

LOS FONDOS DE PENSIONES

Fuente de Financiamiento
para la Vivienda



CRÉDITOS

Superintendencia de Pensiones

Los Fondos de Pensiones

Fuente de financiamiento para la vivienda

Superintendencia de Pensiones

Av. México No. 30. Gazcue.

Santo Domingo, República Dominicana

Correo electrónico: info@sipen.gov.do

Tel. 809-688-0018 / Fax. 809-688-1500

Web: www.sipen.gov.do

Dirección

Persia Alvarez de Hernández, Superintendente

Coordinación de la publicación

Iván Cordero Mueses

Coordinación técnica

Riccio Hermida Schiffino

Diseño y Diagramación

LP Agencia Creativa, Cynthia Matos

Corrección de estilo

Milagros Germán R.

Impresión

Editora Corripio, C. por A.

Primera edición.

Santo Domingo, República Dominicana,

Agosto 2006



PRÓLOGO

Las reformas previsionales de capitalización individual iniciadas en América Latina y en inminente proceso de exportación hacia los países industrializados, han supuesto una mejora de la calidad de vida de las personas a través del otorgamiento de mejores pensiones para los afiliados y sus beneficiarios, y a su vez han generado una serie de efectos colaterales que inciden de manera significativa en el desarrollo nacional.

La importante acumulación de ahorro interno posibilita una demanda de instrumentos financieros con vocación de ser adquiridos por los Fondos de Pensiones y que, canalizados a los sectores productivos que como la vivienda tienen un mayor impacto en el desarrollo, constituyen la mejor opción para la creación de empleos, la redistribución del ingreso y, como consecuencia directa, la disminución de la pobreza, cónsonos con la orientación global hacia la mejora en los indicadores de desarrollo humano y el cumplimiento de los objetivos del milenio.

La Superintendencia de Pensiones, consciente de la importancia de promover la diversificación de las inversiones de los Fondos de Pensiones, que redundará en mejores retornos con riesgo controlado para dichos fondos, realizó los estudios Diagnóstico sobre el Mercado de Financiamiento Hipotecario y las Condiciones de Emisión de Letras Hipotecarias en la República Dominicana y Desarrollo de las Letras Hipotecarias en la República Dominicana, desarrollados por los consultores chilenos



Gonzalo Sanhueza y Roberto Zahler, quienes fueron contratados a tal efecto por la SIPEN, mediante el financiamiento del Banco Interamericano de Desarrollo, BID, a través del Programa de Apoyo a la Reforma Pensional.

El objetivo de realizar estos informes fue la necesidad de contar con un diagnóstico sobre la regulación y las prácticas operativas del mercado de financiamiento hipotecario y las condiciones que existen actualmente en la República Dominicana, con la finalidad de desarrollar el financiamiento de adquisición de viviendas basado en la emisión de Letras Hipotecarias, de manera que estos instrumentos financieros constituyan alternativa de inversión para los fondos de pensiones, y contribuyan a la adecuada diversificación de los mismos. Del mismo modo, se persigue contar con un plan de acciones estratégicas y una propuesta de normativa para el desarrollo de las Letras Hipotecarias, a ser ejecutado por las distintas instancias del sector público y privado relacionado con este tema.

En adición, se presenta una propuesta de política habitacional nacional que esboza los lineamientos y principios fundamentales para su correcto diseño, alineada a las mejores prácticas y experiencias internacionales en la materia y orientada a coadyuvar a la reducción del déficit habitacional en República Dominicana.

En estos informes se describe y analiza el marco legal y las prácticas de negocios del mercado de financiamiento hipotecario internacionalmente y en nuestro país, evaluando las condiciones para la emisión de Letras Hipotecarias, como mecanismo de fondeo para el otorgamiento de préstamos hipotecarios y alternativa de inversión para los fondos de pensiones. Para estos fines, se evalúa el sistema de intermediación financiera como emisores potenciales de Letras Hipotecarias; al Sistema de Pensiones en su rol de generar un significativo y creciente ahorro interno de largo plazo y al Mercado de Capitales, como la estructura mediante la cual se conecta a los emisores potenciales y a los inversionistas institucionales.

El objetivo final es lograr canalizar una proporción del ahorro acumulado en los fondos de pensiones hacia el financiamiento



de la demanda de viviendas en una primera etapa, asegurando un adecuado retorno y minimizando los riesgos para los fondos de pensiones, a la vez que se estimula el crecimiento del sector de la construcción, la generación de empleo y la mejora de las condiciones de acceso al financiamiento de la vivienda a la población dominicana. Ello así, sin perder de vista avanzar hacia la canalización de dichos recursos a los sectores productivos prioritarios conforme lo establezca un “plan país”.

Esta cuarta entrega de la Serie de Publicaciones de la Superintendencia constituye otra contribución del organismo a la cultura previsional en el país, promoviendo así el desarrollo sostenido del Sistema Dominicano de Pensiones, en aras de alcanzar su objetivo esencial de que los trabajadores reciban pensiones dignas, a la vez de maximizar el aprovechamiento de sus externalidades positivas tendentes a promover ahorro e inversión a largo plazo, que se traduzca en un crecimiento sostenido de la economía.

Persia Alvarez de Hernández
Superintendente de Pensiones



CONTENIDO

GLOSARIO	2
RESUMEN EJECUTIVO	2
INTRODUCCIÓN	2
1 REVISIÓN EXPERIENCIA INTERNACIONAL Y MEJORES PRÁCTICAS EN FINANCIAMIENTO HIPOTECARIO	2
1.1 Tamaño de los Mercados	2
1.2 Organización de la Industria	2
1.3 Productos	2
1.4 Financiamiento	2
1.5 Mercado Hipotecario en Chile	2
a) Letras Hipotecarias (LH)	2
b) Mutuos Hipotecarios	2
c) Rol de los inversionistas institucionales	2
1.6 Reformas de Pensiones e Inversiones Hipotecarias	2
2 EVALUACIÓN DEL MARCO LEGAL Y LAS PRÁCTICAS DE NEGOCIOS EN RD	2
2.1 Organización del mercado hipotecario en RD	2
a) Tamaño	2
b) Organización de la Industria	2
c) Productos	2



d) Financiamiento	2
e) Rol de los fondos de pensiones	2
2.2 Marco Legal	2
a) Reguladores y Facultades	2
b) Supervisores y Facultades	2
c) Regulación	2
d) Regulación Bancos Múltiples, de Ahorro y Créditos y de las Corporaciones de Crédito	2
e) Regulación de las AAP y Entidades Públicas de Intermediación Financiera	2
2.3 Evaluación del Marco Legal	2
2.4 Evaluación de las Prácticas de Negocios	2
2.5 Evaluación de Algunos Elementos Institucionales	2

3 RECOMENDACIONES PARA EL DESARROLLO DE LAS LH EN RD

Anexo 1: Estructura del Mercado Hipotecario Europeo	2
Anexo 2: Seguros Hipotecarios	2
Anexo 3: Regulación de las Inversiones Hipotecarias de las AFP en Latinoamérica	2
Anexo 4: Titularización	2
Anexo 5: Seguros de Títulos	2
Anexo 6: Seguros de Compra en Plano	2



INTRODUCCIÓN	2
--------------	---

1 PLAN DE ACCIONES ESTRATÉGICAS **2**

1.1 Plan de Acción del Mercado de LH	2
a) Definiciones Básicas	2
b) Financiamiento con Letras Hipotecarias	2
1.2 Plan de Acción para la Inversión de los FP en LH	2
a) Certeza Jurídica	2
b) Encaje y LH	2
c) Tasa de Interés de Referencia	2
d) Indización de la deuda hipotecaria	2
e) Seguro de Fomento de Hipotecas (FHA)	2
f) Seguro de Crédito Hipotecario, de Títulos y “Compra en Plano”	2
g) Límites por Instrumento	2
h) Límites por Emisor	2
i) Clasificación de Riesgo	2

2 PROPUESTAS DE NORMATIVA Y DISEÑO DE ESTRUCTURA E INCENTIVOS **2**

2.1 Principios fundamentales	2
2.2 Aspectos Regulatorios	2
a) Activos	2



b) Financiamiento	2
c) Liquidación	2
d) Inversionistas Institucionales	2
e) Registro y de la Transacción en el Mercado de Valores	2
2.3 Estructura del Marco Regulatorio	2
a) Regulación Monetaria y Financiera	2
b) Propuesta del Marco Regulatorio de las LH	2
c) Regulación de los Fondos de Pensiones	2
d) Regulación del Mercado de Valores	2
2.4 Propuesta de Normativa	2
a) Modificaciones a la LMF	2
b) Reglamento de los Préstamos Hipotecarios con Letras Hipotecarias	2

3 POLÍTICA HABITACIONAL EN REPÚBLICA DOMINICANA **2**

3.1 Lineamientos para una Política Habitacional Dominicana	2
3.2 Rol de los Fondos de Pensiones en el Financiamiento de la Vivienda	2
3.3 ¿Cómo se organizan los Mercados Hipotecarios?	2
Anexo 1: Encaje y Letras Hipotecarias	2
Anexo 2: Tasa de Interés de Referencia	2

¹ *Consultor Internacional y Socio de Zahler & Co, gsanhueza@zahlerco.cl*



GLOSARIO

- Administradoras de fondos de pensiones (AFP)
- Administradoras de Mutuos o Mutuarias (AM)
- Asociaciones de ahorro y préstamos (AAP)
- Banco Central de la República Dominicana (BCRD)
- Bancos múltiples (BCO)
- Banco Nacional de la Vivienda (BNV)
- Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV)
- Compañías de Seguros (CS)
- Entidades Financieras Especializadas en el Crédito Hipotecario (EECH)
- European Mortgage Federation (EMF)
- Instituciones de Préstamos Hipotecarios (IPH)
- Junta Monetaria (JM)
- Letras Hipotecarias (LH)
- Ley Monetaria y Financiera (LMF)
- Loan to value (LTV)
- Mortgage Backed Securities (MBS)
- Mortgage Insurance (MI)
- Producto Interno Bruto (PIB)
- República Dominicana (RD)
- Seguro de Fomento de Hipotecas Aseguradas (FHA)
- Superintendencia de Pensiones (SIPEN)
- Superintendencia de Bancos (SB)
- Superintendencia de Valores (SIV)
- Resumen Ejecutivo

RESUMEN EJECUTIVO

- En este Informe se describe y analiza el marco legal y las prácticas de negocios del mercado de financiamiento hipotecario en la República Dominicana (RD). El objetivo específico es evaluar las condiciones para la emisión de letras hipotecarias (LH) como mecanismo de fondeo para el otorgamiento de préstamos hipotecarios y a la vez que éstas puedan formar parte de la cartera de activos de los fondos de pensiones.
- El mercado hipotecario de República Dominicana es relativamente pequeño. En efecto, a abril de 2005 el stock de créditos hipotecarios era de RD\$ 25.175 millones, equivalente a 3 % PIB. La industria está dominada por las AAP. A abril de 2005 las AAP otorgan el 72% del monto total de préstamos hipotecarios, los bancos el 26,8%, el BNV el 0,7%, las financieras el 0,5% y el INVI una participación aún menor.
- Los préstamos hipotecarios son a plazos entre 5 años y 30 años, con la mayoría en torno a 15 años plazo. Los créditos se pagan en cuotas mensuales en moneda local. La tasa de interés se fija normalmente por los primeros 6 meses y luego el banco puede ajustar esa tasa a discreción, en función de si la “tasa de interés de mercado” sube o baja.
- Las AAP financian el 79% de sus préstamos preferentemente con valores en circulación (depósitos a plazo y certificados financieros). En cambio los bancos financian el 60% de sus préstamos principalmente con depósitos. Sin embargo, en

RD no existe información de la estructura de financiamiento de préstamos hipotecarios en forma separada del resto de la cartera, ya que no existen instrumentos financieros asociados a una cartera hipotecaria. Es decir, no existen bonos ni LH, ni tampoco titularización de carteras hipotecarias.

- En RD existen siete AFP. Las 4 más grandes, que son Popular, BBVA-Crecer, Siembra y Reservas, comprenden el 95% del sistema. A junio de 2005 las AFP administraban fondos de pensiones de capitalización individual por RD\$ 9.317 millones. Éstas mantienen 1,3 millones de afiliados y 721 mil cotizantes. Los fondos de pensiones no pueden financiar préstamos hipotecarios debido a que no hay instrumentos financieros que tengan riesgo hipotecario. Sólo lo hacen muy indirectamente, a través de financiar a los bancos.
- El mecanismo de financiamiento a través de LH consiste en la emisión de un instrumento financiero emitido al portador, que se rescata con el pago de cupones periódicos (generalmente trimestrales), y que comprende cuotas iguales, que incluyen tanto la amortización como los intereses.
- El monto de las LH en circulación, emitidas por una institución financiera, debe mantener un equilibrio permanente con el saldo de préstamos hipotecarios otorgados mediante LH. Asimismo, la tasa de interés es libre, con la limitación que la del préstamo debe ser idéntica a la de las respectivas LH, sin considerar, para este efecto, la comisión del banco que queda a cargo del deudor hipotecario.
- Las LH que emiten los bancos y son compradas por los inversionistas están garantizadas por el banco que las emite. Es decir, si el deudor no paga su crédito hipotecario, el banco debe servir las LH que emitió. En caso de quiebra del banco, el liquidador forma un balance separado con los préstamos para la vivienda con LH (activos) y las LH emitidas (pasivos) y este balance se puede licitar entre otros bancos. El traspaso también incluye las hipotecas asociadas a esos préstamos.
- La revisión del marco legal en RD indica que existen las siguientes restricciones y limitaciones legales para el de-

sarrollo de las LH en este país: 1) no existe un marco legal que regule el que las entidades financieras concedan préstamos hipotecarios mediante la emisión de LH; 2) no existe una disposición de la LMF que establezca explícitamente que en caso de quiebra de la institución financiera, tanto los préstamos hipotecarios, con sus garantías reales, como las LH correspondientes, sean traspasadas a una entidad financiera solvente que siga administrando ese portafolio hipotecario y así no formen parte del resto de los activos a liquidar; 3) la regulación no obliga a la estandarización de los préstamos hipotecarios. Los bancos y AAP son libres para fijar las condiciones de los préstamos. Esto lleva a que las carteras de préstamos hipotecarios no sean homogéneas entre bancos ni a través del tiempo, lo que desincentiva a los inversionistas; 4) no existe un marco regulatorio que permita la indización a la inflación en los contratos financieros; 5) el encaje se aplica a todas las captaciones que realicen las entidades financieras y la tasa de encaje más el fondo de contingencia llega a 28% de las captaciones, lo que es una limitante para la emisión de LH y; 6) la inexistencia de un requerimiento legal a las entidades financieras de calificarse, ni siquiera un plan de adecuación que les otorgue un plazo prudente para que cumplan con su clasificación, es una limitante para el desarrollo y transparencia del sistema financiero de RD. Más aún, la falta de clasificación impide que la normativa de la Comisión Clasificadora de Riesgos y Límites de Fondos de Pensiones pueda discriminar por el riesgo de los instrumentos y/o emisores, no pudiendo incentivarse las inversiones en activos de menor riesgo.

- Con base en la revisión de la experiencia internacional y la evaluación legal, operativa e institucional del mercado de financiamiento hipotecario en RD se recomienda que se introduzcan reformas en las siguientes áreas:
 - 1) Creación de un marco legal que permita que las entidades financieras, bancos, y AAP concedan préstamos hipotecarios mediante la emisión de LH, por igual

monto que aquellos, y que el total de LH emitidas por el banco quede respaldado por los préstamos hipotecarios que les dieron origen. Específicamente, se requiere que en caso de liquidación de una entidad financiera que haya emitido LH, se separen tanto la cartera de créditos hipotecarios como el pasivo correspondiente a las LH, y se traspasen ambos a una entidad solvente. Esto significa establecer un orden de prelación de las LH en caso de liquidación de una institución que permita darle un tratamiento diferenciado y preferencial a las LH en ese evento.

