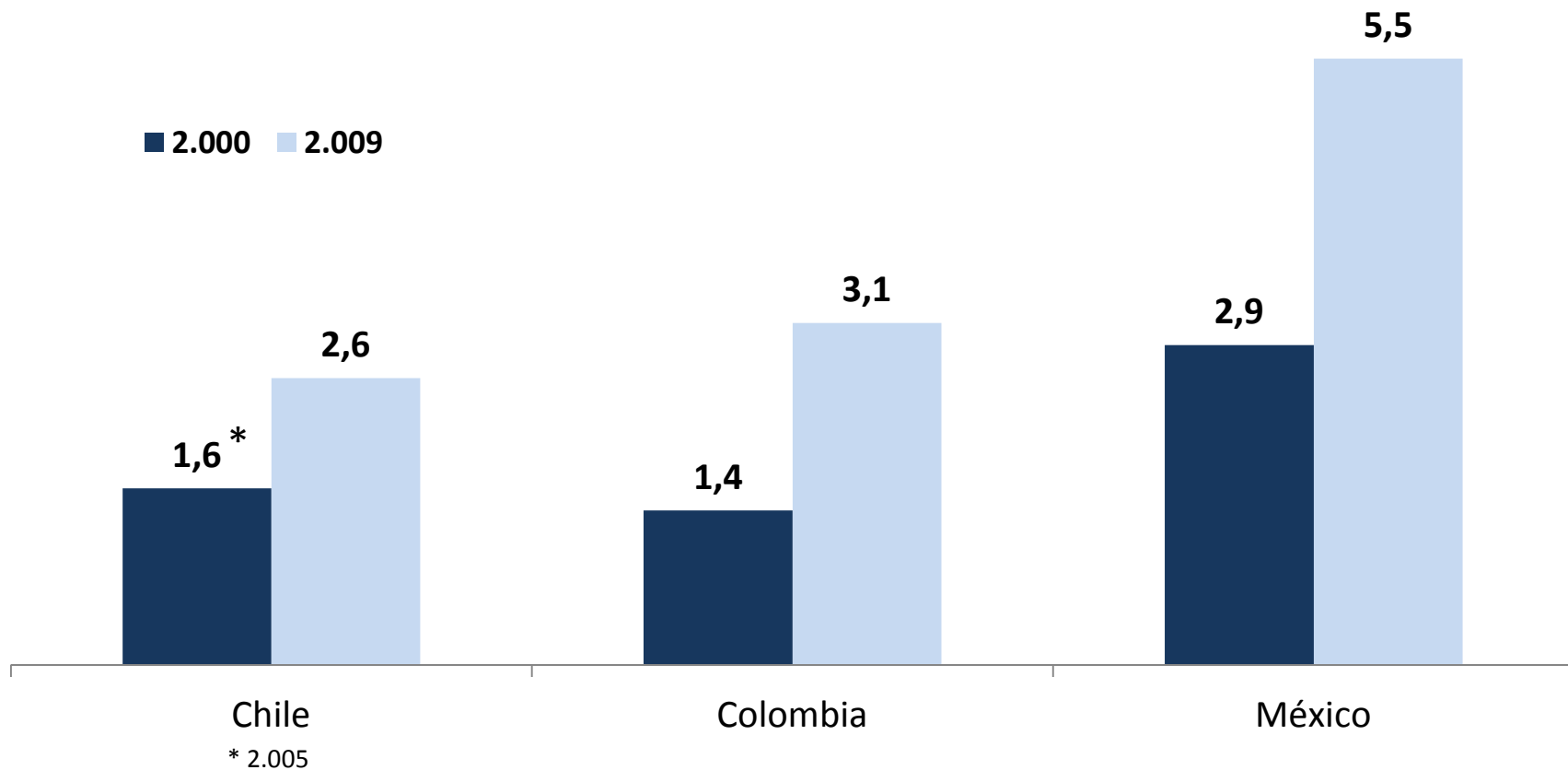
### Colocación de Títulos Hipotecarios en el Mercado Primario (US\$ Millones)



## Mayores Recursos para Vivienda

Y aumentar el ritmo de construcción de viviendas. Esto ha reducido la brecha entre oferta y demanda de vivienda en la región.

### Número de Viviendas Construidas (x 1.000 Habitantes)



# Mayores Recursos para Vivienda - México

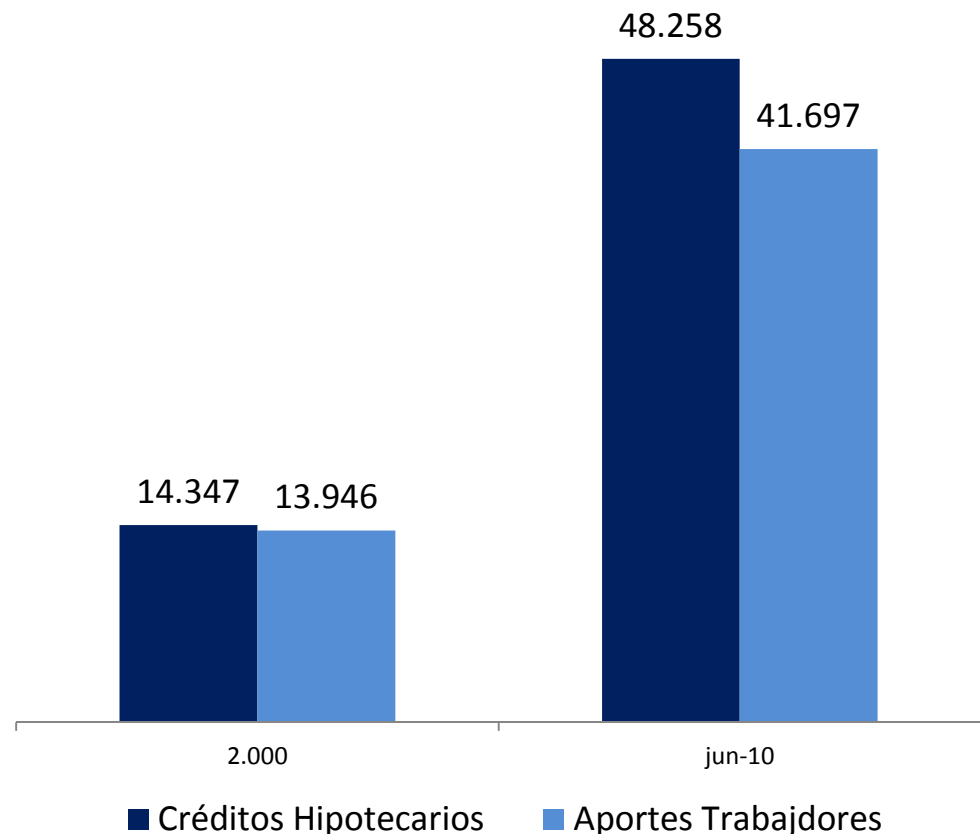
## México: El caso de INFONAVIT

*Market Share* Crédito de Vivienda: 65%

La bursatilización de activos hipotecarios del INFONAVIT permitió incrementar su capacidad potencial de colocación de crédito de vivienda que estaba restringida al saldo total de las aportaciones de los trabajadores.

Desde 2004, el INFONAVIT a logrado colocar US\$5,700 millones en CEDEVIS (Certificados de Vivienda) lo que ha permitido la financiación de 306 mil viviendas.

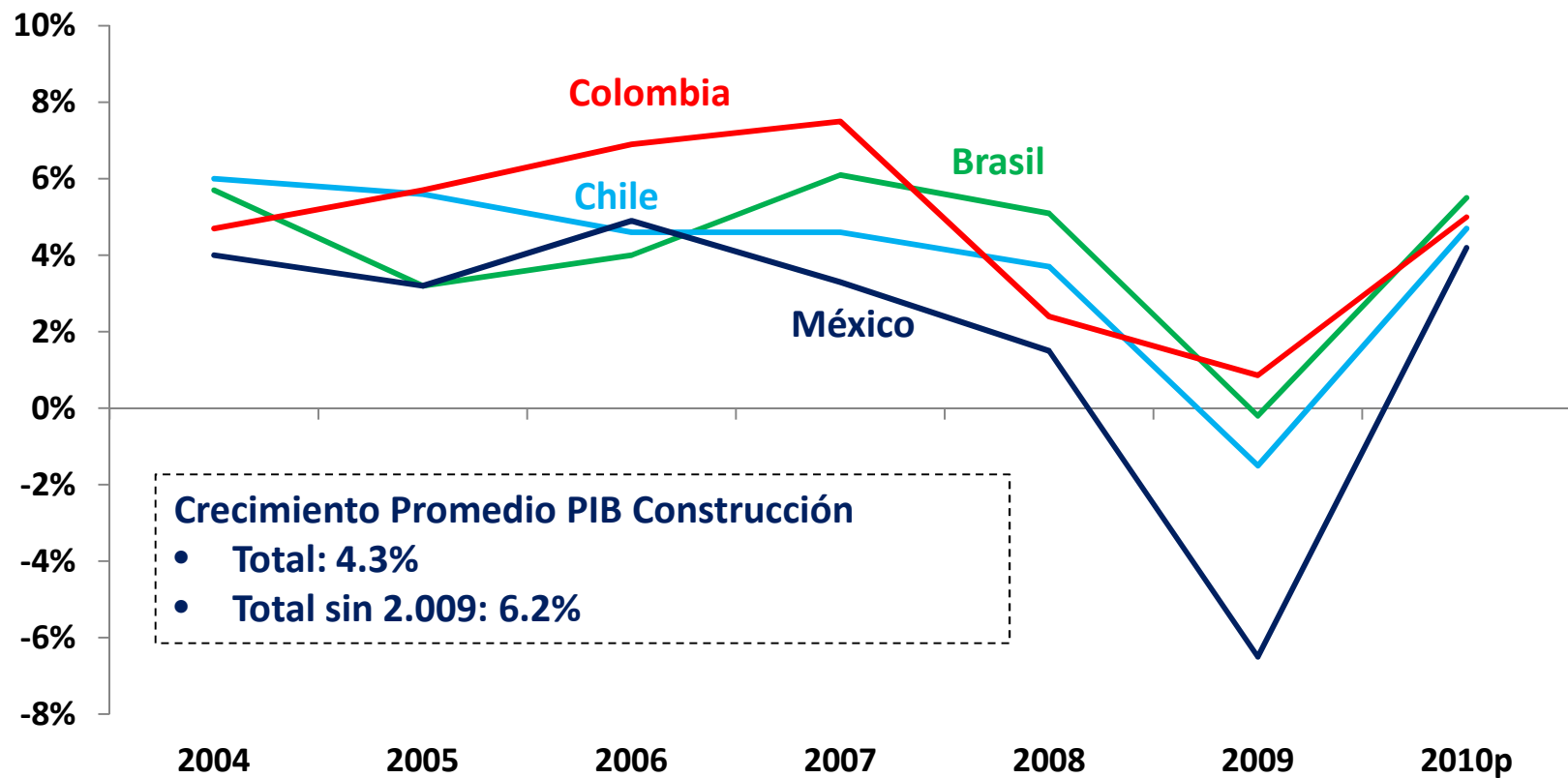
## Créditos de Vivienda vs Fondo Natural INFONAVIT (US\$Millones)



## Mayores Recursos para Vivienda

El incremento de los recursos para financiamiento de vivienda se refleja en la dinámica de crecimiento del PIB de la construcción y de la economía en general

### Crecimiento Real PIB



## Impacto Económico titularización hipotecaria LATAM

1. Mayores Recursos para Vivienda
2. Menores Riesgos para el Sistema
3. Menores Tasas de Interés para los deudores
4. Desarrollo Créditos Tasa Fija
5. Mayor Impulso al Mercado de capitales: Nuevos Productos
6. RMBS Latam 2010

## Beneficios: Disminución Riesgos del Sistema

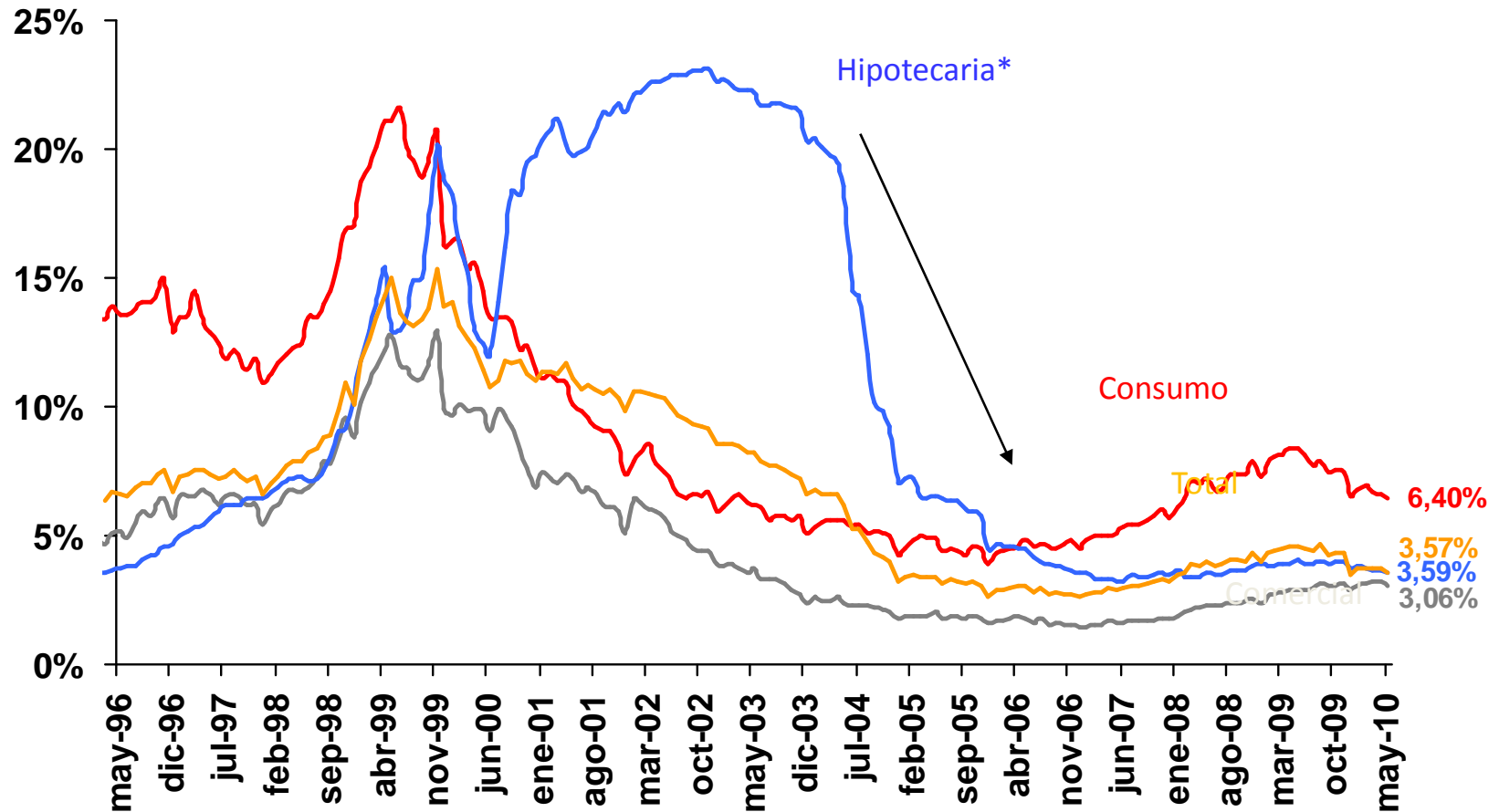
### El riesgo sistémico se mitiga a través de:

- ▶ Diversificación de fuentes de fondeo
- ▶ Disminución en el riesgo de mercado (eliminar riesgo de descalce)
  - Plazos
  - Tasas
- ▶ Segmentar y trasladar riesgo de crédito
- ▶ Mayor eficiencia en el uso del capital
- ▶ Sistemas de originación más estandarizados (riesgo operativo)

# Menores riesgos del sistema

## La titularización permitió movilizar cartera vencida...

### Indicador de Calidad de Cartera por Modalidad de Crédito



Fuente: Superfinanciera

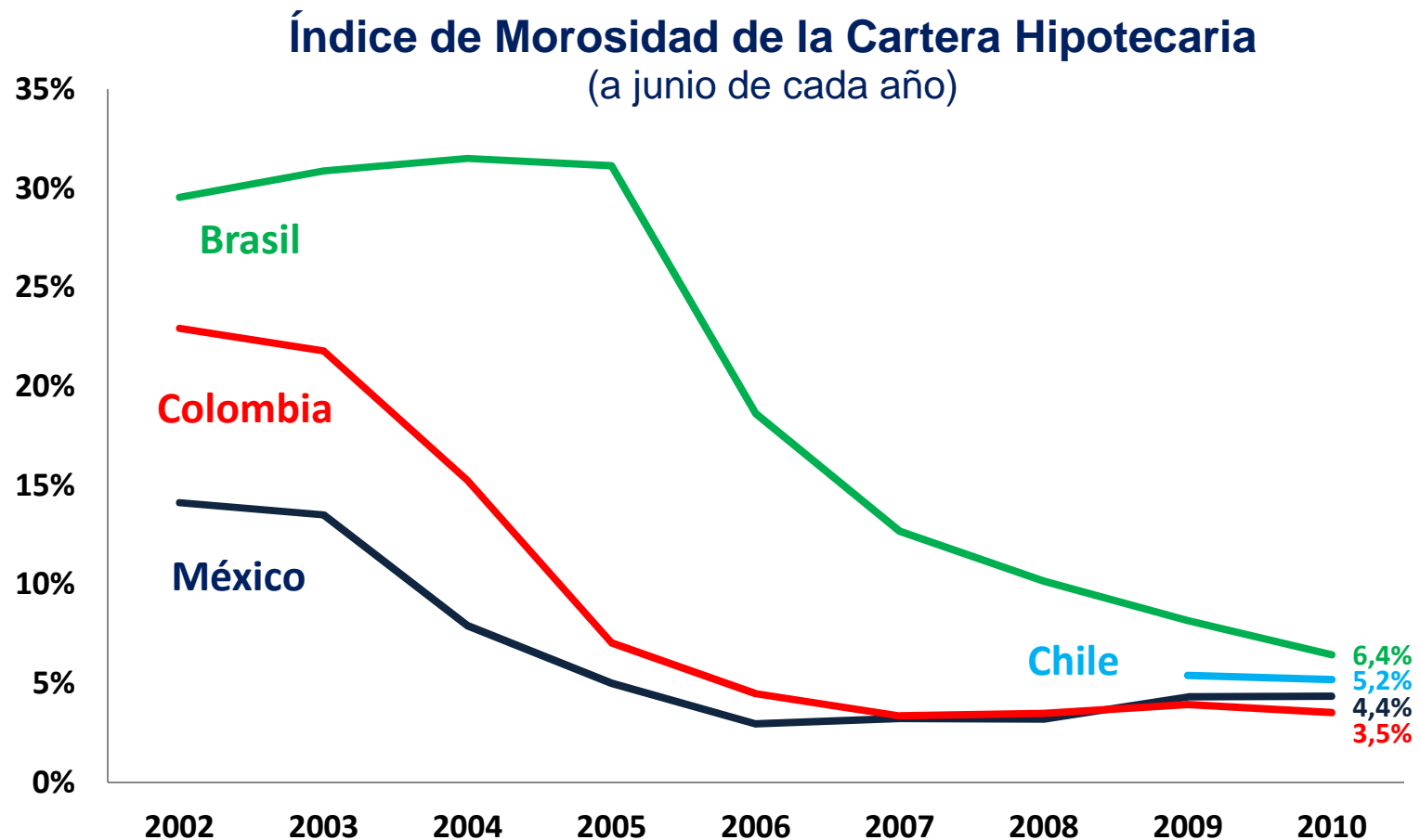
Nota: cartera vencida/ cartera total

\*Cartera Hipotecaria incluye titularizada



## Menores Riesgos para el Sistema

Como consecuencia de los procesos de titularización hipotecaria, la reducción de cartera vencida ha sido un fenómeno recurrente en los países de América Latina en los últimos años

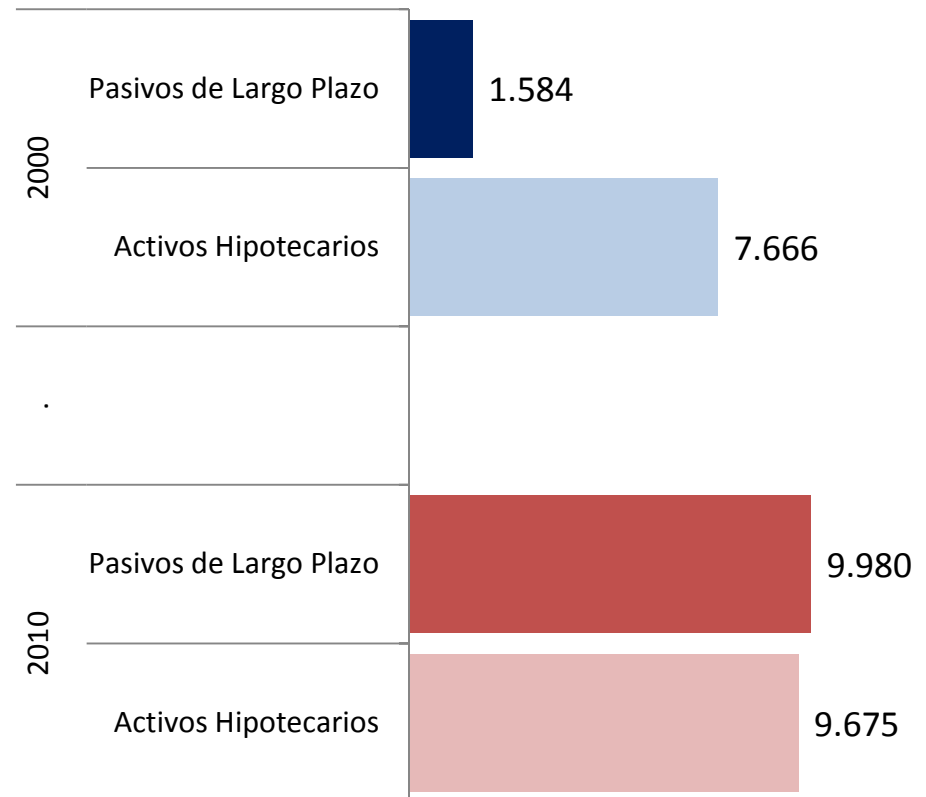


# Menores Riesgos para el Sistema

## Descalce Sistema Financiero Hipotecario Colombiana

El fondeo de créditos de largo plazo en Colombia durante los 90s se realizaba con recursos captados a corto plazo por parte del sistema financiero. Esta situación incrementaba el riesgo sistémico y de mercado, lo que se traducía en mayores tasas y comisiones de colocación del crédito de vivienda, en especial, el crédito para vivienda de interés social.

Fondeo Cartera Hipotecaria Colombia (US\$ Millones)

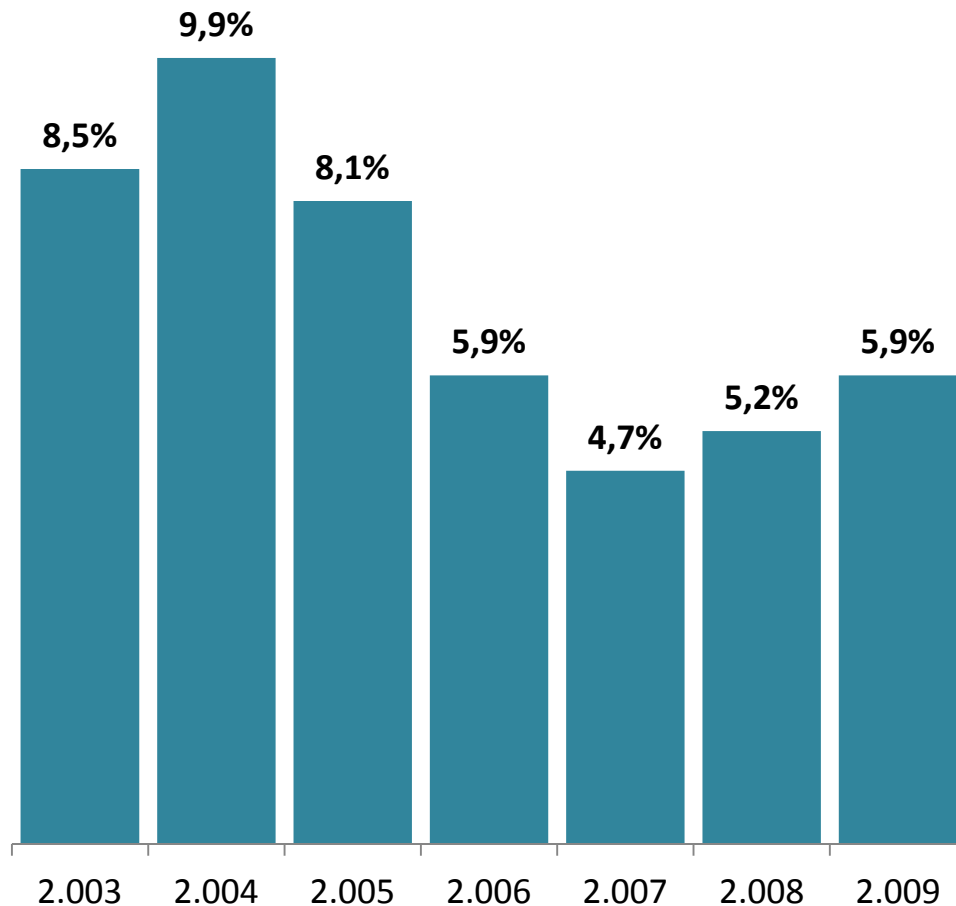


## Estandarización y mejores prácticas

- Condiciones uniformes títulos hipotecarios
- Originación y Administración créditos hipotecarios
- Condiciones uniformes títulos hipotecarios
- Modelos financieros y de riesgo
- Análisis de Riesgo de Crédito (Scoring de Originación)
- Metodología de Avalúo Inmuebles
- Documentación de Crédito: Pagaré e Hipoteca
- Bases de Datos: Información Deudor, Créditos e Inmuebles
- Sistemas de Amortización: Único
- Cobranza Administrativa
- Procesos cobranza Jurídica
- Custodia de Garantías
- Capacitación Deudores

## Menores Riesgos para el Sistema

**Cartera Vencida/Cartera Total  
INFONAVIT - México**



### Calidad de la Cartera INFONAVIT

La responsabilidad jurídica frente a los inversionistas de los títulos presiona la creación de estándares de originación, administración y recuperación más altos que mitigan el riesgo de crédito de la cartera hipotecaria.

Desde el inicio de las operaciones de Titularización, el INFONAVIT ha logrado reducir a la mitad su indicador de mora.

## Impacto Económico titularización hipotecaria LATAM

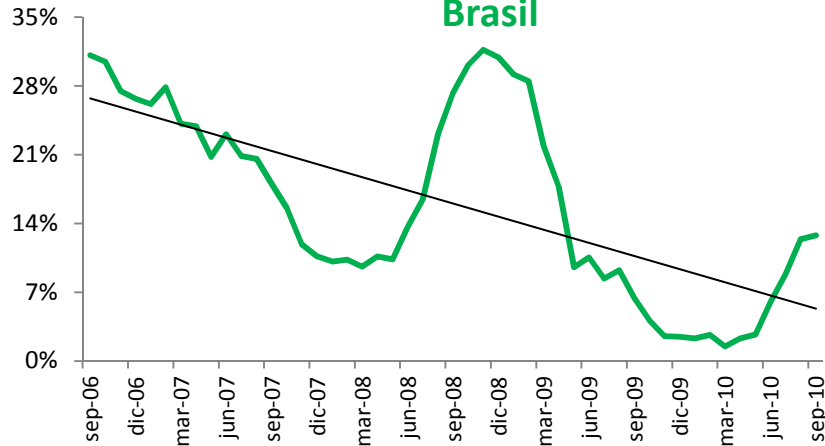
1. Mayores Recursos para Vivienda
2. Menores Riesgos para el Sistema
3. Menores Tasas de Interés para los deudores
4. Desarrollo Créditos Tasa Fija
5. Mayor Impulso al Mercado de capitales: Nuevos Productos
6. RMBS Latam 2010

# Menores Tasas de Interés para Deudores

La transformación de plazos que genera la titularización hipotecaria ha permitido una disminución progresiva de tasas hipotecarias

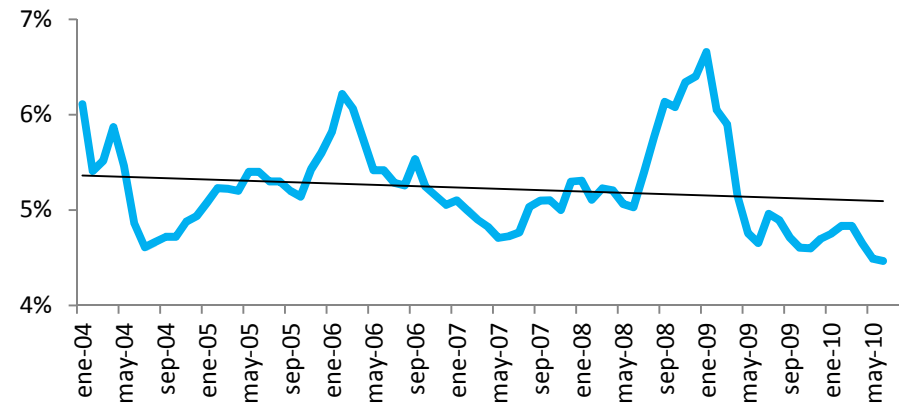
### Tasa de Interés Crédito Hipotecario –