- 2) Creación de una regulación que estandarice los préstamos hipotecarios y la emisión de las LH. La relación deuda garantía, valor del dividendo a ingreso, las tasas de interés de emisión, y sus eventuales reajustes, y el plazo de emisión de las LH, deben ser normados.
- 3) Evaluar la conveniencia de permitir la indización a la inflación en los contratos financieros, de crear una unidad de cuenta oficial e introducir los cambios regulatorios y tributarios que nivelen el campo de juego de los instrumentos financieros nominales y reales. Si bien la indización no es indispensable para el desarrollo de un mercado de capitales de largo plazo, se propone que en RD se la considere, ya que ciertamente contribuiría a facilitar dicho desarrollo en moneda local, lo que estimularía los FP y las compañías de seguros de vida. Más específicamente, se estimularía la indización de la deuda hipotecaria, permitiendo operar con tasas de interés “reales” fijas de largo plazo. Para esto no se requiere necesariamente la creación de una unidad de cuenta sino que los contratos pueden considerar el uso del índice de precios al consumidor o un promedio de inflaciones pasadas como cláusula de reajustabilidad.
- 4) Eliminar el requisito de encaje legal a las captaciones que realicen las entidades de intermediación financiera

a través de LH para el otorgamiento de préstamos hipotecarios.

- 5) Revisar el reglamento del FHA y la conveniencia de la obligatoriedad.
- 6) Requerir clasificación de riesgo de los bancos o establecer un plazo prudente para la adecuación en este sentido, para que puedan invertir las AFP. En subsidio, ver la posibilidad de clasificar sólo las emisiones de LH.
- 7) Regular el perfeccionamiento de la operación de desembolso del préstamo hipotecario financiado con LH, y su inscripción e hipoteca a favor del banco.
- 8) Facilitar que todas las entidades que originen préstamos hipotecarios tengan acceso a emitir LH.
- 9) Oficializar una tasa de interés de referencia que pueda ser usada en los contratos financieros.
- 10) Dar certeza jurídica sobre las leyes y regulaciones relacionadas con la emisión e inversión en LH.
- 11) Evaluar el desarrollo de los seguros de créditos hipotecarios de títulos y de compras en plano.
- 12) Por último, se ha planteado en RD la conveniencia de desarrollar la titularización de hipotecas como alternativa al desarrollo de las LH. Lo primero que habría que indicar es que ambas alternativas son mecanismos que permiten invertir a los fondos de pensiones en préstamos hipotecarios y que ambas han funcionado bien en los países que las han implementado. Sin embargo, en esta etapa de desarrollo del mercado de capitales y de la reforma al sistema de pensiones, es recomendable partir con las LH. Sus principales ventajas respecto a la titularización consisten en que son más simples, participan menos instituciones, lo que las hace menos costosas y riesgosas, y son de rápida implementación.





Diagnóstico sobre el Mercado
Financiamiento Hipotecario
y las Condiciones de Emisión de Letras Hipotecarias
en la República Dominicana

Informe preparado por Gonzalo Sanhueza¹
para la Superintendencia de Pensiones de República Dominicana

Noviembre, 2005

INTRODUCCIÓN

En este Informe se describen y analizan el marco legal y las prácticas de negocios del mercado de financiamiento hipotecario en la República Dominicana (RD). El objetivo específico es evaluar las condiciones para la emisión de LH como mecanismo de fondeo para el otorgamiento de préstamos hipotecarios y a la vez que éstas puedan formar parte de la cartera de activos de los fondos de pensiones. Para estos fines, se evalúa el sistema de intermediación financiera como emisores potenciales de LH; al Sistema de Pensiones en su rol de inversionistas institucionales y al Mercado de Capitales, como la estructura mediante la cual se conecta a los emisores potenciales y a los inversionistas institucionales. Así se busca identificar las eventuales restricciones para el financiamiento hipotecario.

Para la realización de este Informe se revisaron leyes, reglamentos e informes relacionados con el sector financiero, el sistema de pensiones y el sector vivienda. También se tuvo entrevistas con autoridades y ejecutivos de la Superintendencia de Pensiones (SIPEN), del Banco Central de la República Dominicana (BCRD), de la Superintendencia de Bancos (SB) y de Valores (SIV), y ejecutivos de las principales administradoras de fondos de pensiones (AFP), asociaciones de ahorros y préstamos (AAP), bancos múltiples (BCO), el Banco Nacional de la Vivienda (BNV) y compañías de seguros (CS).



El contenido del informe es el siguiente:

En el capítulo 1 se revisa la experiencia internacional y las mejores prácticas en los países que han reformado sus sistemas de pensiones, respecto de la organización del financiamiento hipotecario.

En el capítulo 2 se evalúa el marco legal y las prácticas de negocios del mercado financiero, de pensiones y de capitales de RD para implementar el mercado de LH y algunos aspectos específicos de carácter institucional.

En el capítulo 3 se identifican las principales restricciones y se hacen recomendaciones para el desarrollo de las LH en RD.

1

REVISIÓN EXPERIENCIA INTERNACIONAL Y MEJORES PRÁCTICAS EN FINANCIAMIENTO HIPOTECARIOS

1.1 Tamaño de los Mercados

El mercado hipotecario es grande en la mayor parte de los países. Sin embargo, dicho tamaño varía significativamente entre unos y otros países. En Latinoamérica en los últimos años el stock de deuda hipotecaria respecto al PIB fluctúa entre 15% y 3%. En cambio en Europa, a fines de los noventa, su importancia relativa fluctuaba entre cifras por debajo del 10% del PIB (en Italia, Grecia y Austria) y cifras que superan el 50% del PIB (en Dinamarca, Holanda, Reino Unido y Alemania), promediando 39% del PIB para toda la Unión Europea. Por su parte, en EE.UU. esta cifra llega a fines de los noventa a 55% del PIB, tal como se muestra en el siguiente Cuadro. En República Dominicana, a fines de 2004, el mercado hipotecario equivalía al 3% del PIB.²

Sin embargo, las tasas de crecimiento de este mercado son aún más impresionantes que su tamaño absoluto. De hecho, incluso en los países desarrollados la deuda hipo-

² La información sobre el stock de cartera hipotecaria proviene de la SB de RD (www.supbanco.gov.do/entidades/info_contable). A abril de 2005 esa cartera alcanzaba a RD\$ 25.175 millones. La información del PIB proviene del Informe del Fondo Monetario Internacional y alcanzaba, a RD\$ 859.028 millones en el 2005. La división de ambas cifras es 2,93%.

tecaria crece a tasas del orden de dos veces el crecimiento del PIB.

Esto es lo que hace que el mercado hipotecario sea un importante destino de inversión de los ahorros institucionales en los distintos países.

Stock de Deuda Hipotecaria a PIB fines de los noventa

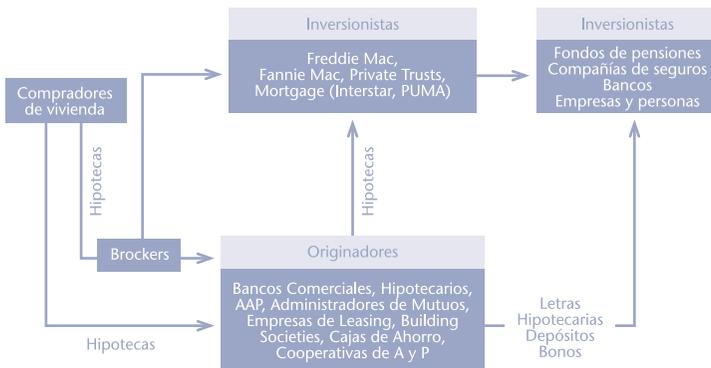
País	% del PIB	País	% del PIB
Estado Unidos	55	Colombia	12
Unión Europea	39	Chile (1)	11
Japón	35	Brasil	7
Corea	14	México	6
Israel	22	Argentina	4
Singapore	59	República Dominicana (1)	3
Hong Kong	39		

Nota: Diversos años entre 1998 y 2005. (1) Información a fines de 2004 o principios de 2005.

1.2 Organización de la Industria³

La organización de la industria difiere entre países, pero en general hay una tendencia a la siguiente estructura:

Organización del Mercado Hipotecario en el Mundo



El diagrama muestra que los originadores de los créditos hipotecarios son las instituciones de préstamos hipotecarios (IPH) y los “brokers”. Los brokers no toman posiciones, sólo contactan al cliente, y completan la carpeta del crédito con todos los antecedentes del deudor y de la propiedad de manera que la IPH puede hacer el análisis de crédito. El rol de los brokers es sólo de agente de venta, en cambio las IPH sí toman posición ya que le otorgan el crédito al deudor. Estas últimas se financian con depósitos, bonos, LH o titularizando las hipotecas.

Los distintos países tienen diferentes “intensidades” en su estructura de mercado hipotecario. En países europeos, como Alemania, España y Francia, y en Latinoamérica en Chile prevalece la originación directa de las IPH y el financiamiento mediante bonos o LH. Estos países tienen mercados hipotecarios “bundling”, debido a que las IPH realizan todas las funciones: originan, financian y dan el servicio de administración (cobranza y recaudación). En los países anglosajones como EE.UU., Reino Unido, Irlanda, Australia y Nueva Zelanda, en los últimos 10 años ha habido un importante desarrollo de “brokers”, bancos hipotecarios (mortgage banks) que se especializan en este tipo de financiamiento, y del mercado secundario de hipotecas, o “mortgage backed securities” (MBS). Estos son mercados “unbundling”, debido a que distintas instituciones se distribuyen las funciones y el riesgo.⁴

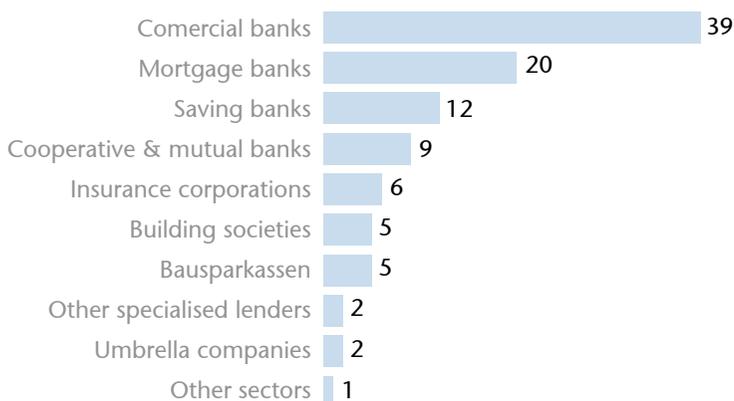
³ Ver Anexo 1 con resumen del funcionamiento de los mercados hipotecarios europeos.

⁴ Los “brokers” son las instituciones o personas encargadas de contactar a los clientes y reunir todos los antecedentes para que los bancos hipotecarios les otorguen créditos a los deudores. Los bancos hipotecarios (“mortgage banks”) son las instituciones que reciben de los “brokers” los antecedentes de los deudores y otorgan los créditos. Estas son las instituciones que financian los créditos y los acumulan en su balance. Luego los mortgage banks venden sus créditos a un patrimonio separado para que sean titularizados, estos bonos son conocidos como “mortgage backed securities” (MBS). También existen los intermediarios como Fannie Mae o Freddie Mac en EE.UU., que emiten bonos que tienen como respaldo la cartera hipotecaria que le compraron a los “mortgage banks”.

El siguiente Gráfico muestra que los préstamos hipotecarios en Europa⁵ son concedidos por una amplia gama de instituciones financieras. Estas van desde los bancos comerciales y de ahorro hasta instituciones especializadas en conceder este tipo de créditos (bancos hipotecarios, building societies, bauparkassen y otros prestamistas hipotecarios especializados).

Europa⁶: Préstamos Hipotecarios por Tipo de Originador (fines de los noventa)

Datos en porcentaje.



Fuente: European Mortgage Federation and National Sources.

En España, el mercado de hipotecas está dominado por las cajas de ahorro (55%) y los bancos comerciales (37%). Les siguen las cooperativas (6%) y las instituciones no-depositarias (2%), como las sociedades de crédito hipotecario, entidades de financiación y sociedades de leasing. En este país el concepto

⁵ Ver Anexo 1 con resumen de la Estructura del Mercado Hipotecario Europeo.

⁶ Incluye Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Holanda, Reino Unido, Francia, Italia, Grecia, Portugal, Irlanda, Luxemburgo, Finlandia, Suecia y Noruega.

de “brokers” no está muy desarrollado aún, por lo que la originación la hacen las mismas IPH.

Alemania tiene el segundo mercado de hipotecas más grande de Europa, después del Reino Unido. Este es un mercado muy competitivo, en que participan los bancos hipotecarios (20%), building societies (10%) y las instituciones de crédito, como son las cajas de ahorro, cooperativas, bancos comerciales y compañías de seguros. Los cuatro grandes bancos comerciales privados (Hypovereinsbank, Commerzbank, Dresdner Bank y Deutsche Bank) tenían el 26% del mercado hipotecario a fines de los noventa. Los bancos hipotecarios originan gran parte de sus hipotecas a través de “brokers”. Los bancos comerciales y cajas de ahorro utilizan fundamentalmente sus redes de sucursales. Los bancos hipotecarios emiten “pfandbriefe” (bonos hipotecarios) para financiar sus créditos. Los pasivos de las cajas de ahorro y los bancos comerciales estatales (Landesbanken) tienen la garantía del Estado. Las “building societies” son cooperativas que prestan sólo a sus socios, y las compañías de seguros otorgan créditos hipotecarios “atados” con diversas pólizas de seguros. En general los bancos acumulan sus préstamos en el balance (“bundling”), y la titularización está poco desarrollada.

El mercado hipotecario holandés es muy activo y profundo. Los créditos hipotecarios representan el 72% del PIB, mucho más alto que el promedio europeo, aunque la tasa de propietarios de vivienda es de sólo 50%, bajo el promedio europeo. Las principales IPH son los “mortgage banks” (31%), bancos comerciales (41%), fondos de pensiones y compañías de seguros de vida (10%) e IPH extranjeras (10%). En los últimos años han surgido con fuerza los intermediarios o “brokers” los que, según fuentes de la industria, estarían originando un 50% de las hipotecas cada año.

En Francia, el mercado de los IPH está dominado por empresas depositarias (bancos, cooperativas) e instituciones gubernamentales (CFF, CDE). Sin embargo, hay un 8% del mercado que está en manos de instituciones especializadas que no son depositarias.

Estados Unidos es el país en que el mercado secundario de hipotecas es el más activo de todos. Esto se debe a la existencia de Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae, instituciones patrocinadas por el gobierno, que poseen ventajas debido a una exigencia más baja de capital, además de garantías implícitas otorgadas por el Estado. La originación está bastante concentrada en el mercado estadounidense debido a la predominancia de los mortgage banks. En 1990 estos bancos hipotecarios originaban alrededor del 35% de los créditos para la vivienda; en 1996 esta cifra se eleva a 55% y hacia 2003, la participación de los bancos hipotecarios era superior al 70% del mercado. En los Estados Unidos hay alrededor de 40.000 brokers que originaron en 2002 el 65% del total de créditos hipotecarios. La mayor parte de su originación la venden a los “mortgage banks”.