**Brasil**



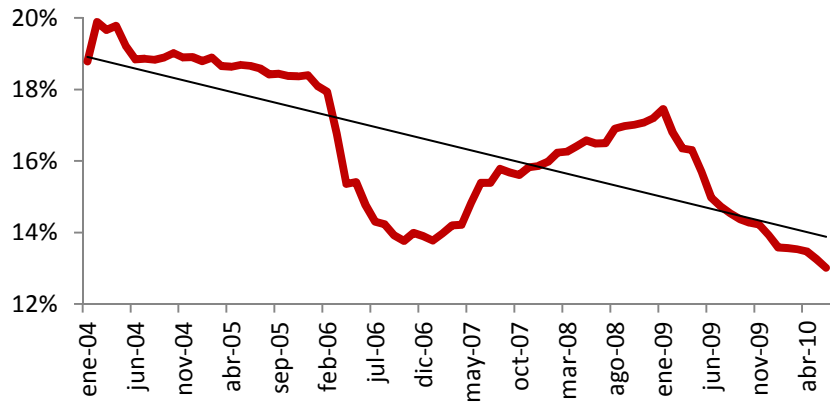
### Tasa de Interés Crédito Hipotecario -

**Chile**



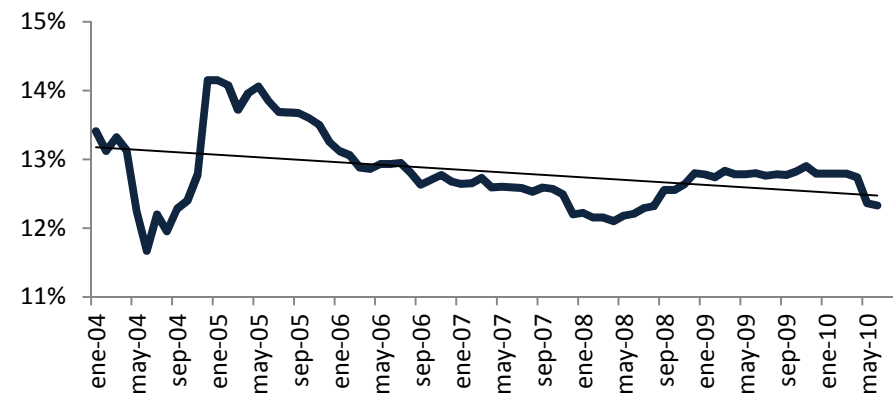
### Tasa de Interés Crédito Hipotecario -

**Colombia**

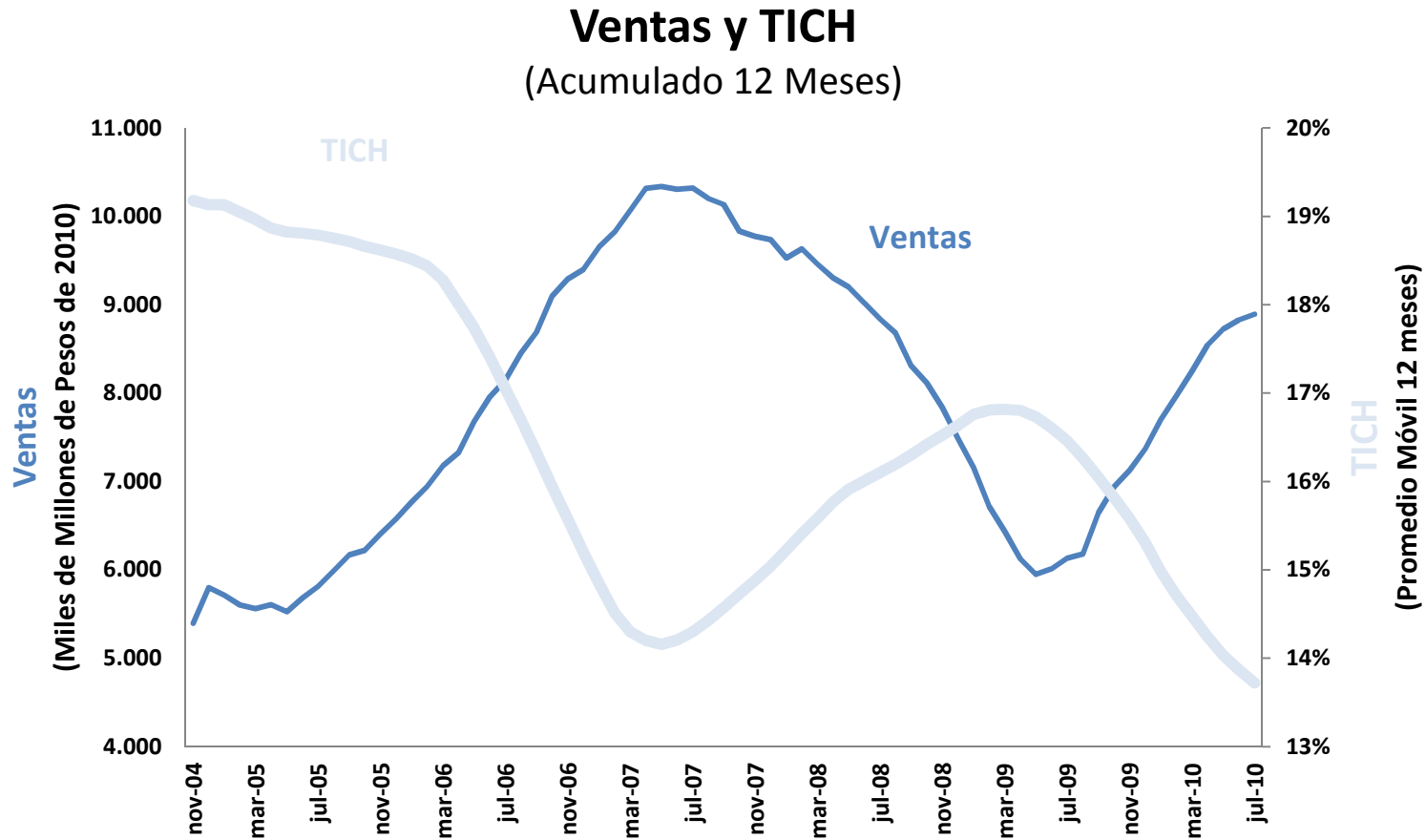


### Tasa de Interés Crédito Hipotecario -

**México**



Alta elasticidad de las ventas de vivienda a la tasa de interés del crédito hipotecario (TICH)



Fuente: Superfinanciera, Galería Inmobiliaria y TC

## Impacto Económico titularización hipotecaria LATAM

1. Mayores Recursos para Vivienda
2. Menores Riesgos para el Sistema
3. Menores Tasas de Interés para los deudores
4. Desarrollo Créditos Tasa Fija
5. Mayor Impulso al Mercado de capitales: Nuevos Productos
6. RMBS Latam 2010

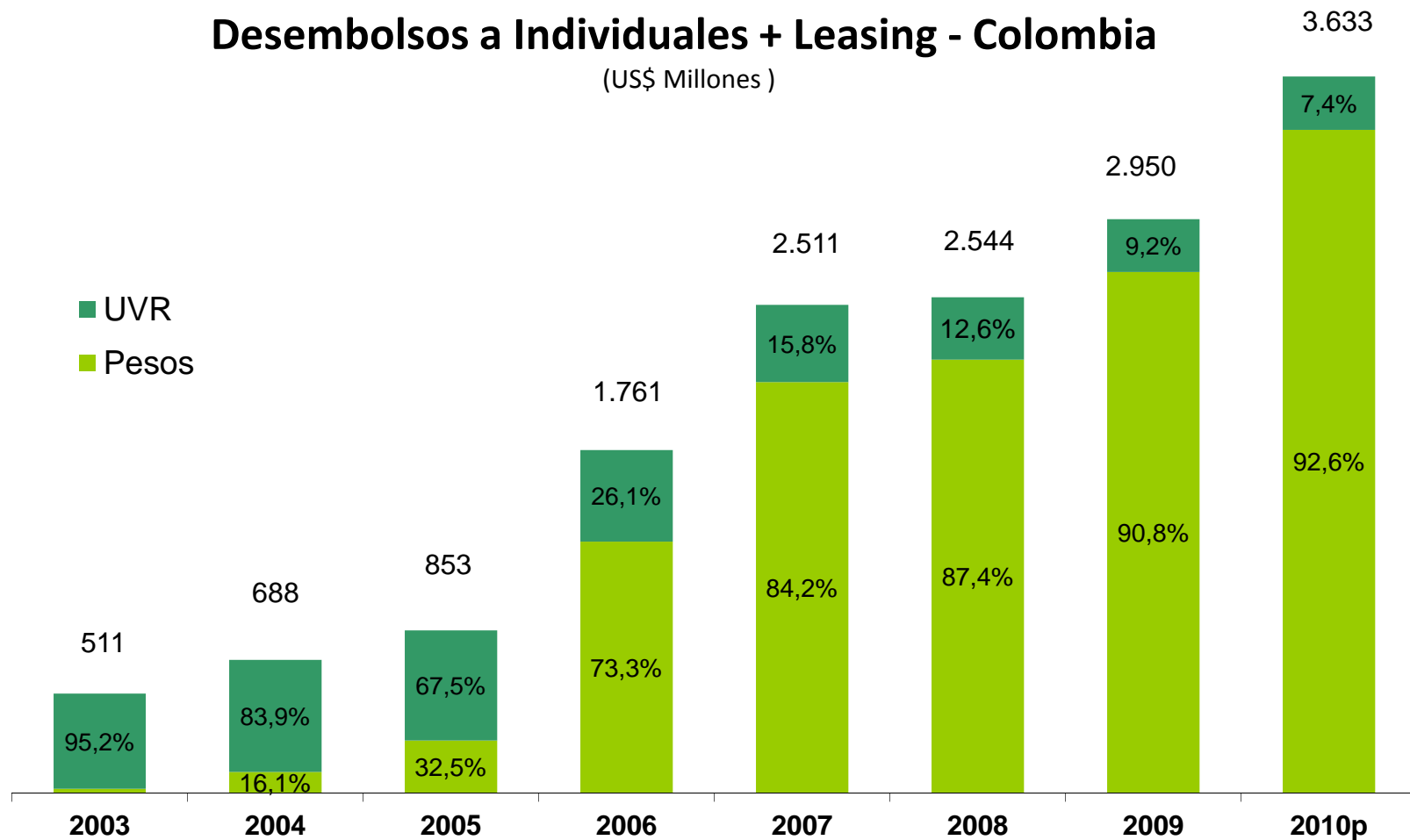


## Desarrollo Tasa Créditos Tasa Fija

En Colombia, la eliminación del riesgo de descalce permitió el desarrollo del sistema de crédito hipotecario en tasa fija nominal

### Desembolsos a Individuales + Leasing - Colombia

(US\$ Millones)



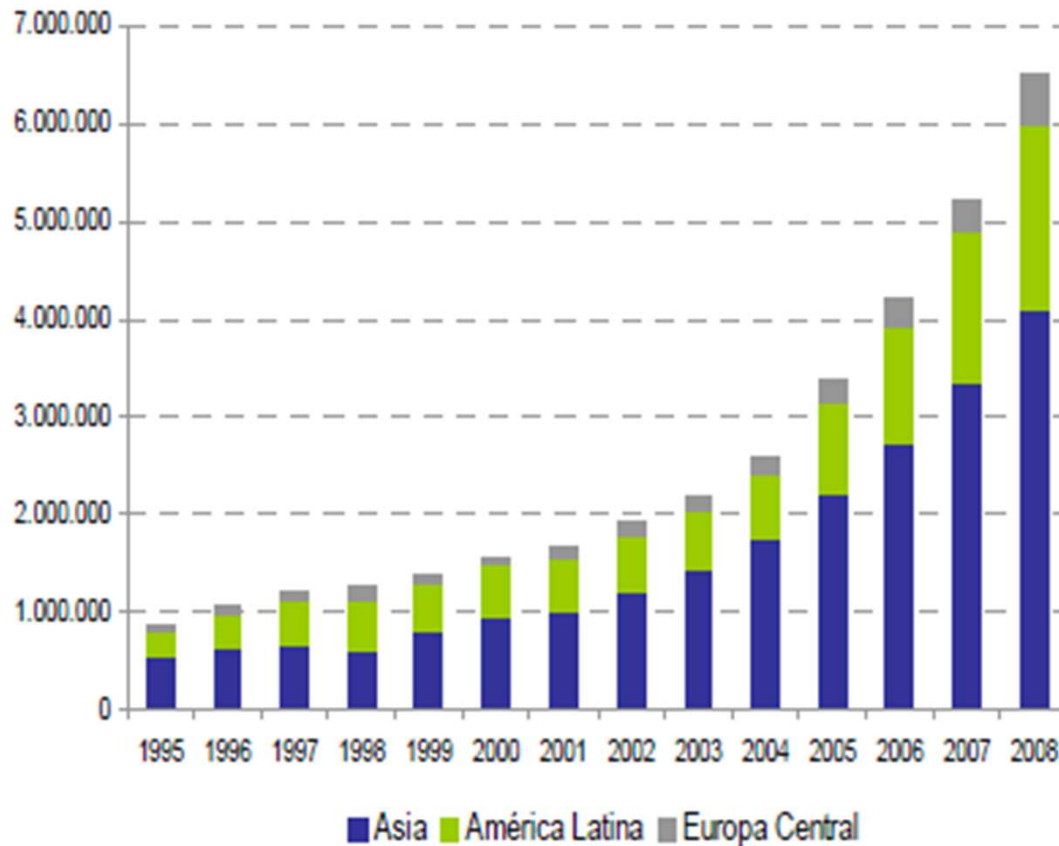
## Impacto Económico titularización hipotecaria LATAM

1. Mayores Recursos para Vivienda
2. Menores Riesgos para el Sistema
3. Menores Tasas de Interés para los deudores
4. Desarrollo Créditos Tasa Fija
5. Mayor Impulso al Mercado de capitales: Nuevos Productos
6. RMBS Latam 2010

# Mayor Impulso al Mercado de capitales: Nuevos Productos

Durante los últimos 15 años el mercado de renta fija en LATAM multiplicó por 4 su tamaño.