El mercado chileno está dominado principalmente por los bancos (85%), los administradores de mutuos (AM, 12%) y las empresas de leasing (2,6%), que comenzaron a operar en 1999. La originación de los bancos es realizada fundamentalmente por ellos mismos, ya que los brokers no están muy desarrollados. El Banco Estado (BECH) origina el 20% de los créditos, básicamente con préstamos con subsidio estatal. La entrega de créditos con subsidio estatal no es monopolio del BECH; cualquier banco puede otorgarlos. Actualmente, el Ministerio de la Vivienda y Urbanismo (MINVIU) está promoviendo la distribución de créditos con subsidio entre el resto de la banca, pagándoles a los originadores un monto fijo por cada crédito originado y entregando un seguro de re-mate en que cubre las pérdidas de los bancos en caso que el deudor no pague. Las empresas de leasing, por su parte, son IPH que acopian créditos hipotecarios originados por ellas por algún período y luego titularizan las hipotecas; también suelen conservar la administración de los leasing. Sin embargo, como manejan poco capital, su capacidad de originación es limitada.

El sistema colombiano de financiamiento hipotecario es uno de los más sofisticados en el contexto latinoamericano. Colombia logró concretar la transición de un sistema público ba-



sado en el ahorro forzoso en una caja estatal, que todavía subsiste en muchos países, a un sistema basado en la creación de entidades financieras especializadas en el crédito hipotecario (EECH), cuyo funcionamiento lleva más de 30 años. En 1972 se crearon las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV), entidades especializadas en el financiamiento de largo plazo para la construcción y adquisición de viviendas⁷. Originalmente, las CAV fueron las únicas entidades autorizadas para remunerar las cuentas de ahorro, gozaron de incentivos tributarios y disfrutaron de un régimen especial de encajes. Un incremento sostenido en las captaciones les permitió financiar ampliamente sus operaciones, evitando los problemas de descalce entre las captaciones de ahorros (normalmente de corto plazo) y los créditos para la vivienda (normalmente de largo plazo). Además, las CAV tuvieron un acceso preferencial al Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI) del Banco de la República, para atender la inestabilidad coyuntural de las captaciones y compensar así los excesos o defectos de liquidez⁸. Por su parte, el gobierno tenía la responsabilidad de determinar diversas tasas de interés máximas de los créditos expresados en Unidades de Poder Adquisitivo Constante (UPAC), en función del estrato socioeconómico del deudor.

Hasta mediados de los años noventa, la evolución del sector se caracterizó por un crecimiento sostenido. De hecho, el monto de los préstamos otorgados por las CAV (en pesos constantes) aumentó a una tasa promedio anual de 10.3% entre 1973 y 1992. A partir de 1993, el financiamiento hipotecario experimentó un auge sin precedentes, que terminó abruptamente en 1998, cuando una fuerte reversión de los flujos de capitales externos y la deflación del precio de los activos deterioró la calidad de la cartera hipotecaria. En el año 1999, el gobierno presentó al Congreso un proyecto de ley marco con

⁷ Posteriormente, en 1999 la Ley de Vivienda obligó la transformación de estas entidades en bancos comerciales.

⁸ Ese Fondo se eliminó en 1994

10 medidas para rediseñar el sistema de vivienda. La ley introdujo a partir de enero de 2000 una nueva unidad de valor real (UVR) ajustada diariamente en función de la inflación.

1.3 Productos

Con relación a los tipos de préstamos hipotecarios ofrecidos, hay diferencias entre países. En Europa la duración de un préstamo hipotecario varía entre 10 y 30 años, dependiendo del país. El porcentaje del valor de la vivienda que se puede financiar con crédito o LTV (loan-to-value) fluctúa desde 60% en Alemania hasta 83% en el Reino Unido. Por otro lado, en ciertos países predominan las tasas de interés fijas, mientras que en otros son más comunes las tasas variables. A fines de los años noventa, aproximadamente 70% de los nuevos créditos se otorgaban con tasa flotante; sin embargo, en años recientes las tasas fijas se han hecho más populares. El siguiente Cuadro que presenta los principales productos hipotecarios por país, resume algunas de estas diferencias.

Productos Hipotecarios en Europa

<i>País</i>	<i>Plazo del préstamo</i>	<i>LTV ratio</i>	<i>Tasa de interés</i>
<i>Alemania</i>	<i>25-30 años</i>	<i>60-80%</i>	<i>Fija</i>
<i>Dinamarca</i>	<i>30 años</i>	<i>80%</i>	<i>Fija</i>
<i>España</i>	<i>20-25 años</i>	<i>80%</i>	<i>Ajustable (referencia)</i>
<i>Francia</i>	<i>15-20 años</i>	<i>60-80%</i>	<i>Fija</i>
<i>Irlanda</i>	<i>10-30 años</i>	<i>90-95%</i>	<i>Variable</i>
<i>Reino Unido</i>	<i>25 años</i>	<i>75-85%</i>	<i>Variable</i>
<i>Suecia</i>	<i>30-50 años</i>	<i>50-70%</i>	<i>Fija y Variable</i>

Fuente: Elaborado por el Consultor.

En Australia predominan los préstamos a tasa de interés variable, que se pagan en mensualidades y a plazos que llegan hasta 30 años; Los LTV son en Australia entre 65% y 85%, casi todos con seguro de crédito hipotecario “mortgage insurance” (MI).⁹



En EE.UU., aunque hay una gran variedad de tipos de crédito, dominan aquellos a tasa de interés fija que se pagan en mensualidades hasta 30 años plazo, con LTV hasta 85%; 11 para LTV superiores, se requiere un MI¹⁰. En efecto, un 65% de los créditos de las agencias federales son a un plazo de 30 años y con tasa fija. Un 15% son a 15 años plazo y también con tasa fija. Sólo un 10% de los préstamos son a tasa flotante. Sin embargo, en los últimos años han estado aumentando los créditos a tasa variable.

En Colombia, la nueva Ley de Vivienda introdujo algunos aspectos que permitieron reordenar el proceso de otorgamiento de los créditos de vivienda, para lo cual se definieron las condiciones que éstos deben cumplir: se establecieron plazos entre 5 y 30 años, el número de sistemas de amortización aprobados por la Superintendencia Bancaria se redujo de 90 a 5, y se establecieron las relaciones cuota-ingreso y deuda-garantía, junto a los requisitos de información. Además, la ley prohibió la capitalización de intereses y se estableció un tope de 11% por año a la tasa de interés de los créditos denominados en UVR para la adquisición de vivienda de interés social (VIS). Posteriormente, se determinó que dicho tope debería ser permanente y se extendió a todos los créditos. Asimismo, la ley estableció que la tasa de interés pactada no es modificable durante la vida del crédito, salvo por acuerdo entre las partes para reducirla. Se autorizaron los pagos adelantados sin ninguna penalización.

1.4 Financiamiento

Las instituciones que otorgan créditos hipotecarios utilizan una gran variedad de métodos para financiar aquellos préstamos. El

⁹ Ver Anexo 2 con descripción y experiencia internacional de seguros hipotecarios.

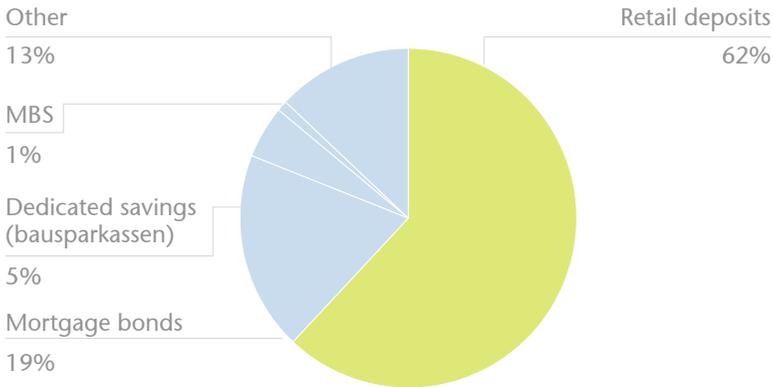
¹⁰ Los préstamos que no poseen garantía estatal se consideran préstamos convencionales privados. En ellos se usa un seguro hipotecario privado para mitigar los riesgos del inversionista, cuando el ratio LTV supera el 80%, lo que permite la originación de créditos con LTV de hasta 95%.

sistema a utilizar depende principalmente del tipo de originador y varía significativamente de un país a otro. Estos métodos pueden ser especialmente diseñados para propósitos hipotecarios, como las Letras y los Bonos Hipotecarios y los MBS, o bien, pueden ser de carácter general, como los diferentes tipos de depósitos bancarios.

En Europa, la fuente de financiamiento más común para los créditos hipotecarios son los depósitos bancarios, tal como se aprecia en el siguiente Gráfico. La EMF (European Mortgage Federation) estima que esta clase de depósitos financia el 62% del total de créditos.

Europa: Métodos de financiamiento hipotecario (fines de los noventa)

Datos en porcentaje.



Fuente: European Mortgage Federation and National Sources.

La emisión de bonos hipotecarios o LH (“mortgage bonds”) es la segunda fuente de financiamiento para la vivienda más importante en Europa. Estos son títulos-valor, emitidos por una institución de préstamo hipotecario, que están garantizados por los créditos hipotecarios otorgados por la misma. Esta

garantía reduce significativamente el riesgo para el tenedor del bono, en relación a un bono similar que no esté respaldado con garantía hipotecaria, y por lo tanto, no requiere de una tasa de interés más elevada.

En otras palabras, el riesgo vinculado a la emisión de estos instrumentos se asocia con la morosidad del conjunto de deudores, por cuanto los dividendos asociados con el préstamo hipotecario proporcionan los recursos financieros que requiere el banco para redimir los cupones del bono. Asimismo, existe una garantía del banco, por lo que en definitiva el riesgo está asociado primordialmente con el banco y luego con la cartera de deudores.

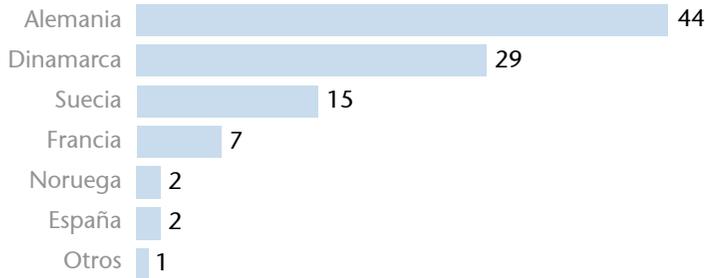
La principal fortaleza de este instrumento es que permite compatibilizar las necesidades de financiamiento de largo plazo de los deudores hipotecarios con los requerimientos de inversión de largo plazo de los bonistas. De esta manera, la emisión de bonos hipotecarios permite a la institución financiera obtener financiamiento a un bajo costo de endeudamiento, generando un método eficiente para otorgar créditos hipotecarios.

A fines de 1998 los bonos hipotecarios representaban casi un 20% del financiamiento hipotecario europeo. Como muestra el siguiente Gráfico, hacia el año 2000 tres países acaparaban el 88% del mercado de bonos hipotecarios. Alemania lidera con un 44% del mercado, seguido de Dinamarca (29%) y Suecia (15%). El 12% restante se distribuye entre ocho países: son activamente utilizados en Austria y constituyen la segunda fuente de financiamiento en Francia y España (aunque representan sólo el 21% y 6%, respectivamente, del total del financiamiento hipotecario, detrás de los depósitos). En Holanda y Noruega también se emite esta clase de bonos, pero financian una proporción relativamente pequeña de los préstamos (7% y 1% respectivamente).

En algunos países como Luxemburgo y Finlandia también existe una ley de bonos hipotecarios, mientras que en otros como Irlanda y Bélgica el tema está en discusión. En el Reino Unido no existe este mecanismo.

Mercado de bonos hipotecarios en Europa (2000)

Datos en porcentaje del mercado.



Fuente: European Mortgage Federation and National Sources.

La emisión de MBS es uno de los dos métodos para financiar créditos hipotecarios a través del mercado de capitales. Sin embargo, el desarrollo de los MBS en Europa representa apenas un 1% del total de los préstamos hipotecarios (véase gráfico 2). El proceso consta de las siguientes tres etapas: i) originación de los créditos; ii) agrupación de los créditos y; iii) financiamiento. La titularización consiste en separar estos procesos (unbundling). El originador del crédito crea una entidad legal conocida como SPV (Special Purpose Vehicle) y le vende los créditos que ha originado. El propósito de las SPV es aislar los créditos y los flujos asociados respecto de la institución originadora. Generalmente, los activos son agrupados de acuerdo a sus características, de tal manera que se emite un instrumento homogéneo. Luego, la SPV emite títulos-valor los cuales son vendidos a otros inversionistas privados o institucionales.

En el caso de los bonos hipotecarios, la institución originadora mantiene los activos en su balance y asume el riesgo (bundling). En contraste, el uso de MBS supone la venta del préstamo hipotecario y su completa remoción del balance (en algunos casos, el activo que garantiza el título nunca aparece en el balance del originador).

En España, el financiamiento a través de bonos titularizados representa sólo el 12% del stock de créditos hipotecarios vigentes y los emisores son, mayoritariamente, los grandes bancos españoles a través de sus propias “sociedades gestoras”, y pequeños bancos regionales y cooperativas organizadas en “club fundings”, es decir, emisiones en que se juntan portafolios de varios originadores pequeños. Entre 1990 y 2002 hubo 73 emisiones de MBS por un monto acumulado de 31.000 millones de dólares. El 87% del monto emitido se realizó entre 1998 y 2002. Sólo en 2002 se emitieron cerca de 10.000 millones de dólares.

En Francia, los “credit fonciers”, creados en 1999, similares a los “pfandbriefe” y a las LH chilenas, es el instrumento financiero que tiene más apoyo político, por el interés de crear un mercado de bonos hipotecarios “fuerte” en Francia que compita con los “pfandbriefe”, que son los bonos hipotecarios alemanes.

Las titularizaciones representan el 7% del stock de deuda hipotecaria, en Francia con 37 emisiones de MBS por un monto total de 20.000 millones de dólares, al año 2002. Aunque los MBS comenzaron a emitirse en 1994, el 90 % de las emisiones se realizaron entre 1997 y 2002 gracias a cambios en la legislación que las hicieron más flexibles. Los originadores son principalmente los bancos comerciales y las entidades gubernamentales de refinanciamiento hipotecario.

Los MBS holandeses son uno de los más antiguos y líquidos de Europa. Desde 1996 ha habido 40 emisiones por un monto acumulado de 40.000 millones de dólares (a diciembre de 2002), representando un 10% del total de hipotecas de este país. Debido a que la legislación no permite un “true sale” si no se notifica al deudor, y también a otros problemas legales que impiden al patrimonio separado apropiarse libremente de la garantía hipotecaria y del seguro de crédito, los originadores han sido principalmente grandes bancos (ABN, SNS, ASR).

En Alemania ha habido 22 emisiones por un monto total de 32.000 millones de dólares, realizadas principalmente entre 2000 y 2002; estas representan un 1.6% del stock de créditos

hipotecarios de ese país. Los originadores fueron los grandes bancos comerciales (Deutsche bank, Deka bank, Hypovereinsbank y Commerzbank) buscando fundamentalmente liberar capital. Debido a que en Alemania la legislación para titularización es muy imperfecta, y hay problemas para realizar un “true sale”, en general ésta se hace a través de un “credit swap” entre el originador y el SPV.

En Australia, hasta diciembre de 2002 se habían realizado 176 emisiones por un monto total de 60 mil millones de dólares; el stock de MBS equivale al 30% del total de hipotecas en este país. Hay más de 20 originadores regulares, entre los que están Macquarie (PUMA), AMS, Interstar, Citibank y Bank of Western Australia. Es interesante notar las diferencias entre Australia y España: mientras en el primero la titularización ha permitido la entrada de nuevos actores (mortgage managers y brokers), en el segundo el mercado continúa concentrado en los bancos comerciales y las cooperativas.

En Estados Unidos los mortgage banks no son instituciones depositarias sino que son intermediarios financieros que conceden préstamos para la vivienda y luego los venden a terceros inversionistas. El sistema predominante es bastante diferente a lo que realizan los bancos hipotecarios europeos. Mientras en EEUU dominan ampliamente los MBS, en Europa como se vio, predominan los bonos hipotecarios (además del financiamiento vía depósitos). Si bien, el caso estadounidense es especial por la existencia de los “Maes”¹¹, el stock de MBS es un 60% del total de créditos hipotecarios.

El proceso se inicia cuando el banco hipotecario pide un préstamo de corto plazo para otorgar créditos hipotecarios de largo plazo. Luego, el banco agrupa los préstamos con similares características generando paquetes (pools) homogéneos, los cuales mantiene en su balance por un corto período de tiempo (off-balance sheet securitization), para luego venderlos en el mercado secundario de hipotecas (generalmente a las empresas patrocinadas por el Estado ya mencionadas)¹². Con este dinero, el banco hipotecario obtiene los recursos para pagar el préstamo inicial y el proceso vuelve a comenzar¹³.

En ese país, el proceso continúa con la llegada de los paquetes de créditos a las grandes instituciones patrocinadas por el Estado, las cuales juegan un papel fundamental. Ellas compran los paquetes y los mantienen en su balance, o bien, los securitizan vendiéndolos en el mercado secundario. El tamaño de estas instituciones permite el aprovechamiento de ciertas economías de escala, reduciendo el costo del financiamiento.

Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae son instituciones patrocinadas por el gobierno, que poseen ventajas debido a un ratio capital/activos más bajo que los bancos comerciales y garantías implícitas otorgados por el Estado. En el año 2003, un 70% de las hipotecas fue adquirido por estas 3 instituciones (60% las 2 primeras, 10% Ginnie Mae), un 10% quedó en el balance de los bancos, un 16% fue adquirido por las Compañías de Seguros de Vida (CSV) y otros inversionistas, y un 4% fue securitizado directamente por los bancos. Es decir, de cada 10 hipotecas sólo una queda en el balance de los bancos y las otras 9 van al mercado de capitales, ya sea directamente o a través de los “Maes”.

En Colombia, la nueva ley abrió la posibilidad a nuevas fuentes de recursos para la financiación de vivienda, con lo que no sólo se persigue un adecuado flujo de los mismos, sino también una reducción de los descalces de tasas de interés y plazos que tradicionalmente ha implicado la financiación hipotecaria en ese país. Con este objetivo, se autorizó a los establecimientos de crédito para emitir bonos hipotecarios denominados en UVR y con plazos similares a los de la cartera, cuya finalidad exclusiva es la de cumplir los contratos de crédito para la cons-

¹¹ Son los Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae.

¹² Consecuentemente, este es típicamente un negocio con baja intensidad de capital. Es decir, los bancos hipotecarios requieren un bajo nivel de recursos propios, en la medida que venden gran parte de los créditos. En otras palabras, venden el riesgo a terceros.

¹³ Luego de vender los préstamos, el banco puede mantenerse como administrador del crédito, recolectando los pagos mensuales de los deudores y traspasándolos a los inversionistas.

trucción de vivienda y para su financiación a largo plazo. De igual forma, se autorizó a estas entidades para emitir títulos representativos de créditos por la vía de la titularización. Es importante comentar que, aunque la titularización del portafolio de préstamos ya se había autorizado y reglamentado en 1993, ésta no se había desarrollado debido a factores contables, tributarios, reglamentarios, además de la falta de homogeneidad de los títulos emitidos y la escasa experiencia de los intermediarios financieros locales.

Con el fin de estimular la utilización del mercado de capitales para el financiamiento hipotecario, la ley estableció la exención plena del impuesto sobre la renta de los rendimientos financieros de los títulos y bonos hipotecarios emitidos durante los cinco primeros años siguientes a la entrada en vigor de la ley. Además, se otorgó una garantía de la nación sobre los títulos y bonos respaldados con cartera VIS, que son las viviendas de interés social.

En julio de 2001 los bancos hipotecarios y la Corporación Financiera Internacional (CFI) constituyeron la Titularizadora Colombiana, con el fin de adquirir la cartera hipotecaria y titularizarla. De esta manera, durante el año 2002, esa entidad adquirió cerca del 10% de la cartera hipotecaria existente en el país y colocó en el mercado de capitales las dos primeras emisiones de Títulos Hipotecarios (TIP's), por un monto superior al billón de pesos, comenzando a irrigar con recursos frescos a la banca hipotecaria. Ya para 18 noviembre de 2002 se habían emitido títulos, y en menor medida, bonos hipotecarios, por un monto equivalente a 13% de la cartera hipotecaria total.

1.5 Mercado Hipotecario en Chile

El financiamiento del sector vivienda en Chile ha alcanzado un grado de desarrollo muy importante en los últimos 20 años. Dentro de los factores que explican este fenómeno están: a) la eliminación del efecto de la inflación sobre el valor de las deudas de largo plazo, primero, mediante el desarrollo de la Unidad de Fomento (UF), una unidad de cuenta indexada a



la inflación, creíble y transparente, y posteriormente, con el abatimiento de la inflación como fenómeno macroeconómico; b) la reforma previsional de comienzos de los ochenta, que fue clave para el surgimiento y desarrollo de un mercado de capitales de largo plazo, y c) la política social de vivienda, mediante la cual el Estado se ha ido moviendo desde la provisión directa de financiamiento hacia el subsidio de la demanda por vivienda de los grupos con mayores dificultades de acceso a los mercados privados de capitales.

El marco jurídico contiene un adecuado balance entre los derechos de deudores y acreedores, incluyendo los procedimientos para ejecutar las garantías reales correspondientes a los créditos hipotecarios. Esto, unido a políticas comerciales sensatas por parte de los emisores de los créditos y a un estricto sistema de clasificación de riesgo, ha permitido que los mercados de financiamiento hipotecario se desarrollen sin mayores problemas institucionales.

En Chile, el mercado hipotecario representa sólo el 11% del PIB, cifra bastante inferior que en Europa y EEUU. Sin embargo, la ampliación de este mercado ha sido comparable al de los países desarrollados, ya que en los últimos 10 años el crecimiento medio fue de 8% y, en relación al PIB, fue de 2,5 veces.

Desde mediados de los años ochenta, el fuerte y sostenido desarrollo experimentado por los mercados de capitales, sobre la base de la creciente estabilidad macroeconómica y de la reforma previsional (y la consolidación de inversionistas institucionales, tales como las administradoras de fondos de pensión (AFP) y la compañías de seguros de vida (CSV)) ha permitido un aumento gradual de la sofisticación y la profundidad de los mercados de financiamiento para la vivienda.

En efecto, los activos de los fondos de pensiones ascendían a fines de 2004 a más de US\$ 36.000 millones, que representaban casi 59% del PIB. Estos recursos, además, al demandar instrumentos de largo plazo, tienen efectos positivos en el financiamiento habitacional, al calzar los requerimientos de los inversionistas con el horizonte de pago de los deudores hipotecarios.

El principal producto es el crédito hipotecario en UF a tasa fija con plazos que van desde 12 hasta 25 años. Los bancos pueden otorgar tres tipos de crédito para la vivienda: con LH, mutuos endosables y mutuos no endosables. Los créditos con LH son en UF, tienen una tasa de interés fija y no pueden exceder de un LTV de 75%; las letras son básicamente un documento “pass through”. Los mutuos endosables no tienen restricciones a tasa fija o flotante, pero tienen un LTV máximo de 80%. Los mutuos no endosables no tienen ningún tipo de restricción. Sin embargo, estos límites son sólo nominales, ya que en la práctica, los bancos financian, a través de créditos puente, hasta el 90% del valor de las viviendas.

Los bancos pueden vender las letras en el mercado o comprarlas, con un límite, ellos mismos. Los mutuos endosables pueden ser vendidos a terceros (bancos, CSV, “securitizadoras” u otros), y los mutuos no endosables solo pueden venderse.

Debido a la fuerte competencia en el mercado hipotecario, recientemente los bancos han estado generando productos más flexibles, con mayor LTV, con tasa flotante, con períodos de gracia, etc. La única forma que tienen para hacer esto es con los mutuos no endosables.

El mercado chileno está dominado principalmente por los bancos comerciales, los AM y las empresas de leasing, que comenzaron a operar en 1999¹⁴. La originación de los bancos es realizada fundamentalmente por ellos mismos, ya que los brokers no están muy desarrollados. Los AM son entidades algo indefinidas, entre brokers e instituciones de préstamo hipotecario. En efecto, debido a que tienen poco capital, no pueden financiar muchos mutuos, y la mayor parte la derivan a las CSV. En general, ellas se quedan con la administración del crédito.

a) Letras Hipotecarias (LH)

Este mecanismo de financiamiento consiste en la emisión de un instrumento financiero emitido al portador, que se rescata con el pago de cupones periódicos (generalmente

trimestrales), y que comprende cuotas iguales, que incluyen tanto la amortización como los intereses. El reembolso de los préstamos debe ser por medio de dividendos mensuales anticipados (al comienzo de cada intervalo de pago) que comprenden el interés, la amortización y la comisión del banco. Los deudores pueden reembolsar anticipadamente todo o parte del capital no amortizado de la deuda, ya sea en dinero o en LH de la misma serie del préstamo¹⁵.

El monto de las LH en circulación, emitidas por una institución financiera, debe mantener un equilibrio permanente con el saldo de préstamos hipotecarios otorgados mediante LH. El plazo de los préstamos debe ser igual al de vencimiento de las letras correspondientes, pero en ningún caso inferior a un año. Asimismo, la tasa de interés es libre, con la limitación que la del préstamo debe ser idéntica a la de las respectivas LH, sin considerar, para este efecto, la comisión del banco que queda a cargo del deudor hipotecario¹⁶.

Las LH que emiten los bancos y son compradas por los inversionistas están garantizadas por el banco que las emite. Es decir, si el deudor no paga su crédito hipotecario, el banco debe honrar sus obligaciones de pago de interés y capital de las LH que emitió. En caso de quiebra del banco, el liquidador forma un balance separado con los préstamos para la vivienda con LH (activos) y las LH emitidas (pasivos) y este balance se puede licitar entre otros bancos. El traspaso también incluye las hipotecas asociadas a esos préstamos.

En relación a las condiciones generales de los préstamos, la Ley General de Bancos establece que corresponde al Banco Central de Chile establecer las normas sobre créditos hi-

¹⁴ ¹⁵ *Los leasing para la vivienda financian hasta el 95% del valor de las propiedades. Esto hace que sean una buena forma de financiamiento para las familias que necesitan financiar más del 75% del valor de su casa. Sin embargo, estas empresas enfrentan costos más altos que las empresas bancarias.*

¹⁶ *Pertenecen a una misma serie las letras que tengan idénticas características en cuanto a tasa de interés, forma y plazo de amortización.*

potecarios mediante emisión de LH. De acuerdo con estas atribuciones, el Banco Central estableció que los préstamos no podrán exceder del 75% del valor del inmueble ofrecido en garantía. Para estos efectos, el valor del inmueble es el menor entre el valor de tasación y el precio al que se hace la compra venta del inmueble. En el caso de créditos en moneda extranjera o de operaciones en moneda chilena indexadas a una moneda extranjera, el límite máximo del préstamo es 60% del valor de la vivienda.

En el caso de préstamos destinados a la adquisición o construcción de viviendas cuyo valor de tasación sea inferior a US\$ 90.000 , el dividendo no puede exceder al 25% de los ingresos del prestatario y su cónyuge si éste se constituye en fiador y codeudor solidario del crédito.

La vivienda financiada queda hipotecada a favor de la entidad financiera. Esta hipoteca es de primer rango y exclusiva para garantizar una obligación determinada. Sin embargo, en algunos casos se permite que la hipoteca sea de segundo rango. La deuda que tenga la hipoteca de primer rango es la que se paga primero en caso de liquidación del bien. Esto es similar para los mutuos hipotecarios endosables.

b) Mutuos Hipotecarios

En este mecanismo el deudor obtiene directamente del acreedor el dinero con que pagará al vendedor el valor de la propiedad que está adquiriendo. Los mutuos pueden ser otorgados por bancos, sociedades financieras y agentes administradores de mutuos hipotecarios endosables. Estos últimos son sociedades que deben tener como giro específico otorgar y administrar mutuos hipotecarios creados al amparo de la Ley 22 de Seguros, y su función, entre otras, consiste precisamente en otorgar y administrar este tipo de préstamos.

Muchas veces, el agente o el banco cede el contrato, mediante endoso, a una compañía de seguros o a otras sociedades autorizadas para invertir en estos instrumentos, con

el objeto de refinanciar la operación y continuar otorgando créditos.

En el mutuo hipotecario endosable el contrato es el que se constituye en instrumento financiero, a diferencia de lo que ocurre en el sistema de LH. La cesión se realiza descontando el flujo de dividendos a que se ha comprometido el deudor, a la tasa interna de retorno que se acuerde con el inversionista institucional más una prima por riesgo. Dicha tasa de cesión es inferior a la de colocación del mutuo, lo que permite al cedente obtener su margen de utilidad. Por lo tanto, en los mutuos hipotecarios no existe una comisión explícita para el deudor. En consecuencia, el riesgo de este instrumento está directamente relacionado con la solvencia del deudor y la calidad de la garantía. Es importante destacar que los fondos de pensiones no están autorizados a invertir directamente en mutuos hipotecarios endosables.

La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile establece que los mutuos hipotecarios endosables otorgados con recursos propios no podrán exceder del 80% del valor del inmueble ofrecido en garantía. Para estos efectos, el valor del inmueble es el menor entre el valor de tasación y el precio al que se hace la compra venta del inmueble. El monto del crédito no puede exceder el 65% del valor si los créditos son pagaderos en moneda extranjera o expresada en moneda extranjera pagadera en pesos o son créditos pagaderos en moneda chilena reajutable por la variación del tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos. Los préstamos de este tipo no podrán otorgarse a plazos inferiores a 1 año ni superiores a 30 años.

c) Rol de los inversionistas institucionales

Los principales inversionistas institucionales chilenos son las administradoras de fondos de pensiones (AFP), las compañías de seguros de vida (CSV), los fondos mutuos, las sociedades inmobiliarias y los fondos de inversión. Los principales instrumentos financieros de inversión en el sector vivienda que están disponibles para estos inversionistas

son las LH, los mutuos hipotecarios, cuotas de fondos de inversión inmobiliaria y acciones de sociedades inmobiliarias.

La reforma del régimen chileno de previsión llevada a cabo en noviembre de 1980 e iniciada en la práctica en mayo de 1981 fue un factor clave en el desarrollo del mercado de instrumentos hipotecarios. Actualmente, con el objetivo de diversificar el riesgo y lograr la máxima rentabilidad de los ahorros de los trabajadores, las AFP manejan un portafolio de inversiones que con el tiempo se ha ido ampliando en instrumentos y emisores. En un comienzo, sólo podían invertir en títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central. Además, sólo podían invertir en depósitos a plazo u otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras, en instrumentos garantizados por esas mismas instituciones o en LH emitidas por ellas. Asimismo, se establecían límites muy estrictos y conservadores con relación a los porcentajes máximos de inversión en cada instrumento y por emisor.

Con el tiempo, dado el aprendizaje adquirido, la madurez y desarrollo del sistema y la magnitud de los recursos que se han ido acumulando, las alternativas de inversión se han diversificado. Actualmente, los fondos de pensiones están invirtiendo en bonos de empresas públicas y privadas (incluyendo bonos de infraestructura), debidamente calificadas, bonos securitizados, títulos accionarios de sociedades anónimas abiertas, acciones de sociedades anónimas inmobiliarias, cuotas de fondos de inversión, efectos de comercio representativos de LH y pagarés, y títulos de crédito, valores o efectos de comercio emitidos o garantizados por estados extranjeros, bancos centrales o entidades bancarias externas.