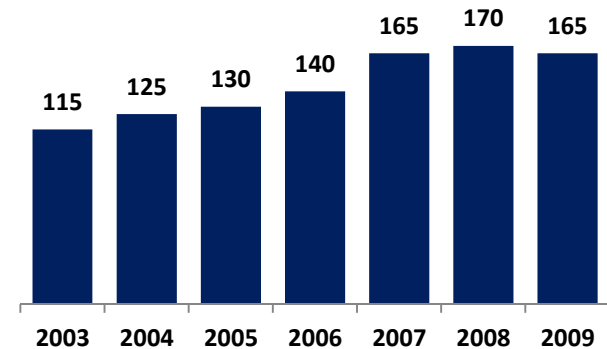
## Deuda Renta Fija Mercados Domésticos Moneda Local (US\$ Millones)



### Con Grado de Inversión:

- 2008: 40%
- 2009: 44%

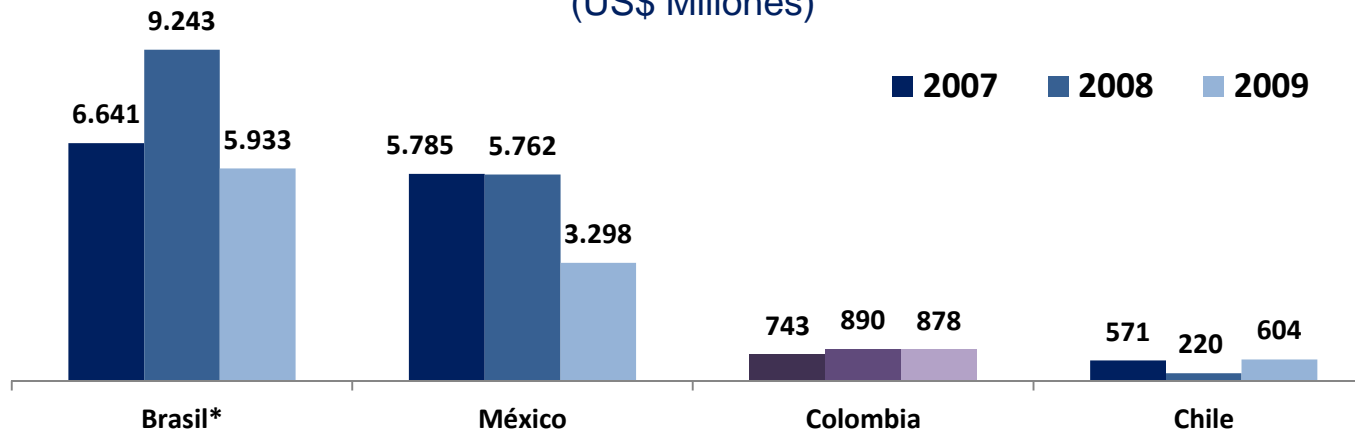
### Número de Emisores Corporativos LATAM Calificados por Moody's



# Mayor Impulso al Mercado de capitales: Nuevos Productos

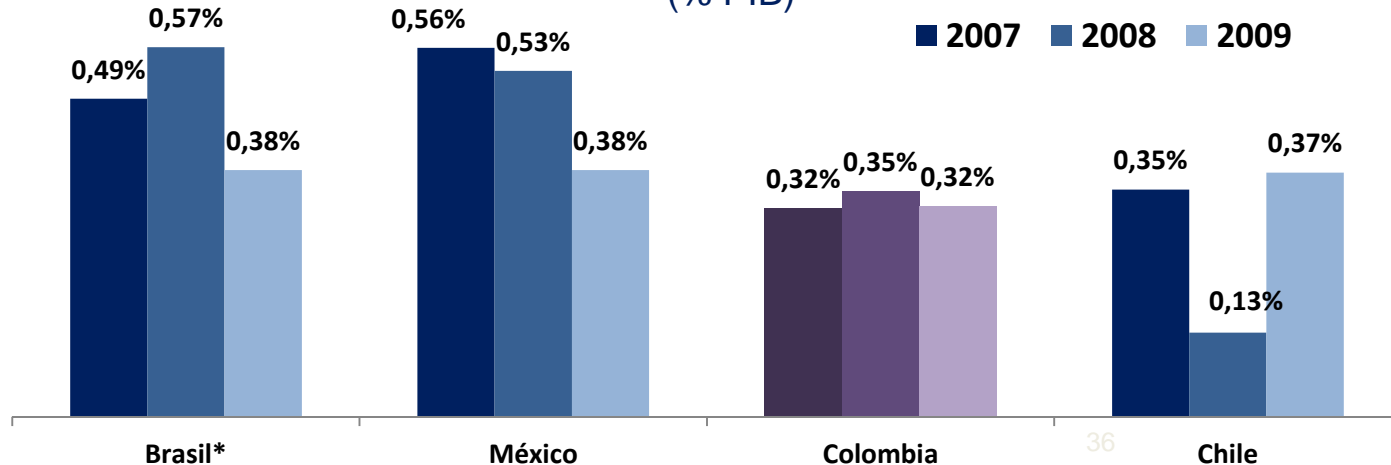
Del mercado de renta fija, la deuda privada representa el 38% del total. De ésta, la titularización participa hoy con un 3,4%. Hace 15 años no existían estos instrumentos

**Volumen Emisiones Titularización**  
(US\$ Millones)



66% de las emisiones fueron Titularizaciones de Cartera Hipotecaria

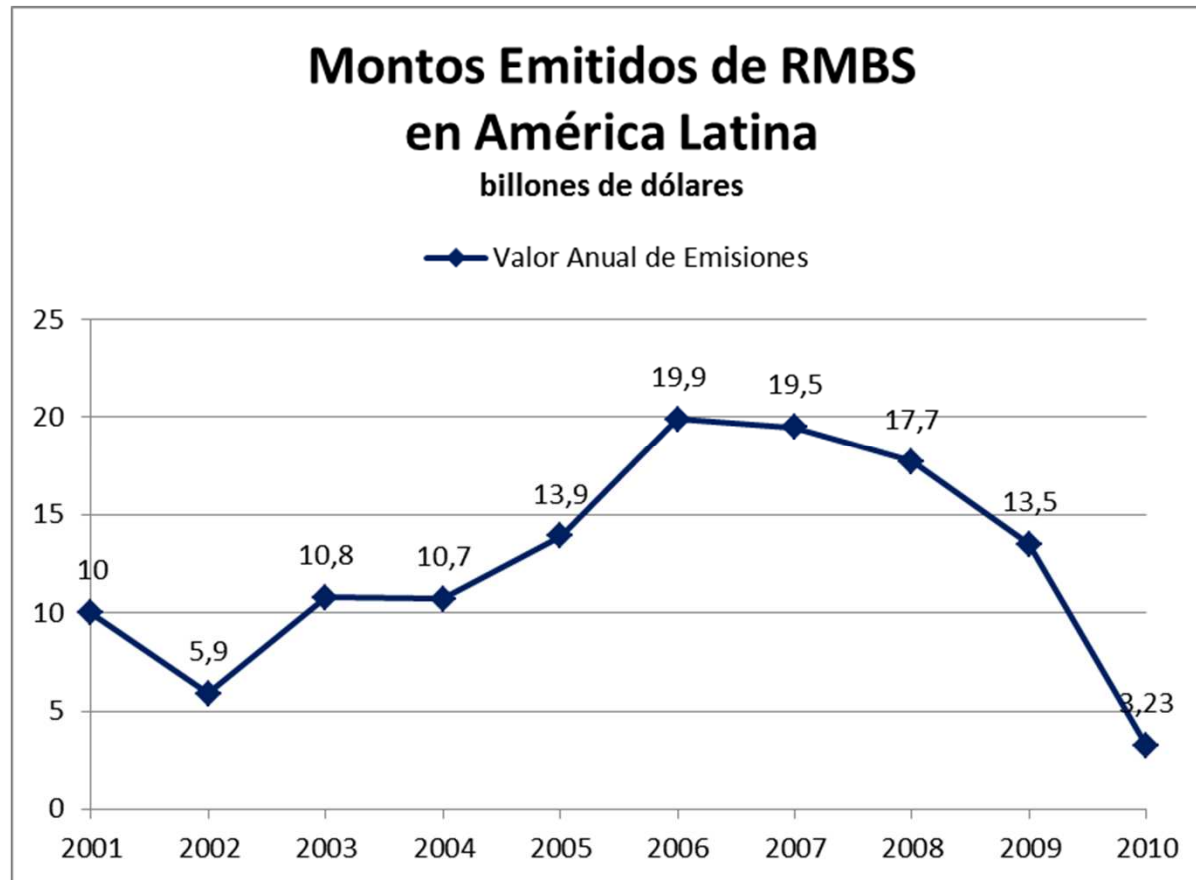
**Volumen Emisiones Titularización**  
(% PIB)



Fuente: Moody's y TC; \* Incluye emisiones en el extranjero

## Impacto Económico titularización hipotecaria LATAM

1. Mayores Recursos para Vivienda
2. Menores Riesgos para el Sistema
3. Menores Tasas de Interés para los deudores
4. Desarrollo Créditos Tasa Fija
5. Mayor Impulso al Mercado de capitales: Nuevos Productos
6. RMBS en Latam 2010



Fuente: IFSL Research: Securitization 2010 y calculos TC  
Incluye REITS (titularización inmobiliaria)

Disminución considerable del monto emitido del sector

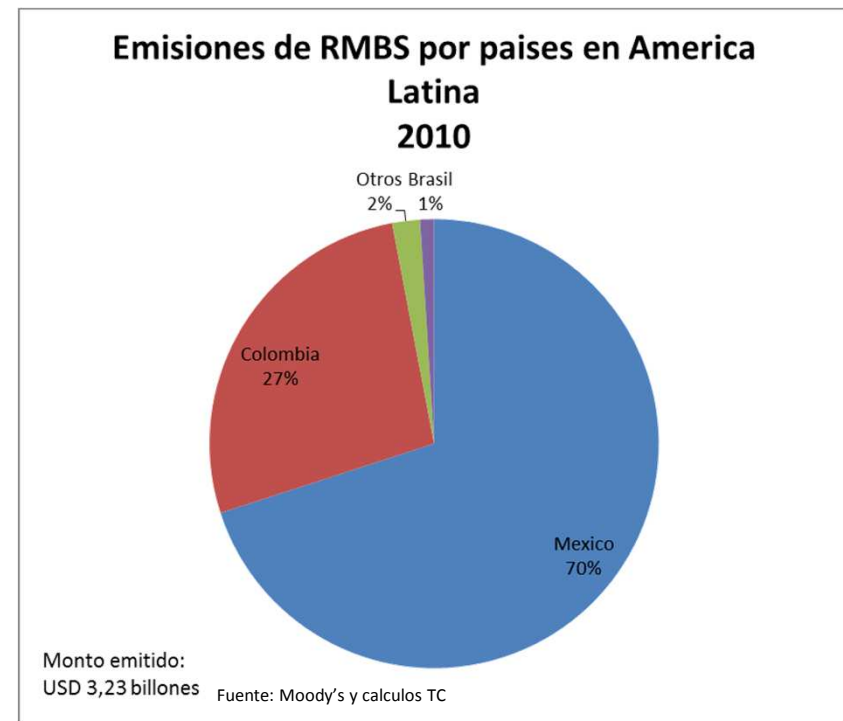
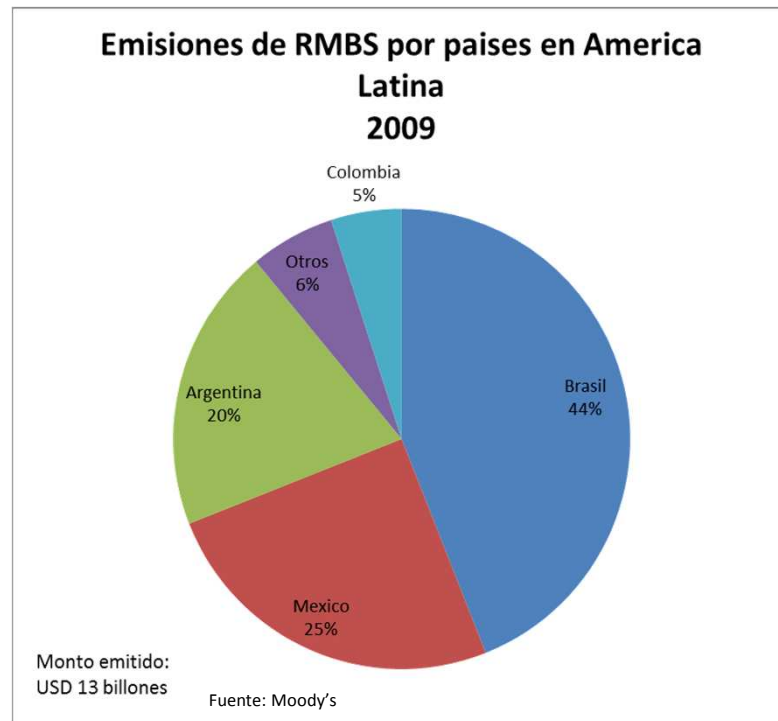
# RMBS Latam 2010

Fecha	Nombre Emision	Título	País	Moneda/ Indicador	Valor	Valor en USD/ TRM fecha
13-oct-10	Titularizadora UVR E-12	TIPS A E-15	Colombia	UVR	1.653.537.000,00	\$ 176.820.840,33
		TIPS B E-15	Colombia	UVR	204.370.000,00	\$ 21.854.288,80
		TIPS C E-15	Colombia	UVR	9.290.000,00	\$ 993.425,37
		TIPS MZ E-15	Colombia	UVR	18.501.000,00	\$ 1.978.402,88
09-sep-10	Fovissste TFOVIS 103U (F#301396)	Fovissste TFOVIS 103U (F#301396)	Mexico	UDI	1.014.143.100,00	\$ 346.067.771,24
27-ago-10	Infonavit CEDEVIS105U	Infonavit CEDEVIS105U	Mexico	UDI	1.258.652.000,00	\$ 427.982.878,16
28-jul-10	Titularizadora TIPS Pesos E-15	TIPS PESOS A E-15	Colombia	COP	536.440.600.000,00	\$ 282.970.117,37
		TIPS PESOS B E-15	Colombia	COP	59.604.500.000,00	\$ 31.441.118,29
		TIPS PESOS C E-15	Colombia	COP	5.960.500.000,00	\$ 3.144.138,20
		TIPS PESOS MZ E-15	Colombia	COP	11.921.900.000,00	\$ 6.288.751,15
21-jun-10	Brazilian Securities Companhia de Securitizacao	2009-130	Brazil	BRL	24.112.913,00	\$ 13.651.652,04
27-may-10	Infonavit CEDEVIS103U_104U	Infonavit CEDEVIS103U_104U	Mexico	UDI	633.037.000,00	\$ 217.891.516,20
27-may-10	Fovissste TFOVIS102U	Fovissste TFOVIS102U	Mexico	UDI	1.349.534.000,00	\$ 464.509.988,24
11-may-10	Brazilian Securities Companhia de Securitizacao	2010-156	Brazil	BRL	41.962.855,00	\$ 23.517.824,92
28-abr-10	Infonavit - BONHITO I5426 Trust Notes	Infonavit - BONHITO I5426 Trust Notes	México		ND	ND
22-abr-10	Titularizadora TIPS Pesos E-14	TIPS PESOS A E-14	Colombia	COP	454.829.500.000,00	\$ 236.470.383,33
		TIPS PESOS MZE-14	Colombia	COP	12.634.200.000,00	\$ 6.568.646,31
		TIPS PESOS B E-14	Colombia	COP	50.536.600.000,00	\$ 26.274.481,26
13-abr-10	Infonavit CEDEVIS09U (F#80582)	2009	Mexico	UDI	535.458.200,00	\$ 195.289.789,87
19-mar-10	Fovissste TFOVIS10U	Fovissste TFOVIS10U	Mexico	UDI	1.016.293.400,00	\$ 357.590.002,01
05-mar-10	Gaia Securitizadora S.A.	2009-2	Brazil	BRL	71.809.778,00	\$ 40.288.250,67
26-feb-10	Infonavit CEDEVIS10U_102U	Infonavit CEDEVIS10U_102U	Mexico	UDI	644.836.834,00	\$ 222.553.924,57
25-feb-10	Titularizadora TIPS UVR E-11	TIPS UVR E-11 TIPS B	Colombia	UVR	96.384.000,00	\$ 9.319.468,65
		TIPS UVR E-11 TIPS A	Colombia	UVR	867.453.000,00	\$ 83.874.927,76
		TIPS UVR E-11 TIPS MZ	Colombia	UVR	7.229.000,00	\$ 698.979,49
24-feb-10	Titulizadora Peruana TP USD E-1	TP USD A E-1 US\$ 32'900,000	Peru	USD	32.900.000,00	\$ 32.900.000,00
		TP USD B E-1 US\$ 2'100,000	Peru	USD	2.100.000,00	\$ 2.100.000,00
<b>TOTAL</b>						<b>\$ 3.233.041.567,11</b>