La importancia que ha tenido el nuevo sistema de previsión en el desarrollo del mercado hipotecario se desprende de la complementariedad de estos dos mercados. En efecto, los títulos emitidos para el financiamiento de una vivienda son por naturaleza de largo plazo. Asimismo, las presta-

ciones a que se obligan tanto las AFP como las CSV son también de largo plazo, puesto que están diferidas hasta el momento en que el trabajador o los beneficiarios puedan pensionarse.

Sin embargo, es muy importante tener presente que las AFP también tienen necesidades de liquidez. La racionalidad que tienen los recursos de corto plazo está conectada principalmente al derecho de los afiliados de trasladar sus fondos de una AFP a otra, en el momento que lo crean conveniente y sin necesidad de justificación. Lógicamente, estos traslados plantean necesidades de liquidez que sólo se pueden obtener a través de instrumentos de corto plazo.

Las inversiones de los fondos de pensiones son objeto de una profunda regulación. Las normas definen los procedimientos que deben seguir las AFP en la administración de las respectivas carteras, establecen las características mínimas de solvencia que deben cumplir los emisores de instrumentos permitidos y las características de los mencionados instrumentos, y fijan un conjunto de límites máximos de inversión por tipo de instrumento y por tipo de emisor, a modo de garantizar la diversificación de la cartera de inversiones de cada fondo de pensiones.

Con respecto al sector inmobiliario, la ley sólo permite a los fondos de pensiones comprar LH emitidas por los bancos, acciones de sociedades inmobiliarias y cuotas de fondos de inversiones inmobiliarias. La regulación vigente no autoriza la inversión directa de los fondos en bienes raíces, la adquisición de mutuos hipotecarios ni el otorgamiento directo de ningún tipo de crédito hipotecario. Además, las mismas sociedades inmobiliarias y los fondos de inversión inmobiliaria no tienen autorización para invertir en bienes raíces destinados a vivienda. Consecuentemente, la única forma en que se puede captar capital de los fondos de pensiones para financiar viviendas es directamente, mediante la emisión de LH o, indirectamente, a través de la venta de mutuos hipotecarios a las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y

últimamente a través de la titularización de carteras hipotecarias.

Se ha discutido que los fondos de pensiones puedan entregar créditos hipotecarios directamente a los deudores y de esa forma aumentar la oferta de préstamos hipotecarios en el país y las posibilidades de inversión de los fondos. Las principales razones por las que se ha rechazado esto son las siguientes: a) riesgo de conflicto de intereses que podrían perjudicar las pensiones en beneficio de una solución habitacional, b) heterogeneidad de la inversión inmobiliaria directa que dificulta una adecuada valorización de la cartera de créditos hipotecarios y; c) falta de especialización de las AFP en la administración directa de créditos hipotecarios.

Además, se teme que si los afiliados se constituyen en deudores de sus fondos de pensiones se pueden generar presiones, especialmente en tiempos de crisis, para resolver políticamente la cancelación o renegociación de las respectivas deudas, deteriorando la rentabilidad de los fondos y, por consiguiente, las pensiones futuras.

Se insiste en la necesidad de tener mecanismos de valoración continua y de mercado para los distintos activos que forman el fondo de pensiones, y evitar así transferencias discrecionales de riqueza entre distintos grupos o generaciones de afiliados.

Se sostiene que la naturaleza de las funciones de administración de carteras es completamente distinta de las funciones de análisis, otorgamiento y control de crédito, por lo cual resultaría eficiente la división de funciones y la especialización en estas materias.

En consecuencia, hasta la fecha sólo se ha autorizado la inversión de los fondos de pensiones en activos financieros con respaldo hipotecario que sean perfectamente homogéneos, tengan un mercado profundo y sean emitidos por intermediarios especializados.

Por su parte, las CSV enfrentan una regulación bastante más flexible en relación a la inversión inmobiliaria y en particular para el financiamiento de viviendas. Esto se debe,

principalmente, a las diferencias en la naturaleza del giro entre las AFP y las CSV (estas últimas usan activos propios para pagar las obligaciones con sus clientes cuyo monto, además, queda previamente definido).

De esta manera, las CSV pueden invertir en LH, acciones de sociedades inmobiliarias, cuotas de fondos inmobiliarios, mutuos hipotecarios, además de estar autorizadas para invertir directamente en bienes raíces incluso con uso distinto a vivienda. Es así como las compañías de seguros originan parte de la cartera hipotecaria en el país.

Finalmente, los fondos de inversión inmobiliaria están autorizados para la inversión en LH y mutuos hipotecarios y en bienes raíces que no estén destinados a vivienda. Por su parte, las sociedades inmobiliarias pueden invertir en estos mismos activos, con excepción de las LH.

1.6 Reformas de Pensiones e Inversiones Hipotecarias¹⁷

En las últimas dos décadas se observó una modificación en la forma de organización de la previsión social en América Latina. En el año 1981 Chile inició el proceso de reformas de los sistemas de pensiones de la región. En 1993 Perú puso en funcionamiento su nuevo sistema de pensiones y al año siguiente, comenzaron a funcionar los nuevos sistemas en Colombia y Argentina. En 1996 entró en vigencia la reforma en Bolivia, México y Uruguay; El Salvador hizo lo propio en 1997, Costa Rica, en 2000 y República Dominicana en 2003, tal como se aprecia en el siguiente Cuadro.

¹⁷ También queda a cargo del deudor el costo del perito designado por la institución financiera para tasar el inmueble que servirá de garantía y otros gastos definidos por la regulación.

Reforma de Pensiones en América Latina

<i>País</i>	<i>Año</i>	<i>Legislación base</i>
<i>Argentina</i>	<i>1994</i>	<i>Ley 24.241</i>
<i>Bolivia</i>	<i>1996</i>	<i>Ley 1.732</i>
<i>Chile</i>	<i>1981</i>	<i>Decreto Ley 3.500</i>
<i>Colombia</i>	<i>1994</i>	<i>Ley 100</i>
<i>Costa Rica</i>	<i>2000</i>	<i>Ley 7.983</i>
<i>El Salvador</i>	<i>1997</i>	<i>Decreto 927</i>
<i>México</i>	<i>1996</i>	<i>Ley SAR</i>
<i>Perú</i>	<i>1993</i>	<i>Decreto Ley 25.897</i>
<i>R. Dominicana</i>	<i>2003</i>	<i>Ley 87-01</i>
<i>Uruguay</i>	<i>1996</i>	<i>Ley 16.713</i>

Fuente: AIOS

Existe consenso respecto a que el objetivo de los sistemas de seguridad social es lograr que las personas reciban durante la vida pasiva una remuneración adecuada, de modo que puedan alcanzar una determinada estabilidad en sus niveles de gasto y, por ende, del nivel de calidad de vida.

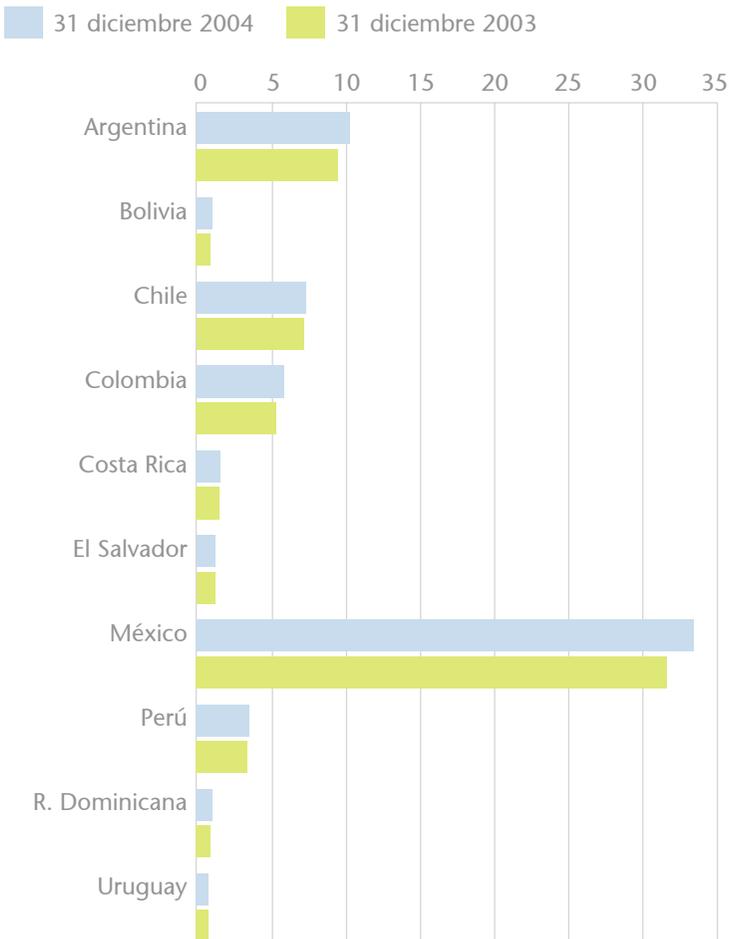
Chile fue el primer país de la región que incorporó el modelo de capitalización individual obligatoria de los ahorros previsionales de los ciudadanos, administrados por empresas privadas, cuyos activos se invierten en los mercados de capitales locales y una porción menor en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, la diversidad de modelos derivados de las múltiples combinaciones posibles refleja las formas en que diferentes países de la región han organizado la previsión social, de acuerdo a factores políticos, culturales, sociales y económicos.

Los regímenes de capitalización individual en los diez países de América Latina considerados contaban, al 31 de diciembre de 2004, con casi 65 millones de afiliados, 4 millones (6%) más que un año antes. México concentra el 51% del total de afiliados (debido a su mayor cantidad de población relativa a los demás países de la región), seguido por Argentina con el



Afiliados a los Sistemas de Pensiones en América Latina

Datos en millones de afiliados.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP).

15% del total, como se aprecia en el siguiente Gráfico. Se destacan los crecimientos anuales de México y de República Dominicana.

Por su parte, los fondos administrados en los regímenes de capitalización totalizaban, al 31 de diciembre de 2004, más de US\$ 147 mil millones, con una fuerte participación de Chile (41% del total), debido a que su proceso de acumulación lleva ya 23 años. Entre 2003 y 2004 los fondos de pensiones aumentaron en US\$ 27 mil millones (23%), producto principalmente de lo ocurrido en Chile y México, destacándose República Dominicana por su aumento relativo (cuyos fondos aumentaron más de 5 veces de un año a otro).

Fondos de Pensiones (millones de US\$)

<i>País</i>	<i>31/12/2004</i>	<i>31/12/2003</i>
<i>Argentina</i>	18.238	15.947
<i>Bolivia</i>	1.716	1.485
<i>Chile</i>	60.799	49.691
<i>Colombia</i>	11.075	7.326
<i>Costa Rica</i>	474	304
<i>El Salvador</i>	2.148	1.572
<i>México</i>	43.033	35.844
<i>Perú</i>	7.844	6.341
<i>R. Dominicana</i>	188	34
<i>Uruguay</i>	1.678	1.232
<i>Total</i>	147.193	119.778

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP)

Los fondos administrados equivalen, en promedio, al 12% del PIB, que para los 10 países totalizaba US\$ 1,2 billones (millón de millones). Como el tiempo transcurrido desde el inicio de operaciones es el principal factor asociado a su evolución, destaca Chile, en el siguiente Cuadro, cuyos fondos de pensiones representan el 59% del PIB.

Fondos administrados como porcentaje del PIB

País	31/12/2004	31/12/2003
Argentina	12,0	12,4
Bolivia	20,5	20,9
Chile	59,1	64,5
Colombia	10,3	8,9
Costa Rica	2,7	1,8
El Salvador	13,7	11,0
México	5,8	5,7
Perú	11,0	10,6
R. Dominicana	1,9	1,7
Uruguay	16,1	11,4
Total	11,8	11,5

Fuente: elaboración propia en base a datos de la AIOS

Las reformas previsionales en América Latina tuvieron como objetivo mejorar la eficiencia en el funcionamiento de los regímenes nacionales, por medio de: a) la modificación de determinados parámetros estructurales de los sistemas (tasa de aportes, años de cotización, edad mínima para alcanzar los beneficios); b) la realización de reformas estructurales a través de la sustitución, integración o complementación de los antiguos esquemas de reparto con los nuevos regímenes de capitalización individual; c) la administración privada de los fondos; y d) la inversión de los fondos acumulados en los mercados financieros nacionales e internacionales.

En general, existe una tendencia a que las regulaciones iniciales sean muy estrictas en relación a los instrumentos y emisores susceptibles de inversión por parte de los fondos de pensiones. De esta manera, tienden a predominar las inversiones en títulos públicos y de renta fija. Asimismo, las normas suelen establecer límites conservadores con relación a los porcentajes máximos de inversión en cada instrumento y en papeles de un mismo emisor.

Sin embargo, con el desarrollo del sistema y la magnitud de los recursos acumulados con relación a los mercados de capitales domésticos, las alternativas de inversión se han ido ampliando en el tiempo. Así, con el objetivo de diversificar el riesgo y obtener la máxima rentabilidad de los ahorros del régimen de previsión de los trabajadores, los fondos manejan un portafolio de inversiones más amplio y diversificado, incluyendo bonos de empresas, acciones, títulos con garantía hipotecaria, efectos de comercio, inversiones en el exterior, etc.

El siguiente Cuadro muestra que a junio de 2005 existía una mayor heterogeneidad en la composición de los fondos administrados en los diferentes países. En promedio, el 49% de los fondos estaban destinados a instrumentos de deuda gubernamental. Esta proporción era menor a 23% en Chile y Perú, mientras que superaba el 80% en El Salvador y México (lo que es consistente con los años de inicio de operaciones de los diferentes países). Las inversiones en instituciones financieras promediaban 16% de los fondos. Esta categoría es liderada por República Dominicana seguida de lejos por Uruguay y Chile. Por su parte, Chile y Perú, lideran la inversión en el mercado accionario e instrumentos extranjeros.

El siguiente Cuadro resume la regulación de diferentes países de América Latina, en relación a los límites de inversión por tipo de instrumento, como porcentaje del valor total del fondo. Con respecto a los títulos hipotecarios, se observa que un límite de 40% es el más utilizado. Sin embargo, en algunos países

Composición de los fondos administrados a junio de 2005 (porcentajes)

<i>País</i>	<i>Deuda gubernamental</i>
<i>Argentina</i>	60,3
<i>Bolivia</i>	68,7
<i>Chile</i>	18,1
<i>Colombia</i>	47,6
<i>Costa Rica</i>	73,1
<i>El Salvador</i>	83,3
<i>México</i>	86,6
<i>Perú</i>	22,9
<i>R. Dominicana</i>	
<i>Uruguay</i>	58
<i>Total</i>	48,9

Fuente: Boletín Estadístico N° 13 de AIOS, junio 2005.

como Chile y Bolivia, y especialmente en El Salvador, se permiten mayores niveles de inversión de los fondos de pensiones en instrumentos hipotecarios, llegando hasta 50% y más.