Fuente: Moodys, Fitch, cálculos TC y Titulizadora Peruana

16 Emisiones por una suma de hasta 3.233 billones de dólares

# RMBS Latam 2010



Incluye REITS (titularización inmobiliaria)

Tanto Brasil como Argentina han disminuido considerablemente sus emisiones, mientras que Colombia mantiene sus niveles y México los aumenta considerablemente



1. Concepto titularización

2. Esquemas de titularización en Latam – Especialización/SPV

3. Impacto económico titularización hipotecaria

4. Incentivos tributarios titularización hipotecaria

5. Titularización hipotecaria: Principales aspectos regulatorios

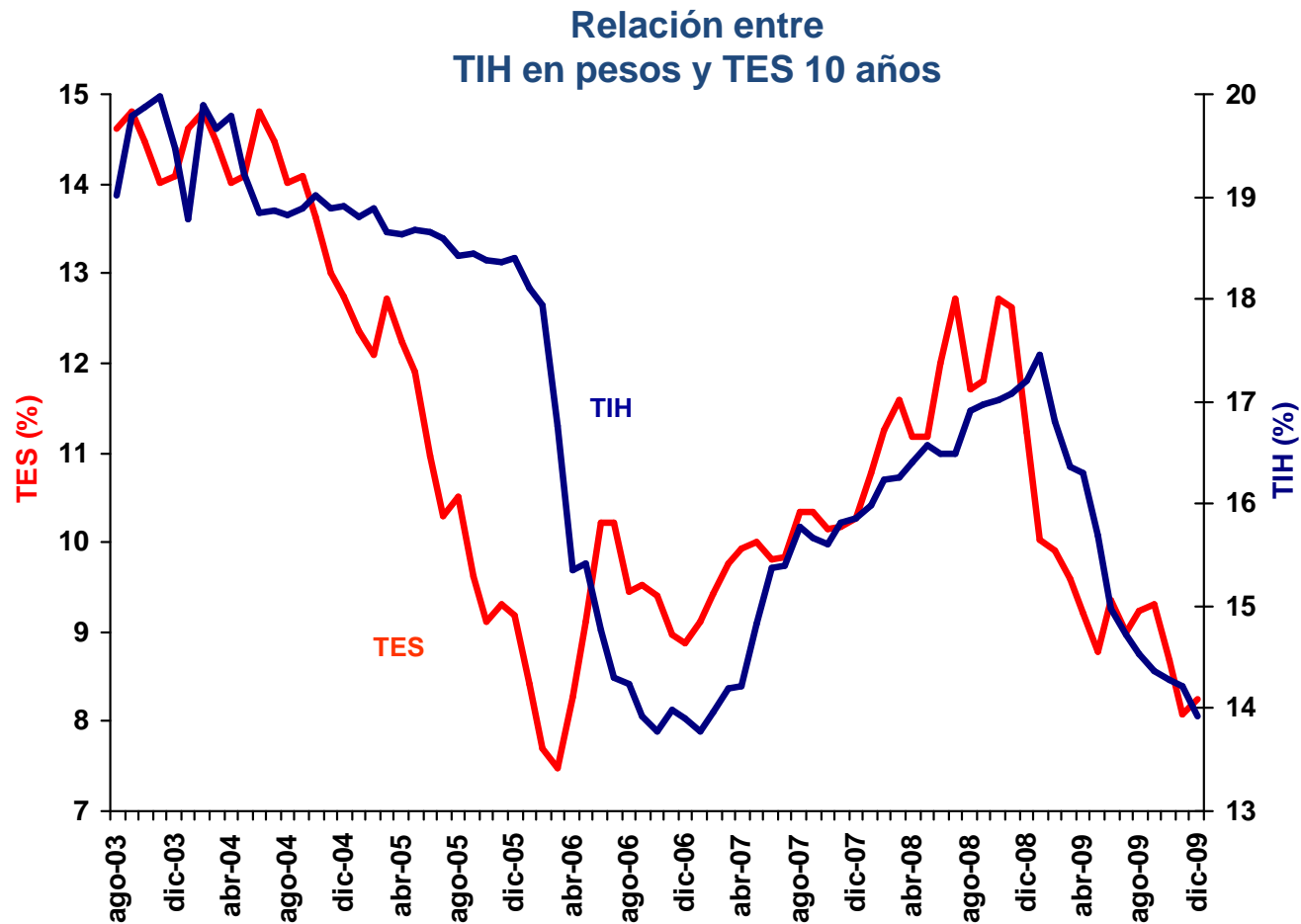
6. Crisis subprime: Respuestas en Latam

La experiencia internacional muestra que el desarrollo de los sistemas de financiación de vivienda y del mercado de capitales requiere apoyo del Gobierno:

- Problemática derivada de tasas de interés de largo plazo en frente de tasas de corto plazo
- En la medida en que la diferencia de tasas sea mayor las tasas de interés de los créditos hipotecarios serán altas: hay una relación clara entre tasas de largo plazo y tasas de crédito hipotecario
- Los incentivos tributarios se requieren para:
  - Disminuir el costo de los fondos de largo plazo
  - Incentivar a originadores a titularizar
  - Incentivar a los inversionistas a tomar títulos hipotecarios a tasas menores de las de largo plazo pero con mejor rentabilidad después de aplicar el beneficio tributario
  - Generar menores tasas de interés al crédito hipotecario

# Tasa de Interés Hipotecaria (TIH) y TES

Hay una relación directa entre tasas de mercado de largo plazo y la TIH

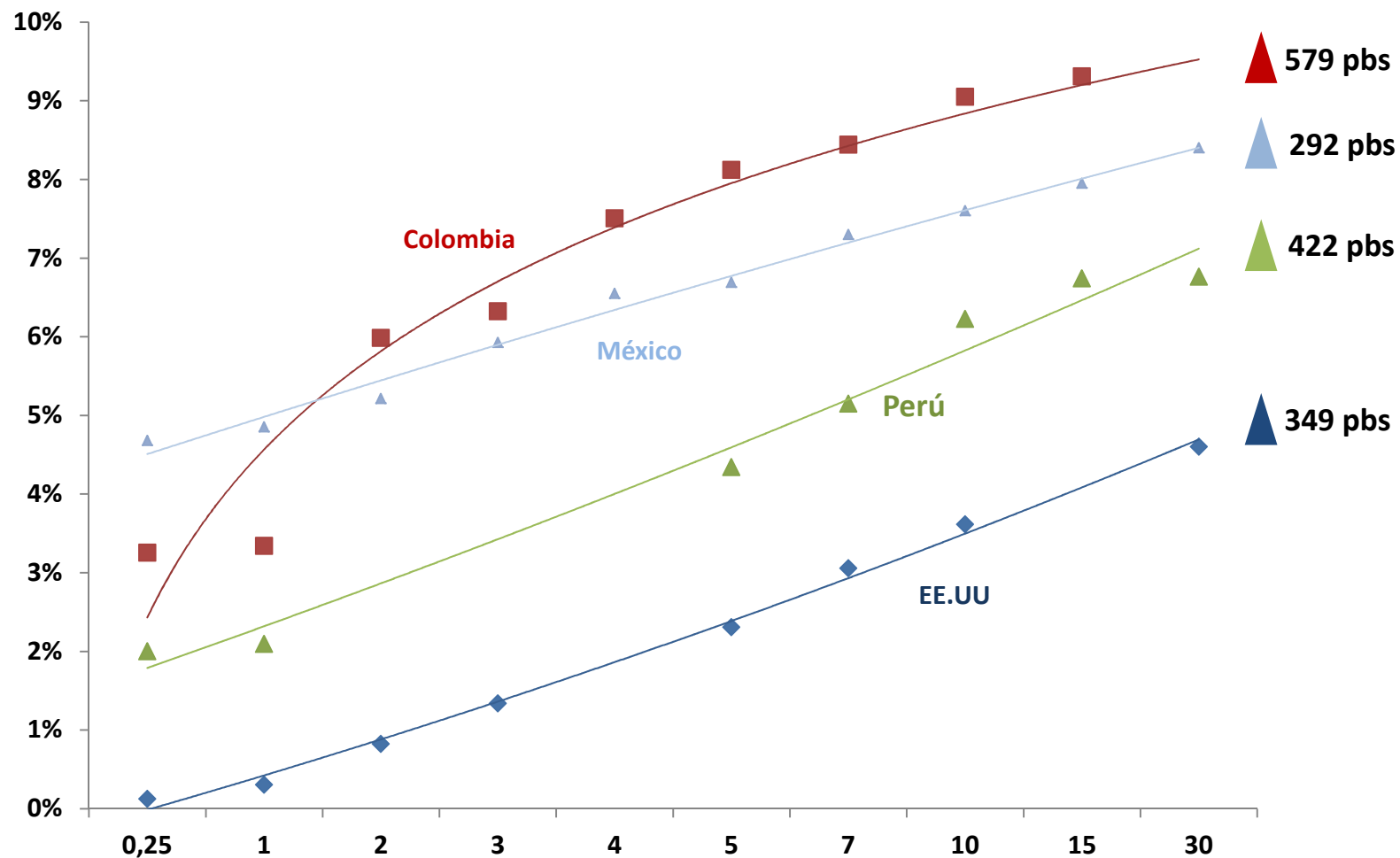


Fuente: Grupo aval, Superfinanciera y Cálculos TC

Nota: Se tomó el promedio mensual de la tasa de los TES

# Curva de Rendimientos Deuda Pública

## Curva de Rendimientos Deuda Pública (Feb-2010)



▲ Diferencia en tasa de 10 años vs. 1 año

Fuente: Bloomberg

# Incentivo tributario en titularización - Fundamentos

## 1. Interés de los originadores: rentabilidad

$$\text{Tasa Títulos H} + \text{Costos Titularizar} < \text{Tasas Corto Plazo} + \text{Riesgo Mercado}$$

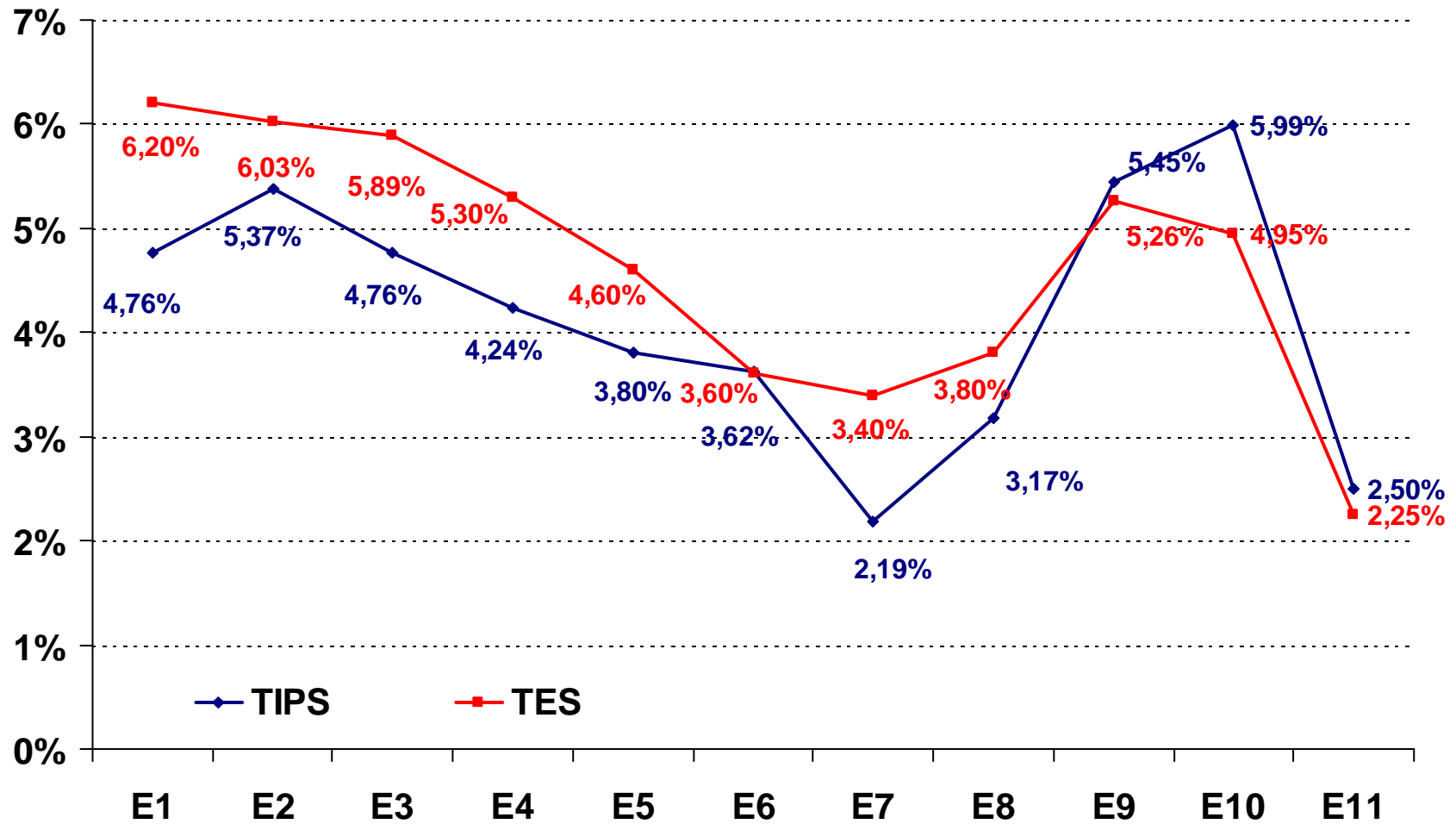
- Fuentes alternativas de fondeo
  - Costos de fondeo de largo plazo vs. corto plazo
  - La captación de recursos de largo plazo es costosa, lo que incentiva al fondeo de corto plazo: riesgo de descalce de plazo y tasa
  - Requerimientos de capital: riesgo de mercado

## 2. Interés de los inversionistas: rentabilidad

- La exención rentabiliza la titularización y reduce el costo del financiamiento de largo plazo
- Inversionistas están dispuestos a tomar títulos a tasa facial cerca de títulos cero cupón porque compensan la menor tasa con el porcentaje de la exención