En el Cuadro llama la atención que RD es el único país en Latinoamérica que no permite que sus fondos de pensiones inviertan en títulos emitidos por el Estado y el Banco Central de su propio país. Todos los otros países permiten que sus fondos de pensiones inviertan en títulos del Estado y del Banco Central

<i>Instituciones financieras</i>	<i>Instituciones no financieras</i>	<i>Acciones</i>	<i>Fondos mutuos y de inversión</i>	<i>Emisores extranjeros</i>	<i>Otros</i>
7,7	2,1	13	5,5	9,9	1,5
6,5	15,3	7,1		1,4	1,0
29	7,1	15,3	2,5	27,9	0,1
12,7	15	8,1	2,8	8,9	4,9
13,8	1,6	0,1	2,3	0,3	8,7
10,2	6,5	0,0			
4,0	8,5	0,9			
13,4	10,3	37,8	1,2	9,7	4,7
97,3	2,7				
37,8	3,3	0,1			0,8
16,3	7,7	10,7	2,0	13,5	0,9

debido a que estos son los títulos de menor riesgo en moneda local. En el caso del Banco Central es evidente que si éste es el prestamista de última instancia, su riesgo es menor que el de los bancos. Por su parte el Estado también tiene menor riesgo que el resto de las empresas y bancos del país, ya que dispone de los impuestos para financiar sus compromisos financieros. De hecho, las empresas clasificadoras de riesgo limitan la clasificación en moneda local de los bancos y empresas a la clasificación de riesgo Estado.

Límites de Inversión por Instrumento (porcentaje del fondo, abril 2004)
Límites de inversión por instrumento (% del fondo) (abril de 2004)

	Argentina	Bolivia	Chile	Colombia
■ Renta Fija				
Títulos Públicos	n.d.	n.d.	50%	70%
Gobierno Central	50%	100%	n.a.	n.d.
Gob. Locales y Entidades Desc.	30%	10% (1)	n.a.	n.d.
Banco Central	n.d.	100%	50%	n.d.
Instituciones financieras	n.d.	n.d.	n.a.	n.d.
Depósitos y bonos	30%	50%(1)	50%	32%
Títulos Hipotecarios	40%	50%(1)	50%	40%
Empresas	n.d.	n.d.	n.a.	n.d.
Bonos	40%	45%	45%	30%
Bonos Convertibles en Acciones	40%			n.d.
Efectos de comercio	n.d.	n.d.	10%	13%
Títulos securitizados	n.a.	30%(1)	n.a.	20%
■ Renta Variable				
Acciones	50%	40%(1)	40%	30%
Fondos Mutuos y de Inversión	30%	15%(1)	25%	5%
(sólo fondos desarrollo sector vivienda)				
■ Inversiones en el exterior				
Títulos extranjeros	10%	10%	30%	20%
Seguros de cambio	10%	n.d.	20%	n.d.
■ Otros Títulos Autorizados				
Otros	20%	5%(1)	1%	n.d.

Fuente: FIAP

(1) Límite máximo que puede ser fijado

(2) Suma de acciones y bonos convertibles en acciones

(3) Se define un límite máximo de 60% en todo lo que no es inversión en títulos estatales

(4) Se refiere al máximo en valores de renta fija y variable emitidos por empresas

El Salvador	México	Perú	Uruguay (3)	RD
80%	100%	40%	60%	No permitido por Ley
50%	n.d.	30%	n.d.	No permitido por Ley
n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	No permitido por Ley
30%	n.d.	30%	n.d.	No permitido por Ley
n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
40%	40%	40%	30%	60%
55%	40%	40%	30%	70%
n.d.	n.d.	n.d.	40%(4)	
30%	30%	40%	n.d.	70
5%(2)	5%(2)	n.d.	n.d.	n.a.
n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.a.
20%	n.d.	10%	n.d.	
20%(2)	5%(2)	35%	n.d.	30%
n.a.	n.a.	15%	n.d.	20%
n.a.	20%	10.5%	n.a.	No reglamentado
n.a.	n.a.	5%	n.a.	No reglamentado
7%	5%	n.d.	n.d.	n.a.

n.d. : no disponible

n.a.: no aplicable



2

EVALUACIÓN DEL MARCO LEGAL Y LAS PRÁCTICAS DE NEGOCIOS EN RD

En este capítulo se analiza la situación actual del financiamiento hipotecario, incorporando los aspectos de originación, productos, y financiamiento. Se revisa el marco regulatorio, a nivel de leyes y reglamentos, que permite originar préstamos hipotecarios y las formas de financiarlos o invertir en ellos. Esta revisión incorporará a los bancos, las asociaciones de ahorros y préstamos y otros originadores hipotecarios, los fondos de pensiones, las superintendencias y los puestos de bolsa. Por último, se evalúa la capacidad operativa de las instituciones para desarrollar un mercado de LH, incluyendo el registro de propiedades, los clasificadores de riesgo y el funcionamiento de industrias complementarias como los seguros de desgravamen.

El capítulo se divide en cinco secciones. En la primera se revisa y describe la organización del mercado hipotecario en RD y el rol de los inversionistas institucionales. En la segunda sección se describe el marco legal y regulatorio de los bancos, AAP, BNV y fondos de pensiones. En la tercera sección se evalúa el marco legal con el objeto de identificar los puntos que pueden constituirse en restricciones para el financiamiento hipotecario con LH. En la cuarta sección se evalúan las prácticas de negocios de las mismas entidades más el registro de propiedad, los clasificadores de riesgo y empresas de seguros.

Finalmente, en la quinta sección se revisan algunos aspectos institucionales.

2.1 Organización del mercado hipotecario en RD

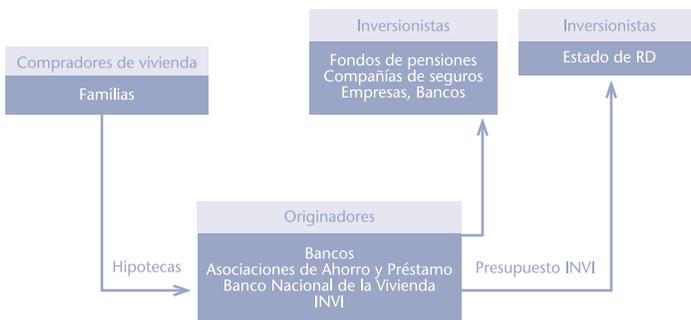
a) Tamañó

El mercado hipotecario de República Dominicana es relativamente pequeño. En efecto, a abril de 2005 el stock de crédito hipotecarios era de RD\$ 25.175 millones, equivalente a 3 % PIB. Este monto es bajo si se compara con otros países latinoamericanos, como Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México, que registran un stock de préstamos hipotecarios a PIB de 4%, 15%, 12% y 6%, respectivamente.

b) Organización de la Industria

El siguiente diagrama muestra la estructura del mercado hipotecario en RD:

Organización del Mercado Hipotecario en RD





La figura muestra que la originación de préstamos hipotecarios la realizan los bancos, las Asociaciones de Ahorros y Préstamos (AAP), el Banco Nacional de la Vivienda (BNV) y el Instituto Nacional de la Vivienda (INVI). Los tres primeros financian los préstamos que entregan con recursos propios (patrimonio) o con depósitos y valores en circulación, y realizan todas las funciones relacionadas con el crédito, como son la originación y la administración (recaudación y cobranzas pre judiciales y judiciales), manteniendo los créditos en su balance durante toda la vida del crédito. El INVI los financia con recursos del Estado provenientes del Presupuesto de la Nación.

La industria de préstamos hipotecarios dominicana está dominada por las AAP. A abril de 2005 las AAP otorgaban el 72% del monto total de préstamos hipotecarios; los bancos el 26,8%; el BNV el 0,7%; las financieras el 0,5% y el INVI una participación aún menor.

La importancia de las AAP se debe a que desde 1962 hasta diciembre de 2002 existió una exención tributaria para el deudor, del impuesto de transferencia si financiaba la compra de su vivienda con una AAP, lo que se constituyó como una ventaja competitiva sobre las demás entidades de intermediación financiera. Sólo a partir de esa fecha, y con la aprobación de la Ley Monetaria y Financiera (LMF), se elimina el referido incentivo tributario a favor de las AAP y los bancos recién están comenzando a competir fuertemente en la originación de préstamos hipotecarios. Esto se refleja en que los bancos otorgan el 26,8% de los créditos hipotecarios, en circunstancias que mantienen el 75% de los activos y pasivos del sistema financiero de RD.

La originación de préstamos hipotecarios está bastante concentrada. Como se aprecia en el siguiente Cuadro, cinco instituciones concentran el 80% del total de préstamos hipotecarios. De éstas, sólo dos son bancos, confirmando la importancia de las AAP.

Principales instituciones que entregan crédito hipotecario (abril 2005)

Ranking	Institución	Tipo	Monto de prestamos hipotecarios (MM RD\$)	% del total
1	Popular	AAP	7.390.749.239	36.02
2	Cibao	AAP	3.492.369.389	17.02
3	La Nacional	AAP	2.843.713.124	13.86
4	De Reservas	Banco	1.572.924.445	7.67
5	Popular Dominicano	Banco	1.234.311.433	6.02
6	The Bank of Nova Scotia	Banco	1.097.736.425	5.35
7	BHD	Banco	1.092.921.170	5.33
8	Dominicana	AAP	778.003.798	3.79
9	Central	AAP	551.797.242	2.69
10	Dominicano del Progreso	Banco	462.723.755	2.26
	Total		20.517.250.020	100

Fuente: Superintendencia de Bancos de la República Dominicana

El siguiente Cuadro indica que a abril de 2005 sólo el 5% de la cartera de colocaciones de los bancos estaba constituida por préstamos hipotecarios, y que en términos absolutos el monto de créditos hipotecarios ha estado disminuyendo.

Préstamos de los Bancos (millones de RD\$, valores a abril de cada año)

Año	Total de Créditos	Préstamos Hipotecarios	Participación de la cartera hipotecaria en la total
2003	146.045	9.166	6,3
2004	141.340	7.482	5,3
2005	125.621	6.726	5,4

Fuente: Superintendencia de Bancos de la República Dominicana

A abril de 2005, las 18 AAP mantenían una cartera de créditos hipotecarios de RD\$ 18.139 millones, que equivalía al 75% de sus colocaciones totales. En los últimos doce meses, terminados en abril, muestran una leve caída en la cartera hipotecaria, como indica el siguiente Cuadro, al igual que en el caso de los bancos.

Préstamos de las AAP
(millones de RD\$, valores a abril de cada año)

Año	Total de Créditos	Préstamos Hipotecarios	Participación de la cartera hipotecaria en la total
2003	24.628	19.104	77,6
2004	24.190	18.284	75,6
2005	24.157	18.139	75,1

Fuente: Superintendencia de Bancos de la República Dominicana

El BNV, a abril de 2005 tenía una cartera de préstamos hipotecarios de RD\$ 1.944 millones, que equivalía al 9,3% de sus colocaciones totales. El BNV, en diciembre de 2002 fue convertido en banco de fomento multisectorial y de segundo piso. Sus dos objetivos principales son: i) reducir el déficit habitacional, mejorando las condiciones de vivienda de la población de la RD y promover el desarrollo urbanístico y; ii) incrementar los ingresos de divisas, el empleo y el valor agregado nacional por medio de programas de financiamiento a los sectores productivos y otros que contribuyan al desarrollo nacional.

El BNV cumple un conjunto de funciones, entre las que se encuentran: i) promover y financiar la construcción, adquisición y mejoramiento de viviendas y edificaciones para uso residencial, comercial e institucional, así como el desarrollo urbanístico de terrenos con fines habitacionales; ii) prestar, ya sea directamente o por intermedio de una entidad subsidiaria, el servicio de cobertura del Seguro de Fomento de Hipotecas Aseguradas (FHA) a todas las entidades de in-

mediación financiera que concedan préstamos hipotecarios para la vivienda. El Banco o la entidad subsidiaria puede extender los servicios del Seguro FHA al financiamiento de otras operaciones con garantía hipotecaria; iii) promover el desarrollo del mercado de capitales, en particular a través de un mercado secundario de hipotecas, incentivando la canalización de recursos hacia dicho mercado y la inversión en el mismo; iv) participar en el diseño y ejecución de la política financiera-habitacional del Estado y; vi) ser depositario de los fondos de viviendas o de subsidios habitacionales creados por el Estado.

El INVI se asemeja a una Secretaría de la Vivienda, cuyo objetivo es dar solución habitacional a los sectores más pobres del país. Su financiamiento proviene del Estado. Lleva a cabo desarrollos inmobiliarios en terrenos del Estado y contrata la construcción de las viviendas con contratistas. Luego venden las viviendas con subsidios, los que pueden llegar al 50% del valor del inmueble, y les da financiamiento a los compradores. En los últimos nueve meses ha efectuado entre 7 y 8 grandes proyectos inmobiliarios, que comprenden entre 200 y 300 viviendas cada uno.

El mercado hipotecario se puede segmentar en tres partes. El segmento “prime” el cual está constituido por viviendas que tienen un valor superior a los RD\$ 1.500.000; el segmento “sub-prime” comprende viviendas entre RD\$ 1.500.000 y 500.000; y el segmento de viviendas sociales corresponde a aquellas que tienen un valor menor a \$RD 500.000.

El segmento de viviendas “prime” y “sub prime” se financia principalmente a través de las AAP y los bancos mientras que las viviendas sociales son atendidas por el INVI y el BNV.

c) Productos

Los préstamos hipotecarios son a plazos entre 5 años y 30 años, con la mayoría en torno a 15 años plazo. Sin embargo, las entidades financieras estiman que el plazo efectivo de pago es de 8 años, ya que los deudores prepagan.

Los créditos se pagan en cuotas mensuales en moneda local. La tasa de interés se fija normalmente por los primeros 6 meses y luego el banco puede ajustar esa tasa a discreción, en función de si la “tasa de interés de mercado” sube o baja. Es preciso destacar que no se ha establecido formalmente en el sector financiero una tasa de interés única y oficial que se pueda tomar de referencia en los préstamos hipotecarios y demás transacciones del mercado. El nivel de las tasas de interés nominal para préstamos hipotecarios a junio de 2005 estaba entre 15% y 18% anual. Las personas tienen la posibilidad de prepagar los créditos sin costos. Existen también créditos en dólares para las familias que tienen ingresos en el extranjero.

Los bancos financian normalmente el 80% del valor de tasación de las viviendas (LTV) y en algunos casos pueden llegar al 90%.

Antiguamente se entregaban créditos con tasas de interés fijas, pero los períodos de altas inflaciones llevaron a los bancos a ofrecerlos a tasas de interés variables. No existen préstamos hipotecarios indizados a la inflación doméstica.

d)Financiamiento

Las AAP financian el 79% de sus préstamos preferentemente con valores en circulación (depósitos a plazo y certificados financieros). En cambio los bancos financian el 60% de sus préstamos principalmente con depósitos. El siguiente Cuadro muestra la estructura de financiamiento de los diez más grandes originadores de créditos hipotecarios.

En RD no existe información de la estructura de financiamiento de préstamos hipotecarios en forma separada del resto de la cartera, ya que no existen instrumentos financieros asociados a una cartera hipotecaria. Es decir, no existen bonos ni LH, ni tampoco titularización de carteras hipotecarias.

Los bancos y las AAP no tienen la exigencia de financiar los préstamos hipotecarios con un endeudamiento a plazo similar, ya que recién se están implementando las normas

Cuadro 10: Estructura de Financiamiento de las Instituciones Financieras (10 más grandes originadores de préstamos hipotecarios)

Ranking	Institución	Tipo	% de colocaciones financiadas con depósitos	% de colocaciones financiadas con valores en circulación
1	Popular	AAP	27	67
2	Cibao	AAP	16	80
3	La Nacional	AAP	11	88
4	De Reservas	Banco	54	39
5	Popular Dominicano	Banco	61	35
6	The Bank of Nova Scotia	Banco	49	42
7	BHD	Banco	55	36
8	Dominicana	AAP	4	93
9	Central	AAP	2	96
10	Dominicano del Progreso	Banco	94	0

Fuente: Consultor

de calce de liquidez y la medición de los riesgos de mercado. Esto es lo que lleva a que las entidades financieras otorguen préstamos a quince años y más, y los fonden con recursos de corto plazo, como son los depósitos y valores en circulación.

e) Rol de los fondos de pensiones

En República Dominicana existen siete AFP. Las 4 más grandes, que son Popular, BBVA-Crecer, Siembra y Reservas, comprenden el 95% del sistema, tal como se muestra en el siguiente Cuadro. A junio de 2005 las AFP administraban fondos de pensiones de capitalización individual por RD\$ 9.317 millones. Éstas mantienen 1,3 millones de afiliados y 721 mil cotizantes.

Administradoras de Fondos de Pensiones (información a junio 2005)

AFP	Fondos (RD\$,MM)	Fondos (US\$,MM)	Afiliados	Cotizantes
BBVA Crecer	2.150	74	368.402	185.470
Caribalico	187	6	26.928	14.178
León	271	9	14.417	10.832
Popular	3.461	120	373.485	228.143
Reservas	1.297	45	170.412	88.280
Romana	168	6	14.305	10.747
Siembra	1.783	62	211.641	120.345
TOTAL	9.317	322	1.335.283	720.862

Fuente: Informe de la SIPEN.

Los fondos de pensiones no pueden financiar préstamos hipotecarios debido a que no hay instrumentos financieros que tengan riesgo hipotecario. Sólo lo hacen muy indirectamente, a través de financiar a los bancos, como lo muestra el siguiente Cuadro.

Portafolio de los Fondos de Pensiones (% del total a junio de 2005)

Tipos de Institución	Total (%)
Bancos comerciales y de servicios múltiples	43,2
Asociaciones de ahorros y préstamos	39,1
Bancos de desarrollo	13,9
Financieras	0,6
BNV	2,2

Fuente: Consultor en base a datos de la SIPEN.

2.2 Marco Legal

a) Reguladores y Facultades

Administración Monetaria y Financiera. La regulación del sistema monetario y financiero se lleva a cabo exclusivamente por la Administración Monetaria y Financiera, formada por la Junta Monetaria (JM), el Banco Central (BCRD) y la Superintendencia de Bancos (SB), siendo la JM el órgano superior. La regulación comprende la fijación de políticas, la reglamentación, ejecución, supervisión y aplicación de sanciones. Y se aplica a los bancos múltiples y entidades de créditos, las AAP, las cooperativas de ahorro y crédito y las entidades públicas de intermediación financiera.

JM. Le corresponde la determinación de las políticas monetaria, cambiaria y financiera; dictar los reglamentos monetarios y financieros para el desarrollo de la LMF y aprobar los reglamentos internos de la SB así como su estructura interna. También le corresponde otorgar o revocar la autorización para funcionar a las entidades financieras, así como autorizar las fusiones, absorciones, escisiones y figuras análogas entre entidades de intermediación financiera, a propuesta de la SB.

Durante la elaboración de los Reglamentos Monetarios y Financieros, la JM debe convocar a consulta pública para recibir por escrito las opiniones de los sectores interesados en un plazo que no podrá ser inferior a 30 días.

La JM determina la política de encaje legal. En particular, establece la composición del encaje según la moneda en que estén denominados los fondos, el porcentaje, la base de cómputo, el período de cómputo, las posiciones con los criterios admisibles de compensación intra-período, eventualmente su remuneración y los límites a la intensidad o a la frecuencia de desencajes. Las entidades de intermediación financiera están obligadas a conservar permanentemente y en forma líquida las reservas de encaje.

La JM tiene potestad reglamentaria interpretativa para determinar la naturaleza de nuevos instrumentos u opera-

ciones que surjan como consecuencia de nuevas prácticas y que puedan ser realizados por los bancos múltiples, bancos de ahorro y crédito, corporaciones de crédito y las AAP.

La JM determina cuáles entidades, además de las contenidas en la LMF, se considerarán de apoyo bancario o de servicios conexos.

SB. Ésta puede proponer a la JM los proyectos de reglamentos en las materias propias de su ámbito de competencia.

BC. Éste puede proponer a la JM los proyectos de Reglamentos Monetarios y Financieros en materia monetaria, cambiaria y financiera.

b) Supervisores y Facultades

El artículo 20 de la LMF establece que le corresponderá a la SB “la fiscalización de las entidades financieras, con el objeto de verificar el cumplimiento por parte de dichas entidades de lo dispuesto en esta Ley, Reglamentos, Instructivos y Circulares”. Dentro de las principales facultades de la SB se señalan las siguientes: i) requerir la constitución de provisiones para cubrir riesgos; ii) exigir la regularización de los incumplimientos a las disposiciones legales y reglamentarias vigentes e imponer las correspondientes sanciones y; iii) proponer las autorizaciones o revocaciones de entidades financieras que deba evaluar la JM.

El artículo 16 de la LMF establece que al BC le corresponderá imponer sanciones por deficiencias en el encaje legal constituido.

c) Regulación

La regulación de las instituciones financieras se encuentra en la LMF, así como los reglamentos que emita la JM y los instructivos que dicten el BC y la SB. Las entidades financieras se dividen en privadas, de carácter accionario y no accionario, y públicas. Se considera entidades accionarias a los bancos múltiples y entidades de crédito, como son los bancos de ahorro y crédito, y las corporaciones de crédito. Y



se considera entidades no accionarias a las AAP y las Cooperativas de Ahorro y Crédito.

d) Regulación Bancos Múltiples, de Ahorro y Créditos y de las Corporaciones de Crédito

Actividades. Los bancos múltiples pueden realizar las siguientes operaciones y servicios, entre otras: i) recibir depósitos a la vista en moneda nacional y depósitos de ahorro y a plazo en moneda nacional y extranjera; ii) emitir títulos-valores; iii) recibir préstamos de instituciones financieras; iv) emitir letras, órdenes de pago, giro contra sus propias oficinas o corresponsales, y efectuar cobranzas, pagos y transferencias de fondos; v) conceder préstamos en moneda nacional y extranjera, con o sin garantías reales, y conceder líneas de crédito; vi) adquirir, ceder o transferir efectos de comercio, títulos valores y otros instrumentos representativos de obligaciones, así como celebrar contratos de retroventa sobre los mismos, conforme lo determine reglamentariamente la JM; vii) asegurar los préstamos hipotecarios a la vivienda con el FHA que expide el BNV; viii) servir como originador o titularizador de carteras de tarjetas de crédito y préstamos hipotecarios en proceso de titularización, y ix) fungir como administrador de cartera titularizada por cuenta de emisores de títulos de origen nacional.

Los bancos de ahorro y crédito pueden realizar las siguientes operaciones, entre otras: i) recibir depósitos de ahorro y a plazo, en moneda nacional; ii) recibir préstamos de instituciones financieras; iii) conceder préstamos en moneda nacional, con o sin garantía real, y conceder líneas de crédito; iv) emitir títulos-valores; v) asegurar los préstamos hipotecarios a la vivienda con el FHA que expide el BNV; vi) servir como originador o titularizador de carteras de tarjetas de crédito y préstamos hipotecarios en proceso de titularización; vii) fungir como administrador de cartera titularizada por cuenta de emisores de títulos de origen nacional, y viii) realizar otras operaciones y servicios que demanden las nue-

vas prácticas bancarias en la forma que reglamentariamente se determine.

Las corporaciones de crédito podrán realizar las siguientes operaciones, entre otras: i) recibir depósitos a plazo en moneda nacional; ii) recibir préstamos de instituciones financieras, en moneda nacional; iii) conceder préstamos en moneda nacional sin garantías, con garantía hipotecaria, prendaria o personal solidaria; iv) conceder préstamos en moneda nacional con garantía de certificados de depósitos a plazo o de otros títulos financieros; vi) realizar cesiones de crédito en moneda nacional; v) asegurar los préstamos hipotecarios a la vivienda con el FHA que expide el BNV.

Los bancos múltiples y los bancos de ahorro y crédito necesitan de la autorización previa de la SB para realizar las siguientes operaciones: i) vender cartera de crédito y bienes cuyo valor supere el diez por ciento (10%) del capital pagado de la entidad de que se trate, excluyendo los bienes recibidos en recuperación de créditos y las inversiones en valores; ii) participar en procesos de titularización como originador, titularizador o administrador, o adquirir títulos-valores provenientes de la titularización de cartera o activos bancarios; iii) participar en el capital de las entidades de apoyo y de servicios conexos y en el capital de entidades financieras del exterior, así como para abrir oficinas de representación en el exterior, en el caso de los bancos múltiples.

Operaciones Prohibidas. Los bancos múltiples y entidades de crédito no podrán participar en el capital de compañías de seguros, administradoras de fondos de pensiones y administradoras de fondos de inversión;

Clasificación de la Cartera de Préstamos. La determinación del riesgo de los préstamos hipotecarios para la vivienda se mide sobre bases agregadas, considerando esencialmente el comportamiento (morosidad) de pago del deudor.

Capital regulatorio. Los bancos múltiples y entidades de crédito tendrán un capital pagado mínimo determinado reglamentariamente por la JM, que nunca podrá ser inferior a RD\$ 90 millones en el caso de los bancos múltiples; a RD\$

18 millones para los bancos de ahorro y crédito; y a RD\$ 5 millones para las corporaciones de crédito, más el índice de inflación de cada año.

Las entidades de intermediación financiera deberán mantener un nivel de patrimonio técnico mínimo equivalente al 10% de los activos y contingentes ponderados por riesgo crediticio, riesgo cambiario y riesgo de tasa de interés. El patrimonio técnico está conformado por la suma del capital primario más el capital secundario.

Ponderación por Riesgo de los Activos. Los ponderadores de los préstamos a la vivienda, para efectos de calcular los activos ponderados por riesgo, son los siguientes: i) los que cuenten con garantía hipotecaria asegurada tienen un ponderador de 40% y; ii) los que cuenten con garantía hipotecaria tienen un ponderador de 50%.

Mediante reglamento se podrán determinar exigencias adicionales de patrimonio técnico en función de riesgos cambiarios, riesgos de tipo de interés, riesgos de liquidez, riesgos de plazo, riesgos de concentración de pasivos, riesgos de colateral, riesgos operacionales, riesgos legales y cualesquiera otros riesgos que en el futuro puedan agregarse. Los bancos múltiples deberán mantener proporciones globales entre sus operaciones activas y pasivas en moneda extranjera, en la forma que se determine reglamentariamente.

Encaje. Las entidades de intermediación financiera estarán sujetas a encaje legal, entendiéndose por tal la obligación de mantener en el Banco Central o donde determine la JM, un porcentaje de la totalidad de los fondos captados del público en cualquier modalidad o instrumento, sean estos en moneda nacional o extranjera. La obligación de encaje podrá extenderse reglamentariamente a otras operaciones pasivas, contingentes o de servicios, si así lo considerase la JM. A agosto de 2005 la tasa de encaje era de 20% y se aplica a todas las captaciones de los bancos.

Fondo de Contingencia. El BC creará un Fondo de Contingencia con patrimonio separado que se ingresará por aportes obligatorios de las entidades de intermediación financiera,

para su uso exclusivo en el procedimiento de disolución. A mayo de 2005 los bancos aportaban al fondo de contingencia 8% de sus captaciones del público.

Disolución. Las entidades de intermediación se extinguirán conforme al procedimiento de disolución establecido en la LMF y al Reglamento que se dicte para su desarrollo, en base a las causas siguientes: i) entrada en un estado de cesación de pagos por incumplimiento de obligaciones líquidas, vencidas y exigibles, incluyendo las ejecutables a través de la Cámara de Compensación; ii) la insuficiencia mayor al cincuenta por ciento (50%) del coeficiente de solvencia vigente; iii) la no presentación o el rechazo del plan de regularización por la SB; iv) la realización de operaciones, durante la ejecución del plan de regularización, que lo hagan inviable; v) cuando al vencimiento del plazo del plan de regularización no se hubiesen subsanado las causas que le dieron origen; vii) la revocación de la autorización para operar impuesta como sanción. La JM, a propuesta de la SB, y mediando las causas de disolución previstas en la LMF decidirá sobre la disolución de una entidad financiera, la que será ejecutada por la SB.

Garantía de depósito. Los depósitos del público en las entidades de intermediación financiera estarán garantizados por los recursos disponibles del Fondo, hasta una cuantía por depositante de quinientos mil pesos RD\$ 500 mil y hasta el 30% del total de las obligaciones privilegiadas de la entidad de intermediación financiera en disolución.

Autorización. Para actuar como entidad de intermediación financiera, deberá obtenerse la autorización previa de la JM, que sólo podrá ser denegada por razones de legalidad y no de oportunidad. También es obligatorio obtener la correspondiente autorización previa de la JM, en los casos de fusión, absorción, conversión de un tipo de entidad a otra, segregación, escisión, venta de acciones de otras entidades que representen un porcentaje mayor o igual al treinta por ciento (30%) del capital pagado, traspasos de la totalidad o parte sustancial de los activos y pasivos, así como apertura

de sucursales y agencias de bancos locales en el extranjero y oficinas de representación de entidades financieras extranjeras en el territorio nacional. En cada caso se requerirá la opinión previa de la Superintendencia de Bancos.

Los bancos múltiples y las entidades de crédito se constituirán necesariamente en forma de compañías por acciones que se registrarán por las disposiciones de esta Ley y sus Reglamentos.

e) Regulación de las AAP y Entidades Públicas de Intermediación Financiera

Por su parte, el artículo 73 de la LMF establece que a los fines de esta Ley se entiende por Entidades Públicas de Intermediación Financiera, aquellas que realicen intermediación financiera y cuyo accionista mayoritario sea el Estado. La regulación y supervisión de estas Entidades Públicas de Intermediación Financiera se llevará a cabo por la Administración Monetaria y Financiera. Tales entidades quedarán sujetas a la aplicación de la LMF y sus respectivas leyes orgánicas en aquellos asuntos propios de su naturaleza pública y, en lo que sea pertinente, a las operaciones y normas aplicables a los bancos múltiples y a las Entidades de Crédito. La JM dictará un régimen transitorio para estas entidades mediante Reglamento al efecto, el cual establecerá los aspectos de la LMF aplicables a dichas instituciones. Las Entidades Públicas de Intermediación Financiera podrán acceder a las facilidades del Banco Central en su condición de prestamista de última instancia, con base a las mismas reglas aplicables a las entidades de intermediación financiera privadas, una vez se encuentren cumpliendo con el régimen transitorio que le establezca la Junta Monetaria.

El BNV, a partir de la entrada en vigor de la LMF quedó como entidad financiera de segundo piso, que se dedicará a la promoción de un mercado secundario de hipotecas y a la colocación y facilitación de recursos para los sectores productivos. A tal efecto, el BNV ampliará sus funciones de asegurador a través de la prestación del servicio de cobertura

del Seguro de Fomento de Hipotecas Aseguradas (FHA) a todas las entidades de intermediación financiera que concedan préstamos hipotecarios para la vivienda, pudiendo fungir como titularizador de las mismas. Adicionalmente, el BNV, en coordinación con las demás dependencias gubernamentales del sector de la vivienda, fungirá como una de las entidades responsables de la ejecución de la política financiera habitacional del Estado. El Gobierno y el Banco Central, a modo de aporte inicial para la consolidación del BNV como entidad de segundo piso, le traspasarán a esta entidad la cartera de préstamos y demás activos del Departamento de Financiamiento de Proyectos del Banco Central (DEFINPRO), así como otros activos productivos de rentabilidad compensatoria.

Además, a partir de la entrada en vigencia de la LMF, el BNV cesó en sus funciones de regulador y supervisor de las AAP, en virtud de que dichas entidades estarán bajo la regulación y supervisión exclusiva de la Administración Monetaria y Financiera. De igual modo, el BNV cesará en sus funciones de asegurador de las cuentas de ahorro de las AAP. A tales fines, el Banco Central recibirá dicho fondo de seguro de depósitos, con todos los derechos y obligaciones que generó el mismo mientras el BNV ejerció sus funciones de regulador y supervisor del sistema de ahorros y préstamos.