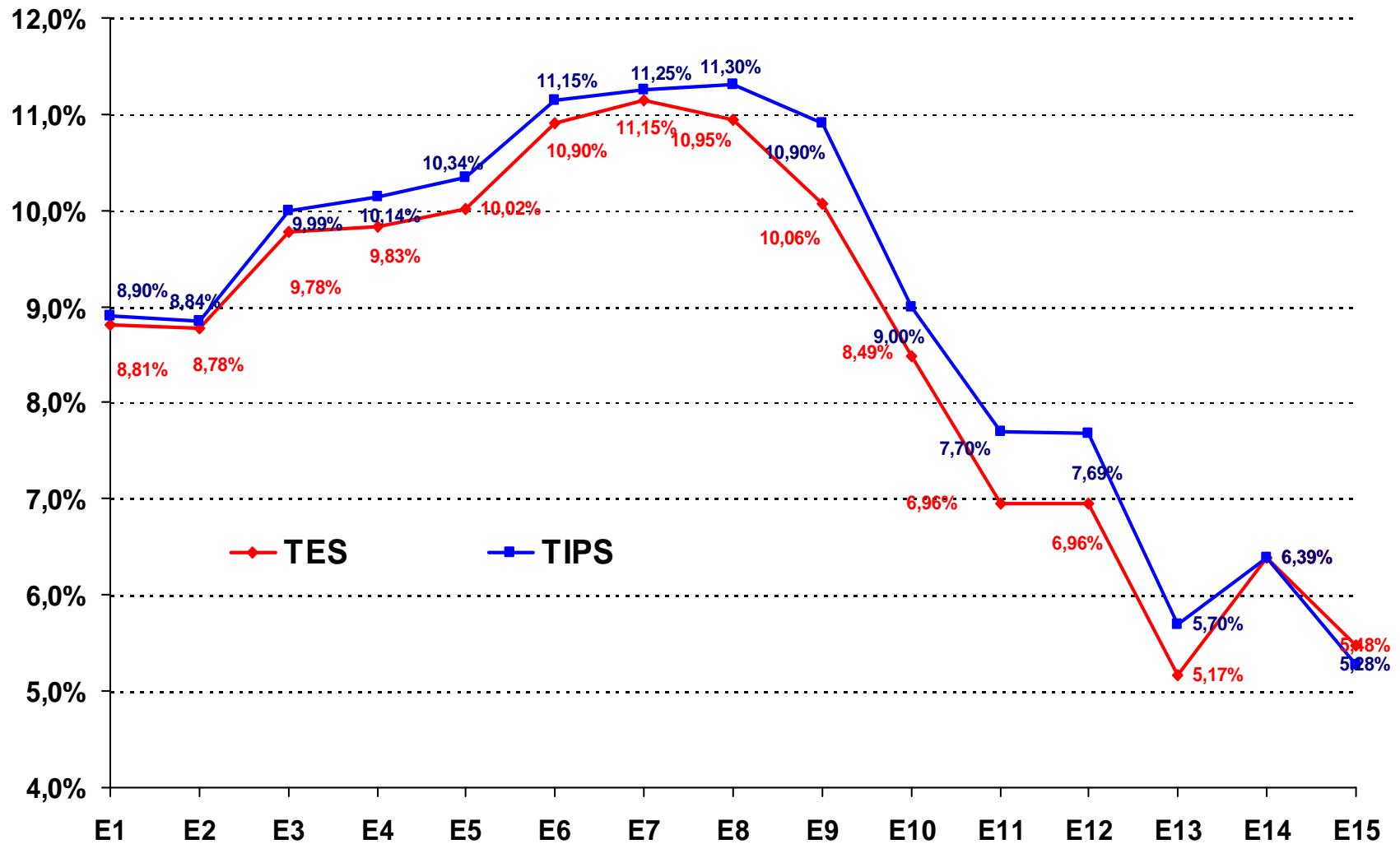
## 3. Beneficio para los deudores: Menores tasas de interés del CH

## Caso Colombia - Tasas TIPS UVR



Tasas indexadas a UVR

# Caso Colombia - Tasas TIPS Pesos



Fuente T.C.

## Incentivos tributarios Latam

País	Incentivo tributario
Panamá Dec Ley 1 /1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>- No se grava utilidad en venta de bonos de prestamos hipotecarios inscritos en la CNV cuando se haga a través de bolsa</li> <li>- Exención de renta sobre intereses derivados de valores registrados en la CNV y colocados mediante oferta pública a través de bolsa</li> </ul>
Perú Ley 29492/ 2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Exención de renta por intereses provenientes de valores mobiliarios, emitidos por personas jurídicas, constituidas o establecidas en el país, colocados mediante oferta pública (derogada)</li> </ul>
Ecuador Ley Régimen Tributario Interno / Ley Mercado Valores	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Exención de cualquier tipo de impuesto tasa o contribución en transferencia de activos para titularización, incluyendo impuestos de registro y cualquier tasa si se trata de inmuebles</li> <li>- Exención de renta en rendimientos derivados de títulos de renta fija de plazo igual o mayor a 1 año que se negocien en bolsa de valores</li> </ul>
Brasil Ley 11.033 de 2004	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Exentos de renta los rendimientos de los certificados de recebiveis inmobiliarios CRIS aplicable a personas naturales</li> </ul>
Argentina	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Exención al impuesto a las ganancias en intereses de títulos valores emitidos en desarrollo de titularización de activos siempre que sean colocados por oferta pública</li> </ul>
Colombia Ley 546 de 1999 Ley 965 de 2005	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Exención rendimientos financieros y componente inflacionario títulos hipotecarios (Hasta 2010)</li> <li>- Deducción costos incurridos en la generación de renta exenta por títulos hipotecarios (Hasta 2010)</li> </ul>



## Incentivos tributarios Latam – Caso RD

Situación actual	Ajustes propuestos
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Exención del impuesto sobre la renta sobre rendimientos percibidos <b>por personas naturales nacionales de la RD</b> derivados de instrumentos de renta fija aprobados por SV y negociados a través de bolsa de valores</li><li>▪ Exención del impuesto sobre la renta sobre rendimientos percibidos <b>por inversionistas extranjeros personas naturales jurídicas</b> derivados de instrumentos de renta fija aprobados por SV y negociados a través de bolsa de valores</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Se precisa que el impuesto de renta derivado de ingresos de actividades relacionadas con la titularización hipotecaria por ejemplo rendimientos de títulos, ingresos por venta de cartera o comisiones por servicios de administración de cartera titularizada, se tgrava en cabeza de quien obtiene la renta respectiva</li><li>▪ Se mantiene régimen tributario actual para inversiones en títulos hipotecarios (art. 122 y 123 de LMV)</li><li>▪ <b>No se considera exención de renta sobre rendimientos derivados para títulos hipotecarios en cabeza de personas jurídicas constituidas en RD</b></li><li>▪ La ampliación temporal de la exención de rendimientos en cabeza de personas jurídicas locales puede generar incentivos para profundizar mercado de capitales e incentivar titularización hipotecaria</li></ul>

1. Concepto titularización

2. Esquemas de titularización en Latam – Especialización/SPV

3. Impacto económico titularización hipotecaria

4. Incentivos tributarios titularización hipotecaria

5. Titularización hipotecaria: Principales aspectos regulatorios

6. Crisis subprime: Respuestas en Latam

# Pilares de regulación: Créditos - Hipotecas

## Originación créditos

Entidades facultadas

LTV, tasas, relación cuota ingreso del deudor

Seguros: incendio, terremoto y vida

Prepagos sin penalidad

Cesión crédito a otros bancos

## Documentación y transferencia

Créditos: Pagarés (títulos valores)

Reglas derecho registral: venta e hipoteca

Endoso pagaré y entrega -No autorización deudor

Hipoteca: Transferencia con endoso del pagaré

No timbre en transferencia

## Normas cobranza

Reglas cobro judicial: plazos

Reglas obtención garantía hipotecaria

Jurisdicción especializada para cobro judicial

## Administración

Facultad administrar créditos y BRP

Régimen de seguros de cumplimiento

Exención tributaria transferencia de recaudos de cartera

## Pilares de regulación titularización

<b>Sociedades Titularizadoras</b>	<b>Aislamiento y quiebra remota</b>	<b>Reglas contables y de revelación</b>	<b>Incentivos</b>
Creación de compañías especializadas	Regulación para garantizar aislamiento patrimonial y quiebra remota para titularizaciones en el mercado de capitales	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Contabilidad de la venta y transferencia de créditos</li> <li>- Test de venta en firme</li> <li>- Reglas de registro de utilidades</li> </ul>	Régimen fiscal SPV
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Definición de vehículos de propósito especial</li> <li>- Regulación de capital adecuado</li> <li>- Reglas especiales de emisión de títulos hipotecarios</li> </ul>	Imposibilidad de reclamar derechos sobre activos titularizados aún en liquidación o quiebra del originador.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Información contable independiente por cada VPE</li> <li>- Estándares de revelación</li> <li>- Registros fuera de balance</li> </ul>	Exenciones u otras incentivos
Requerimientos de Gobierno Corporativo	Inversionistas sin posibilidad de reclamar división individual de activos subyacentes	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Estándares contables para registro de inversiones</li> <li>- Valoración a precios de mercado</li> </ul>	Garantías estatales

## Pilares de regulación: Mercado de valores

### Reglas de emisión de valores

- Régimen especial para títulos hipotecarios: Autorización automática
- Reglas de revelación: Reglamentos-Prospectos

### Desmaterialización

- Existencia de depósitos centralizados de valores
- Desmaterialización obligatoria de valores

### Ratings

- Régimen de calificación de valores
- Sociedades calificadoras
- Calificación obligatoria

### Reglas de valoración

- Precios de mercado
- Uniformidad de los títulos

### Protección a inversionistas

- Reglas de gobierno corporativo
- Representante legal de tenedores
- Reglas revelación de información

## Aislamiento patrimonial y quiebra remota

- Asignación exclusiva y específica de activos financieros y su flujo de caja al pago de títulos emitidos contra tales activos.
- Transferencia completa de riesgos, control y beneficios por parte del originador sobre los activos subyacentes.
- Imposibilidad de acceso o control sobre los activos subyacentes por parte del originador .
- No afectación de activos subyacentes al pago de obligaciones del originador
- Imposibilidad de obtener restitución de activos aún en caso de quiebra o liquidación
- Imposibilidad de obtener la división de los activos subyacentes que conforman el SPV
- Condición para registrar contablemente la operación fuera de balance y no como deuda con garantía (estándares internacionales)

**Efecto: seguridad jurídica inversionistas**

## Aislamiento patrimonial y quiebra remota

País	Norma	Alcance
Colombia	Ley 964/05 Ley 546/99 Ley 1328/09	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No restitución de activos titularizados al patrimonio del originador, del emisor, administrador de proceso de titularización ni administrador de activos subyacentes en los casos en que éste se encuentre en concordato, liquidación, o cualquier otro proceso de naturaleza concursal</li> <li>• Imposibilidad de tenedores para solicitar o iniciar procesos divisorios respecto de la universalidad conformada por los activos subyacentes y/o las garantías que los amparen.</li> </ul>
Argentina	Ley 24.441/94	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario.</li> <li>• Tampoco podrán agredir los bienes fideicomitidos los acreedores del fiduciante, quedando a salvo la acción de fraude</li> </ul>
Costa Rica	Ley 8507/06	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los activos que formen parte de procesos de titularización y conformen universalidades, No constituyen parte de la prenda general de los acreedores de la sociedad titularizadora estando excluido de la masa para cualquier efecto legal</li> </ul>

## Aislamiento patrimonial y quiebra remota

País	Norma	Alcance
El Salvador	Ley de titularización de activos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los activos que integran el Fondo de Titularización no podrán ser embargados ni sujetarse a ningún tipo de medida cautelar o preventiva por los acreedores del Originador, de la Titularizadora, del Representante de los Tenedores de Valores o de los Tenedores de Valores.</li> </ul>
Chile	Ley 18.045 Ley de Mercado de Valores	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los acreedores generales de la securitizadora no podrán hacer efectivas sus obligaciones en los bienes que conformen el activo patrimonio separado ni afectarlos con gravámenes, prohibiciones, medidas precautorias o embargos, sino sólo cuando hayan pasado a integrar el patrimonio común en los casos que se permiten en este título.</li> <li>Posibilidad de pactar en la escritura de emisión que acreedores del patrimonio separado puedan cobrar, en cualquier circunstancia, el saldo impago de sus créditos sobre el patrimonio común, concurriendo con los demás acreedores generales.</li> </ul>
Perú	Art 311 Ley de Mercado de Valores	<ul style="list-style-type: none"> <li>Intangibilidad: Los activos que constituyen el patrimonio fideicomitido no están afectos a las obligaciones de la sociedad titulizadora, del fideicomitente, del fideicomisario y de la persona designada como destinatario de los derechos residuales.</li> </ul>



## Aislamiento patrimonial y quiebra remota – Propuesta RD

Situación actual	Ajustes propuestos
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Regla general: los bienes objeto de titularización no pueden ser objeto de acciones <b>por parte de los acreedores de la sociedad titularizadora</b></li><li>▪ No se hace referencia a los acreedores del originador o del administrador de los activos subyacentes del proceso de titularización</li><li>▪ <b>Posibilidad de pactar en el contrato de emisión que las obligaciones derivadas de la titularización pueden ser cobradas contra el patrimonio común de la sociedad titularizadora</b></li><li>▪ Regulación establece obligación de liquidación de los patrimonios separados en caso de quiebra de la compañía titularizadora y de su patrimonio común</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ No restitución de activos titularizados al patrimonio del originador, del emisor, administrador de proceso de titularización ni administrador de activos subyacentes en los casos en que éste se encuentre en concordato, liquidación, o cualquier otro proceso de naturaleza concursal</li><li>▪ Intransferibilidad de activos subyacentes de patrimonio separado a patrimonio de sociedad titularizadora</li><li>▪ Se elimina obligación de liquidación de los patrimonios separados en caso de quiebra de la compañía titularizadora y de su patrimonio común</li><li>▪ Liquidación de patrimonios separados no implica quiebra de la sociedad titularizadora ni de los otros patrimonios separados</li><li>▪ <b>La propuesta refleja integralmente el principio de aislamiento patrimonial y quiebra remota</b></li></ul>

## Transferencia de la propiedad: problemática

- Esquemas de titularización hipotecaria suponen la movilización de alto número de créditos hipotecarios
- Para efectos de cumplir con el principio de aislamiento patrimonial (true sale) la transferencia del activo para titularización no debe estar sujeta a ninguna limitación: se debe llevar a cabo de acuerdo a las reglas aplicables a la naturaleza del activo subyacente
- El problema es que las reglas tradicionales de transferencia de propiedad de créditos hipotecarios y garantías en la mayoría de las jurisdicciones notificación/autorización del deudor cedido y registro de nuevo acreedor hipotecario (inscripción, nota de cesión, etc)
- Los procesos de titularización hipotecaria se afectan si no se hacen en las oportunidades de mercado requeridos: liquidez del mercado no da espera!
- Se requieren esquemas novedosos para la transferencia de la propiedad de los activos subyacentes que permitan con seguridad jurídica cubrir un número cuantioso de créditos con diversidad geográfica
- Necesidad de normas especializadas para titularización hipotecaria que reflejen la realidad de la titularización que solamente apliquen a este tipo de procesos de movilización de activos: no se modifica Código Civil sino que se regula un régimen especial para movilización de activos a través de la titularización

## Transferencia de propiedad

País		Tratamiento
Colombia	Art.15 ley 35 de 1993, Ley 546 de 1999, Ley 1328 de 2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cesión del crédito se perfecciona con la transferencia del título representativo de la obligación correspondiente y no producen efectos de novación.</li> <li>- La garantía hipotecaria se entiende cedida con la transferencia del título representativo de la obligación correspondiente sin necesidad de registro ni nota de cesión</li> <li>- Titularización leasing habitacional: transferencia de propiedad perfeccionada con la cesión del contrato de leasing habitacional. No requiere escritura pública ni registro de la transferencia. Escritura y registro se deben realizar cuando se ejerza la opción de compra por parte del locatario</li> </ul>
México	Art 2926 Código Civil Federal	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cesión del crédito se perfecciona con la transferencia del título representativo de la obligación correspondiente</li> <li>- Transferencia de la garantía hipotecaria se perfecciona con la cesión del crédito sin necesidad de notificar al deudor ni de registro</li> <li>- Regla especial para las instituciones del sistema bancario mexicano, actuando en nombre propio o como fiduciarias, las demás entidades financieras, y los institutos de seguridad social: cesión de créditos y de garantía hipotecaria, sin necesidad de notificación al deudor, de escritura pública, ni de inscripción en el Registro, siempre que el cedente mantenga la administración de los créditos.</li> </ul>

## Transferencia de propiedad

País		Tratamiento
Ecuador	Art. 1871 Código Civil L 107. 1998	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cuando se trata de procesos de titularización con el traspaso del derecho o crédito correspondiente se transfiere de pleno derecho y sin requisito o formalidad adicional, tanto el derecho o crédito como las garantías constituidas sobre tales créditos sin necesidad de notificación al deudor cedido</li> <li>- En caso de ser necesaria la ejecución de la garantía, el traspaso del crédito y de la garantía, deberá ser previamente inscrita en el registro correspondiente".</li> </ul>
Perú	Artículo 296 y 313 Ley de Mercado de Valores	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cesión de crédito hipotecario a favor de titularizadora no requiere notificación al deudor cedido siempre que el cedente se tenga la calidad de administrador de los créditos hipotecarios o se haya pactado que los créditos serán adquiridos nuevamente por éste</li> <li>- Dominio fiduciario: .../... en los casos de cesión de mutuos con garantía hipotecaria la transferencia fiduciaria se produce con la inscripción del acto constitutivo en el registro público</li> </ul>
Costa Rica	Ley 8507 de 2006	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cesión de créditos para titularización no requiere notificación siempre y cuando se haya incluido esa previsión en el contrato de crédito</li> <li>- Cuando se trate de titularización de bienes objeto de inscripción, se requiere la inscripción de tales bienes en el Registro Nacional señalando que son de la universalidad y son administrados por la sociedad titularizadora</li> </ul>

## Régimen de transferencia CH – Propuesta RD

Situación actual	Ajustes propuestos
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ No existe régimen especial de transferencia de créditos y garantías hipotecarias para movilización a través de titularizaciones hipotecarias.</li> <li>▪ Transferencia de un crédito y su garantía requiere la notificación al deudor el registro en la Oficina de Registro de Títulos (régimen general)</li> <li>▪ Trámite dispendioso de notificación al deudor</li> <li>▪ Participación de un funcionario (alguacil) para documentar la cesión.</li> <li>▪ Registro de la cesión de la hipoteca implica costos en tiempo y en dinero</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Régimen especial para transferencia de créditos y garantías hipotecarias en procesos de titularización a través de compañías titularizadoras emisores especializados.</li> <li>▪ Define esquema especial de cesión de créditos y garantías para titularización hipotecaria</li> <li>▪ La cesión de crédito implica la cesión de la garantía sin necesidad de registro o inscripción alguno.</li> <li>▪ No hay novación de la obligación y se mantiene preferencia inicial en cabeza de la titularizadora</li> <li>▪ Se elimina requisito de notificación al deudor como condición de oponibilidad al deudor</li> <li>▪ <b>Se sustituye requisito de notificación por requisito de inscripción de la cesión en el Registro del Mercado de Valores y Productos de la SV</b></li> </ul>
<b>Problemática</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La propuesta de ley es un avance muy importante para la mecánica de los procesos de titularización hipotecaria: facilita movilización en frente de esquemas de movilización masiva de créditos y sus garantías</li> <li>▪ Sin embargo el esquema de registro en el RMPV es dispendioso y con condiciones que pueden afectar reserva bancaria: detalle de identificación de deudores, identificación tributaria, monto del crédito, etc.</li> <li>▪ Esta información además es reservada por los bancos en sus estrategias comerciales</li> <li>▪ No se ve utilidad práctica de cara al deudor. En la práctica los deudores cedidos no se enteran del proceso de movilización porque las condiciones del crédito nunca cambian por razón de la titularización</li> </ul>	

# Cesión garantías hipotecarias abiertas – Problemática

## 1. Situación actual

- Hipotecas abiertas sin límite de cuantía para respaldar obligaciones presentes y futuras del deudor
- La cesión de créditos hipotecarios para titularización implica la cesión de la garantía hipotecaria en primer grado
- Desde la perspectiva de los principios de titularización (true sale) y los normas internacionales de contabilidad (registro de operaciones fuera de balance) el originador ni puede mantener riesgos ni beneficios de los créditos ni sus garantías: regla general de imposibilidad hipoteca compartida con la titularizadora

## 2. Efecto práctico

- Imposibilidad del deudor para respaldar nuevas obligaciones con su hipoteca inicial: alternativa hipoteca en segundo grado. Mayores costos para el deudor
- El banco originador pierde garantía hipotecaria para respaldar obligaciones distintas a la obligación hipotecaria cedida y queda descubierto
- Desincentivo para titularizar

## Garantías hipotecarias en titularización

Alternativa Colombia PL 288-2010	Caso Perú
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Esquema de garantía con grado o prelación posterior al primer grado que no implique costos por nueva escritura pública ni por nuevo registro en Instrumentos Públicos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- No hay regulación expresa de garantías sábana (abiertas para respaldar obligaciones presentes y futuras del originador adicionales a las del crédito hipotecario)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sociedad Titularizadora o Fiduciaria mantienen el primer grado por ministerio de la ley</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se interpreta la posibilidad de ceder hipoteca sábana en relación con crédito hipotecario pero manteniendo la hipoteca con relación a las obligaciones presentes y futuras no hipotecarias</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cedente - originador adquiere automáticamente la condición de acreedor hipotecario</li> <li>- Prolación grado subsiguiente al último gravamen de hipoteca registrado a la fecha de la presentación de la solicitud al notario público para expedir escritura pública con constancia de prestar mérito ejecutivo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las partes en la cesión acuerdan subordinar el pago de las obligaciones del originador al pago del crédito hipotecario titularizado</li> <li>- El originador puede iniciar la ejecución de su crédito no hipotecario y se obliga a pagar a la Titularizadora la parte que corresponda al crédito hipotecario</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Copia de escritura pública de hipoteca inicial que preste mérito ejecutivo para el originador para el cobro de obligaciones distintas a las titularizadas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Esquema que va en contra del True Sale</li> <li>- Riesgo de contraparte con el originador</li> <li>- Incertidumbre sobre duración de créditos hipotecarios por razón de la ejecución que inicie el originador</li> </ul>

## Régimen tributario SPV - Titularización

### - **SPV como vehículo fiduciario tradicional:**

- Principio de transparencia fiscal
- No se mira la fiduciario ni se considera el objeto del SPV sino que se grava a quien se beneficia del fideicomiso

### - **Naturaleza tributaria del SPV para titularización:** Principio de neutralidad

- Es un vehículo exclusivo para movilización de activos y de flujos
- Por definición no es un vehículo de generación de riqueza en si mismo (movilización)
- La renta debe gravarse en donde se genera:
  - ✓ Originador por venta de activos subyacentes
  - ✓ Inversionistas por rendimientos financieros de títulos
  - ✓ Titulares de derechos residuales en titularización
- La estructura de titularización no debe generar arbitrajes tributarios por razón del vehículo
  - ✓ SPV para titularización no puede ser afectado por cargas tributarias que afectan su objeto: generar fondeo en mercado de capitales: desventaja en frente de intermediación financiera
  - ✓ No se puede afectar su estructura de costos con cargas tributarias que por su naturaleza no puede descontar: Impuesto al valor agregado



## Régimen tributario SPV - Titularización

### - **Aplicación práctica:**

- SPV para titularización no tiene patrimonio ni P&G para distribuir: Flujo de caja
- SPV no debe ser sujeto pasivo de obligaciones tributarias
- Obligaciones formales tributarias se cumplen por conducto del agente de manejo o administrador del SPV

### - **Problemática**

- Se aplican reglas fiscales propias de SPV fiduciario: si no se identifica el beneficiario se grava en el SPV:
  - Perú (Ley Impuesto Renta), Colombia (art. 102 Estatuto Tributario)
- Aplicación de principio de causación en la determinación de rentas gravables: contrario al hecho económico de la titularización: flujo de caja
- Se le considera sujeto pasivo tributario
  - Ecuador: SPV tributa sobre sus ingresos de acuerdo a la naturaleza y régimen tributario de sus rentas (art. 159 literal b. Ley de Mercado de Valores)

## Esquemas de neutralidad tributaria SPV

País	Tributo	Alcance
Colombia	IVA	Exclusión del IVA sobre comisiones por servicios prestados para el desarrollo de procesos de titularización
Chile	IVA	Exención de IVA comisión administración y custodia de bienes de patrimonios separados pagados por securitizadora
Argentina	IVA	Operaciones relativas a la emisión, colocación, transferencia, amortización, intereses en relación con títulos valores emitidos en titularización de activos
Colombia	GMF	Exención GMF por transferencias de recursos en titularización hipotecaria

## Tributación SPV- Propuesta RD

Actualidad	Ajustes propuestos
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ No existe regulación específica aplicable a la tributación de los Patrimonios Separados.</li><li>▪ Se considera que se debería dar aplicación a las reglas generales de tributación de personas jurídicas (numeral g. del artículo 297 del Código Tributario)</li><li>▪ Implicaciones:<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Número de identificación tributaria,</li><li>▪ Sujeto a impuesto de renta sobre la cuenta de excedentes</li><li>▪ Debería pagar el impuesto selectivo del consumo (o su equivalente en impuesto al valor agregado)</li><li>▪ Sujeto al impuesto a pagos efectuados mediante cheques y transferencias (1.5 por mil del valor del pago).</li></ul></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Regulación especial del régimen tributario de los Patrimonios Separados</li><li>▪ Se refleja principio de neutralidad de patrimonios separados</li><li>▪ Se precisa expresamente que el Patrimonio Separado no es sujeto pasivo tributario</li><li>▪ No está sujeto a ninguna clase de impuestos derivado o relacionado con el proceso de titularización que le da origen ni de los servicios que se contraten para su desarrollo: No renta, IVA ni impuesto de pagos</li><li>▪ Obligaciones tributarias formales del patrimonio separado en cabeza de la sociedad titularizadora</li><li>▪ Se asigna número de identificación tributaria a los patrimonios separados</li><li>▪ La propuesta refleja un importante avance en el proceso de estructuración regulatoria de la titularización hipotecaria</li></ul>

# Régimen de autorización y oferta pública titularización

1. Regla general de autorización de oferta pública: autorización previa por parte de la Superintendencia de Valores
2. Regla especial para titularización: Autorización automática de oferta pública
  - Procedimiento aplicable exclusivamente a emisores profesionales de valores (sociedades tituladoras)
  - Instrumento que permite profundización del mercado de capitales: emisiones permanentes y continuas respaldados en cartera hipotecaria en condiciones homogéneas y sistemáticas.
  - Permite formación de curvas de precios de una clase de títulos particular: requiere emisiones periódicas y permanentes en el mercado de manera que se genere el volumen requerido.
  - Se afecta inmediatez y oportunidades de liquidez del mercado: No se puede definir estructura de titularización si condiciones de mercado cambian (volatilidad)
  - Supone la existencia de reglas específicas para acceder: (i) condiciones específicas de reglamentos y prospectos, (ii) mecanismos de revelación de información de la emisión (web) y (iii) reglas de capital mínimo. supervisor tiene la facultad de revisar el cumplimiento de condiciones definidas para utilizar el régimen.
  - Si el emisor no cumple reglas se suspende el régimen de autorización automática y se debe sujetar al régimen previo. Sanción de gran impacto en términos de credibilidad de mercado: zanahoria y garrote!

## Colombia: Régimen de autorización y oferta pública titularización

País	Norma	Descripción
Colombia	Artículo 5.2.2.1.10 Dto. 2555 de 2010	Régimen de automático de autorización de oferta pública e inscripción en el RNVE aplicable a títulos hipotecarios emitidos por sociedades titularizadoras
Panamá	Decreto I de 1999 Ley de Mercado de Valores Panamá	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Régimen de autorización previa de oferta pública</li> <li>- Régimen de ofertas exentas de autorización previa: aquellas que la Comisión Nacional de Valores exceptúe expresamente del procedimiento de registro</li> </ul>
Brasil	Instrução CVM 429 de 2006 – Registro automático de ofertas públicas de distribución de valores mobiliarios	Permite el registro automático de Certificados de Recebíveis Imobiliários siempre que no estén dirigidas a más de 20 inversionistas. El registro automático surte efectos dentro de los 5 días siguientes a la disponibilidad del prospecto definitivo para los inversionistas
Perú	Res. 079 de 2008 Conasev	Reglamento de Oferta Pública Primaria dirigida exclusivamente a Inversionistas Acreditados (ROPPIA). Es un régimen de autorización automática para Ofertas Públicas a Inversionistas acreditados (inversionistas institucionales entre otras)

## Régimen autorización previa – Propuesta RD

Actualidad	Ajustes propuestos
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Régimen autorización previa para emisión de títulos y autorización de ofertas públicas.</li><li>▪ Esquema actual afecta la inmediatez para hacer presencia en el mercado en volatilidad (demora 2 a 3 meses) Ventanas de oportunidad</li><li>▪ Imposibilita estructurar emisiones con créditos si las condiciones de tasa de mercado no se definen sino con posterioridad a la autorización previa</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Define concepto de emisor especializado para titularización hipotecaria</li><li>▪ Mantiene requisito de autorización previa a sociedades titularizadoras en su condición emisores profesionales de valores.</li><li>▪ Define régimen de autorización abreviado en términos de plazos para SV para aprobar o improbar (15 días)</li><li>▪ Silencio administrativo positivo en caso de no pronunciarse en el plazo</li><li>▪ Propuesta de transición pero en la medida en que se fundamenta en una reducción de plazos en cabeza de la SV no soluciona el problema de fondo</li><li>▪ En la práctica los plazos se pueden extender vía requerimiento de información</li></ul>

## Autorización previa inversiones AFP- Títulos hipotecarios

- Las AFP son los inversionistas naturales en titularización hipotecaria:
  - Inversionista de largo plazo que requiere títulos que le permitan calzar duración
  - Movilización de recursos de ahorro de largo plazo a la financiación de vivienda de largo plazo
- Esquemas de autorización de inversión de inversiones de AFP
  - Dependiendo del esquema definido para el funcionamiento de fondos de pensiones
  - Regla general se define un marco general de inversiones autorizadas y se determinan límites particulares de inversión de los recursos del fondo de pensiones en inversiones (títulos) en particular: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile
  - La autorización general y condiciones de inversión están definidas en la norma particular para ser aplicadas por la AFP de acuerdo a su régimen de administración y responsabilidad
  - No hay intervención particular del Gobierno Nacional en la autorización de inversiones de AFP en títulos cada vez que se vaya a hacer una emisión al mercado

## Autorización previa inversiones AFP- Títulos hipotecarios

Colombia			
<p>Régimen inversiones admisibles AFP, Aseguradores, Fondos de Cesantías</p>	<p>Bonos y títulos hipotecarios, Ley 546 de 1999, y otros títulos de contenido crediticio derivados de procesos de titularización de cartera hipotecaria</p>	<p>Requisitos particulares:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Emitidos por entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera</li> <li>- Tengan calificación grado de inversión</li> </ul>	<p>Límites globales máximos y límites mínimos por tipo de Fondo</p>

Fondo Conservador	Fondo Moderado	Fondo Mayor Riesgo
15% sobre valor del fondo	15% sobre valor del fondo	15% sobre valor del fondo



## Autorización previa inversiones AFP- Propuesta RD

Actualidad	Ajustes propuestos
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ No se incluye expresamente la referencia a valores derivados de titularización hipotecaria dentro de la regla general de instrumentos financieros en los cuales las AFP pueden invertir (art. 97 LSS)</li> <li>▪ Inversión de las AFP en títulos específicos emitidos en procesos de oferta pública de valores, sujeta a trámite de aprobación ante los órganos de supervigilancia del sistema de seguridad social.</li> <li>▪ Trámite adicional para la emisión y colocación de títulos, en adición al régimen de autorización previa con 2 instancias de aprobación:</li> </ul> <p><b>Primera instancia:</b> Comisión de Seguridad Social, aprueba de manera general tipo de inversiones en las que pueden participar las AFP.</p> <p><b>Segunda instancia:</b> Comisión Clasificadora de Riesgo autoriza inversión en una emisión en particular</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Se adiciona art. 97 incluyendo dentro de los instrumentos financieros autorizados a los valores derivados de titularización hipotecaria</li> <li>▪ La adición del artículo 7 elimina el trámite adicional de primera instancia ante CSS para aprobación general de inversión de AFP en valores derivados de titularización hipotecaria</li> <li>▪ <b>Se mantiene régimen actual de autorización previa</b> por parte de la Comisión Clasificadora de Riesgo, de las inversiones que pueden hacer las AFP <b>en títulos específicos</b> emitidos en procesos de oferta pública de valores (aplicable a titularización de cartera hipotecaria)</li> <li>▪ <b>La exigencia de aprobación por parte de la Comisión Clasificadora de Riesgo afecta de manera directa la inmediatez requerida para la colocación de titularizaciones en el mercado de capitales.</b></li> <li>▪ <b>Comisión Clasificadora de Riesgo, puede no aprobar inversión en una emisión, a pesar de la aprobación de la sociedad calificadora de valores, afectando la transparencia y credibilidad del mercado de valores</b></li> </ul>

## Autorización previa para venta de cartera para titularización

- En algunas jurisdicciones se regula la autorización previa por parte de la Superintendencia Financiera para que las entidades originadoras puedan vender cartera para titularización:
  - Perú: se requiere autorización previa de la Superintendencia de Bancos para transferir activos cuando existe relación de vinculación entre el originador y la titularizadora
- Sin embargo el esquema de autorización previa para venta de activos para titularización se puede convertir en una limitación para poder estar en el mercado de manera permanente y oportuna
- Se debe poder titularizar la cartera transferida, en el momento en que las condiciones del mercado de capitales sean las mas favorables para este tipo de operación: ventana de oportunidad
  - Colombia: No se requiere autorización previa solo reporte de información a la Superintendencia Financiera
  - Otras jurisdicciones: Similar

## Autorización previa para venta de cartera- Propuesta RD

Actualidad	Ajustes propuestos
<p>▪ Requerimiento de autorización previa para bancos múltiples y bancos de ahorro y crédito para vender cartera cuyo valor de sea superior al 10% de capital pagado de la entidad</p> <p>Regulación actual limita la inmediatez que se requiere para la titularización, especialmente cuando se busca proveer liquidez a las entidades financieras para continuar desarrollando su operación</p>	<p>No se requiere autorización previa de Superintendencia de Bancos para que entidades de intermediación financiera participen en procesos de titularización, sea como originadores o administradores de carteras de crédito siempre que:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sean realizadas por titularizadoras que tengan la condición de emisores especializados</li> <li>- En el caso de venta de cartera esta no supere el 20% del patrimonio técnico de la entidad</li> <li>- Requisito de información posterior a la SB</li> </ul> <p>Propuesta de ley permite que los procesos de venta y administración de cartera para titularización sean mas eficientes</p>

1. Concepto titularización

2. Esquemas de titularización en Latam – Especialización/SPV

3. Impacto económico titularización hipotecaria

4. Incentivos tributarios titularización hipotecaria

5. Titularización hipotecaria: Principales aspectos regulatorios

6. Crisis subprime: Respuestas en Latam

## Crisis financiera – Papel de la titularización

- Deudores especulativos obtuvieron créditos fundamentados en expectativas de valorización de inmueble
- Falta de estándares para controlar la originación de cartera
- Incentivos contrarios a los intereses de la titularización
- Falta de transparencia
- Exceso de confianza en las calificaciones (fallidas)
- Titularización fue usada como mecanismo de dispersión del riesgo
- Esquema de originación-distribución
- Dispersión del riesgo de crédito a través de titularización resultó en un incentivo perverso: reducción de incentivos al monitoreo de la cartera titularizada
- Arbitraje regulatorio
- Complejidad, sin estandarización.

# Pilares titularización hipotecaria: antídoto contra la crisis

## a) Calidad en la originación CH:

- Altos estándares de originación: No “Ninjas”
  - Originadores certificados
  - LTV: máximo 80% (55% promedio)
  - Deuda/ingreso: máximo 30%
- Nivel promedio de precios de vivienda: “No Burbuja”
- Créditos a tasa fija: No tasa ajustable “ARM”
- Crecimiento crédito hipotecario: en niveles adecuados (cantidad y tasas)
- Estructura administración créditos hipotecarios: administradores certificados e incentivos “servicing incentive”

## b) Estructura RMBS:

- Simple y transparente: “Mantenerse en lo básico”
- Estrictos criterios de selección de créditos hipotecarios
- Primera pérdida originadores: “skin on the game”
  - Residuales y subordinados
  - Incentivo mejores estándares de originación
- Mecanismos de cobertura estándar: “no monoliners”
- Criterios de calificación de riesgo: “plain vanilla”

## c) Información inversionistas:

- Revelación de información
- RMBS herramientas de valoración: Escenarios de pérdida y prepago
- Información contable: Suficiencia del flujo de caja

## Recomendaciones del Grupo de los Veinte (G20)

- Reuniones del 15 de nov/2008, 2 de abril/2009 y septiembre 24 /2009 Junio de 2010
- Políticas de reforma de los Mercados Financieros por la crisis:
  - Promover la integridad en los mercados financieros.
  - Refuerzo de la Cooperación Internacional.
  - Reforma de Instituciones Financieras Internacionales.
  - Parámetros de regulación estandarizados.
  - Control de Paraísos Fiscales y jurisdicciones no cooperativas.
  - Control de las Calificadoras de Crédito.
  - **Refuerzo de la contabilidad y transparencia (estandarización)**
  - **Mejorar las normas de supervisión y vigilancia de productos y mercados financieros no regulados. (Titularizaciones y CDS)**

## Colombia: Régimen Contable Titularización Cartera - Síntesis

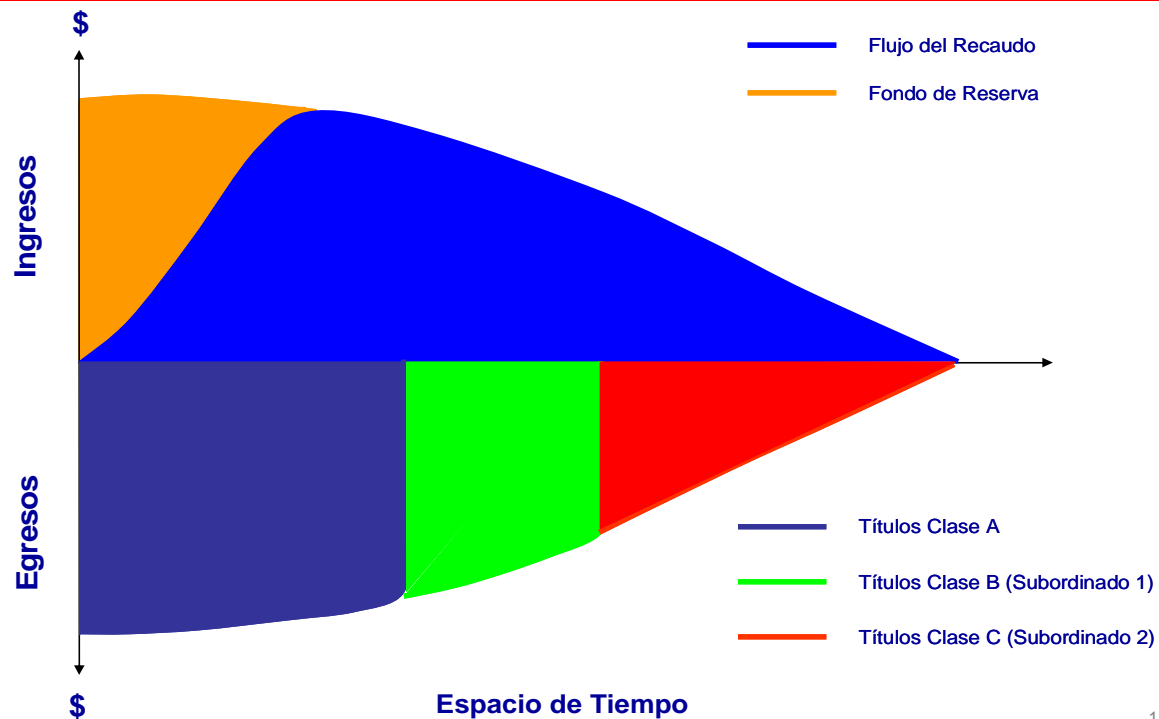
- Lineamientos de estándares internacionales FASB 140 /Revised IAS 39/ CaG 12 (Canadá) pero a la «colombiana»
- Aplicable exclusivamente a titularización de cartera de créditos (transición)
- Reconocimiento contable del hecho económico en titularización: Flujo de caja
- Definición de condiciones de procedencia de registro de transferencia de activos en titularización (venta en firme)
- Condiciones de procedencia para registro de utilidades /pérdidas en transferencia (venta) de activos para titularización
- Reconocimiento de títulos subordinados como inversiones valorables
- Reconocimiento de derechos residuales como inversiones valorables de acuerdo a reglas de valoración, modelos internos u otros mecanismos aplicables



## Estructura nueva regulación CE 047 de 2008

### Revelación del riesgo de pérdida o deterioro del flujo de caja del Activo Subyacente:

- Saldo positivo cuenta Déficit/Derechos Residuales: Existencia de Derecho Residual en cabeza del titular (beneficiario)
- Saldo negativo cuenta Déficit/Derechos Residuales: Déficit para el pago de pasivos definidos en la titularización a cargo del VPE



Esquema permite validación de información de calificadoras (una de las causas de la crisis subprime)

Emisión	Calificación Actual				Valoración Contable* Millones
	A	B	MZ		
Pesos E1	AAA	A+	BBB+	D&F	5.687
Pesos E2	AAA	A+	BBB+	D&F	6.935
Pesos E3	AAA	BBB-		D&F	301
Pesos E4	AAA	BBB		D&F	(529)
Pesos E5	AAA	A+	BB	BRC	744
Pesos E6	AAA	BBB+	BBB-	D&F	750
Pesos E7	AAA	A+	BBB-	BRC	2.018
Pesos E8	AAA	BBB+		D&F	4.154
Pesos E9	AAA	AA-	BBB	BRC	5.388
Pesos E10	AAA	A	BBB+	D&F	16.096

TC: Información de referencia para propósitos de ilustración exclusivamente (corte mayo 2009)

1. La titularización hipotecaria ha demostrado ser el mecanismo fundamental para el desarrollo de los sistemas de financiamiento de vivienda de largo plazo a partir de la canalización del ahorro por la vía del mercado de capitales: mas recursos disponibles para vivienda con menores tasas de interés
2. La estructura de la titularización ha permitido diversificar en el mercado de capitales los riesgos inherentes al sistema de crédito de vivienda: sistemas financieros mas robustos, mejores niveles de solvencia patrimonial y menor riesgo de crisis sistémicas
3. La titularización hipotecaria se ha desarrollado con mayor profundidad en Latino América en aquellos países en donde se ha reconocido regulatoriamente la importancia del esquema de titularización con entidades especializadas eliminando barreras normativas mediante normas especializadas que reconocen la necesidad de aprovechar las ventanas de oportunidad del mercado de capitales, especialmente en procesos masivos de movilización de activos vía mercado de capitales
4. Los sistemas regulatorios de titularización no se deben trasplantar en cada jurisdicción. Lo que se debe hacer es ajustar los sistemas bajo la consideración de que se requieren normas especiales de titularización que permitan el resultado macroeconómico de la titularización hipotecaria

5. En Latino América en general no hubo crisis subprime porque en las jurisdicciones con mayor desarrollo en titularización los pilares de regulación del mercado hipotecario y de valores eran sólidos, y desde el principio daban respuesta a la problemática del mercado hipotecario y de valores americano que derivó en la crisis subprime.
6. El proyecto de ley para el desarrollo del mercado hipotecario en RD representa un importante avance en la concepción del régimen regulatorio de la titularización hipotecaria como herramienta de financiamiento de largo plazo
7. Si embargo temas tales como el régimen de aprobación previa de inversiones de las AFP en valores derivados de titularización hipotecaria pueden afectar de manera directa el cumplimiento del objetivo de desarrollar el mercado hipotecario y de capitales en la República Dominicana



**Titularizadora  
Colombiana**

[www.titularizadora.com](http://www.titularizadora.com)