A los fines de que el BNV pueda ejercer las funciones de asegurador de hipotecas, su Consejo de Administración determinará los aspectos operativos del FHA. Corresponde a la Superintendencia de Bancos verificar que se cumplan los requerimientos por parte de las entidades de intermediación financiera para la obtención del Seguro de Fomento de Hipotecas Aseguradas (FHA) para los préstamos a la vivienda, debiendo informar periódicamente al BNV.

Las AAP podrán realizar las siguientes operaciones, entre otras: i) recibir depósitos de ahorro y a plazo, en moneda nacional; ii) recibir préstamos de instituciones financieras; iii) conceder préstamos en moneda nacional, con garantía hipotecaria destinados a la construcción, adquisición

y remodelación de viviendas familiares y refinanciamientos de deudas hipotecarias, así como conceder préstamos a otros sectores de la economía nacional con o sin garantía real y líneas de crédito, conforme lo determine reglamentariamente la Junta Monetaria; iii) emitir títulos-valores; iv) asegurar los préstamos hipotecarios a la vivienda con el Seguro de Fomento de Hipotecas Aseguradas (FHA) que expide el BNV o su continuador jurídico, conforme lo determine reglamentariamente la Junta Monetaria; v) servir como originador o titularizador de carteras de tarjetas de crédito y préstamos hipotecarios en proceso de titularización, y xviii) fungir como administrador de cartera titulizada por cuenta de emisores de títulos de origen nacional.

Requerimiento de Capital. A las AAP se les aplica el mismo reglamento de los bancos en relación con el patrimonio técnico. En este caso el patrimonio técnico está conformado por el capital financiero más el capital secundario. El primero son las reservas obligatorias, las reservas voluntarias no distribuibles y las utilidades no distribuibles.

Ponderación por Riesgo de los Activos. Los ponderadores de los préstamos a la vivienda para efectos de calcular los activos ponderados por riesgo son los siguientes: i) los que cuentan con garantía hipotecaria asegurada tienen un ponderador de 40% y; ii) los que cuentan con garantía hipotecaria tienen un ponderador de 50%.

Encaje: Las entidades de intermediación financiera están sujetas a encaje legal, entendiéndose por tal la obligación de mantener en el Banco Central o donde determine la JM, un porcentaje de la totalidad de los fondos captados del público en cualquier modalidad o instrumento, sean estos en moneda nacional o extranjera. La obligación de encaje podrá extenderse reglamentariamente a otras operaciones pasivas, contingentes o de servicios, si así lo considerase la JM. A agosto de 2005 la tasa de encaje era de 15% y se aplica a todas las captaciones de las AAP.

2.3 Evaluación del Marco Legal

Existen las siguientes restricciones y limitaciones legales para el desarrollo de las LH en RD:

- 1) No existe un marco legal que regule el que las entidades financieras concedan préstamos hipotecarios mediante la emisión de LH, por igual monto que aquellos, y que el total de LH emitidas por el banco quede respaldado por los préstamos hipotecarios que les dieron origen. Actualmente, las entidades financieras están autorizadas para otorgar préstamos hipotecarios y financiarlos con su balance pero no están autorizadas a que esos préstamos hipotecarios queden ligados a un pasivo específico, como serían las LH. Hoy, la cartera hipotecaria del banco es un activo más dentro del balance, no existiendo ninguna distinción respecto al resto de los créditos.
- 2) No existe una disposición del LMF que establezca explícitamente que en caso de quiebra de la institución financiera, tanto los préstamos hipotecarios, con sus garantías reales, como las LH correspondientes sean traspasadas a una entidad financiera solvente que siga administrando ese portafolio hipotecario y así no formen parte del resto de los activos a liquidar.

De existir lo anterior, se asegura que la LH tenga realmente dos fuentes de pago. La primera es el banco emisor, ya que la obligación es del banco, así es que independientemente de si el deudor paga o no su préstamo, el banco tiene la obligación de pagar la LH. La segunda fuente de pago es el deudor hipotecario y su garantía, ya que si el banco quiebra, la LH sigue teniendo como fuente de pago el deudor y la garantía real. En todo momento el monto de LH en circulación, emitidas por una entidad financiera, es igual al saldo de préstamos en LH. Es por esto que la LH tiene riesgo hipotecario, más allá de que el banco tenga la obligación de pagarla.

La legislación vigente en RD, en caso de liquidación de una entidad financiera, sólo distingue las obligaciones de los bancos entre obligaciones privilegiadas de primer y segundo orden, y permite la exclusión de activos por esos montos para ser transferidos, los activos y pasivos excluidos, a entidades financieras solventes o bien para ser titularizados. Las obligaciones de primer orden son los mandatos en efectivo, los depósitos judiciales, las obligaciones laborales y los depósitos del sector privado en cuentas corrientes, a la vista, de ahorro y a plazo fijo, excluidas las operaciones con otros intermediarios financieros y los depósitos de los vinculados. Las obligaciones de segundo orden son los depósitos del sector público en cuenta corriente o a la vista, de ahorro y a plazo fijo, las obligaciones con el BC, con otras instituciones financieras y las obligaciones tributarias de la entidad en disolución.

- 2) La regulación no obliga a la estandarización de los préstamos hipotecarios. Los bancos y AAP son libres para fijar las condiciones de los préstamos, como la proporción deuda a valor de la propiedad (LTV) máxima que financian, los plazos, la relación exigida entre el dividendo y la renta del deudor, las tasas de interés y los seguros exigidos (de incendio, terremoto, huracanes y desgravamen). Esto lleva a que las carteras de préstamos hipotecarios no sean homogéneas entre bancos ni a través del tiempo, lo que desincentiva a los inversionistas, debido a que estarían comprando riesgo hipotecario heterogéneo y susceptible de variar en el futuro en base a la acción discrecional de los bancos.

En efecto, el atractivo de los préstamos hipotecarios homogéneos o relativamente estandarizados, es que cuando se transan las LH de un determinado banco, los inversionistas tienen una buena noción del riesgo del instrumento, ya que saben que el banco no puede variar significativamente el riesgo de su cartera de LH.

También es importante que la emisión de las LH sea estandarizada, de manera que a futuro¹⁸ contribuya a la liquidez del mercado. Algunos factores de estandarización son la

forma de amortización, codificación, cálculo de los cupones y cláusulas de prepagó.

- 3) No existe un marco regulatorio que permita la indización a la inflación en los contratos financieros. Esto limita el ahorro de largo plazo debido al temor que tienen los inversionistas de largo plazo, en LH, de que la inflación pudiese deteriorar significativamente el valor real de sus inversiones.

Actualmente, el mercado hipotecario está funcionando con tasas de interés variables, que es una forma que tienen los inversionistas de cubrirse de los riesgos inflacionarios. Sin embargo, los deudores están tomando el riesgo de la variabilidad de la tasa de interés, y sus salarios no están correlacionados con las tasas de interés, lo que aumenta el riesgo de crédito de los deudores hipotecarios.

Además, el hecho que las rentas vitalicias estén por ley indizadas a la inflación, hace atractivo y necesario para las CSV tener la posibilidad de emitir LH indizadas a la inflación.

Uno de los elementos que limitan el surgimiento de la indización a la inflación en RD es que no existe una unidad de cuenta oficial relacionada a la inflación, como son los UD en Costa Rica, la UF en Chile y las UDIs en México. Y se hace muy difícil que el sector privado pueda desarrollar instrumentos indizados, si es que no existe una unidad de cuenta oficial a la que hacer referencia.

También el sistema tributario debe ser neutro respecto al tema inflacionario, en función de que los impuestos a las ganancias de capital de un instrumento indizado y uno nominal sean similares.

- 4) Actualmente el encaje se aplica a todas las captaciones que realicen las entidades financieras y la tasa de encaje más el fondo de contingencia llega a 28% de las captaciones. Esta es una limitante para la emisión de LH, ya que los bancos

¹⁸ Ver Anexo 3 con resumen de la Regulación de las Inversiones Hipotecarias de las AFP en Latinoamérica.

y AAP al emitir un instrumento de deuda de largo plazo tienen que pagar (y cobrar) un mayor interés, encareciendo el costo del crédito hipotecario artificialmente, debido a que la naturaleza de la LH difiere significativamente de los pasivos monetarios, incluso los de plazo similar al de las LH de las instituciones financieras. Además, las emisiones de LH son operaciones calzadas, ya que se pagan con los préstamos hipotecarios. De esta forma, es necesario que las LH no queden sujetas a ningún tipo de encaje.

- 5) La Ley de Fomento Agrícola (art. 148) de República Dominicana establece el mecanismo de procedimiento abreviado del embargo inmobiliario para liquidación de los inmuebles hipotecarios en caso de no pago de los deudores. En opinión de la industria financiera no habría mayores inconvenientes en la aplicación de la ley y los plazos de recuperación de garantías son del orden de 2 años, similares a los otros países que tienen mercados de deuda hipotecaria más desarrollados, por lo que este tema no sería un impedimento para el desarrollo del mercado de las LH.
- 6) Respecto al registro, emisión, y colocación de las LH, el marco regulatorio es lo suficientemente flexible como para permitir que los emisores inscriban una emisión y la vayan vendiendo en la medida que se van entregando los créditos hipotecarios.
- 7) Todavía no está en operación la norma de calce de plazos en las entidades financieras, las que, en la práctica, otorgan préstamos hipotecarios a largo plazo y los financian con captaciones de corto plazo, tomando el riesgo de liquidez.
Como la norma de calce ya ha sido aprobada y entrará en vigencia a mediados de 2006, debería existir un fuerte incentivo para que los bancos y AAP emitan LH, reduzcan el descalce de sus operaciones hipotecarias y cumplan con la normativa.
Así es que la normativa de calce referida es positiva para el desarrollo de las LH.
- 8) Los fondos de pensiones están autorizados por ley para invertir en letras o cédulas hipotecarias emitidas por los bancos, el

BNV y las AAP reguladas y acreditadas. Por lo que no existe una limitación de inversión de los fondos de pensiones.

- 9) Las AFP sólo pueden invertir en sociedades pertenecientes a los accionistas y ejecutivos de las AFP hasta un límite del cinco por ciento (5%) de la cartera total de los Fondos de Pensiones.

Esta no es una limitación para el desarrollo de las LH, sino que es una norma que le va a dar transparencia al mercado, ya que serán las AFP no relacionadas con el banco emisor de las LH, las que determinarán la tasa de retorno exigida a esas LH.

- 10) Los afiliados a los fondos de pensiones tienen una rentabilidad mínima garantizada real de su cuenta de capitalización individual. Esta rentabilidad mínima equivale a la rentabilidad promedio ponderada de todos los Fondos de Pensiones menos dos puntos porcentuales (2%). Los primeros diez años el descuento de 2% comienza en 1% y aumenta gradualmente en ese período.

Esto no es una limitación al desarrollo de las LH. Por el contrario, en la medida que vayan surgiendo las LH y algunas AFP inviertan sus fondos en éstas, van a incentivar a que el resto del mercado haga lo mismo, por lo que el “efecto manada” puede ser positivo para el desarrollo de las LH.

- 11) Las AFP pueden cobrar una comisión anual complementaria aplicada al fondo administrado de hasta un 30% de la rentabilidad obtenida por encima de la tasa de interés referencia. Esta última, es un promedio ponderado de la tasa de interés de los certificados de depósitos de la banca comercial y servicios múltiples, en el entendido de que estos certificados comprenden los certificados de depósitos a plazo fijo, a plazo indefinido y certificados financieros.

Las LH deberían entregar un retorno superior a las tasas de interés de los certificados de depósitos de los bancos, ya que son instrumentos de largo plazo. Normalmente, la curva de rendimiento de tasas de interés tiene pendiente positiva, porque los inversionistas cobran un premio por invertir a

plazos más largos, así es que ese premio debería ser capturado por los inversionistas de LH.

Esto significa que las AFP tendrán incentivos a invertir en LH que paguen un premio sobre los certificados de depósitos.

- 12) De acuerdo a conversaciones sostenidas con la alta dirección del BNV, todas las entidades financieras tienen la obligación de comprar al BNV el Seguro de Fomento de Hipotecas Aseguradas (FHA). El objeto de este seguro es cubrir las eventuales pérdidas en que incurriría una institución financiera si el deudor no paga su préstamo hipotecario y la garantía no alcanza a cubrir el saldo insoluto de la deuda.

Este seguro reduce significativamente el riesgo de las LH, ya que los inversionistas tendrán tres fuentes de pago: el banco, el deudor y su garantía y, finalmente, el BNV.

Sin embargo, se debe procurar que el costo y la implementación del seguro no traben el desarrollo del mercado hipotecario. Si el costo del seguro es caro, entendiendo por esto que su precio es más alto que el recargo que le habrían cobrado los bancos al deudor por tomar su riesgo, disminuirá la demanda por créditos, y por ende, la emisión de LH. Asimismo, si la adquisición del seguro es lenta, por ejemplo, porque el BNV hace su propio estudio de riesgo y terminan duplicándose las actividades de evaluación del riesgo de crédito, también influirá en hacer más lenta la originación de créditos hipotecarios y la emisión de LH.

- 13) El Informe de Ficht Ratings sobre “Clasificación de Riesgo en República Dominicana”, de enero de 2005 indica que seis bancos están clasificados nacionalmente en categorías que fluctúan entre A y BBB- (escala nacional). En relación con las AAP, sólo La Nacional tiene clasificación y es BBB. La tendencia de las clasificaciones ha sido hacia el “downgrade”, ya que todas las instituciones vieron bajar su clasificación en febrero de 2004. El desarrollo del mercado de LH requerirá que los bancos se clasifiquen, de manera que los fondos de pensiones puedan invertir en esas LH.

La inexistencia de un requerimiento legal a las entidades financieras de calificarse, ni siquiera de un plan de adecuación que les otorgue un plazo prudente para que cumplan con su clasificación, es una limitante para el desarrollo y transparencia del sistema financiero de RD. Más aún, la falta de clasificación impide que la normativa de la Comisión Clasificadora de Riesgos y Límites de Fondos de Pensiones pueda discriminar por el riesgo de los instrumentos y/o emisores, no pudiendo incentivarse las inversiones en activos de menor riesgo.

2.4 Evaluación de las Prácticas de Negocios

1) La industria financiera de RD tiene una larga historia originando préstamos hipotecarios. Inicialmente fueron preponderantes las AAP y recientemente están tomando más participación los bancos. La experiencia de las AAP ha sido muy buena, los riesgos de los préstamos hipotecarios se han mantenido bajos, y las crisis financieras no han afectado mayormente a las AAP, que son las instituciones que entregan la mayor parte de los préstamos hipotecarios en el país, por lo que existe capacidad de originar créditos y esto no será una limitante para el desarrollo de las LH.

Sin embargo, existen ciertas prácticas que deberán mejorarse, como el perfeccionamiento de la operación antes de que la hipoteca esté inscrita en favor del banco. Esta es una práctica común que debe ser modificada, en el sentido de que los bancos y AAP giren los recursos una vez que la hipoteca esté inscrita a su nombre y la propiedad inscrita a nombre del deudor. En caso contrario corren el riesgo de que paguen por una propiedad que finalmente no pueda ser inscrita a nombre del deudor ni hipotecada en favor del banco.

2) La industria está muy concentrada, con sólo cinco instituciones explicando el 80% de la originación de préstamos hipotecarios. Sin embargo, existe un número grande de instituciones compitiendo por entregar préstamos hipotecarios. Es posible que las entidades más grandes tengan LH más

líquidas y por ende costos de fondos más bajos, lo que podrá profundizar la concentración de la industria.

3) La industria de los clasificadores de riesgo está comenzando a desarrollarse en RD. La experiencia es corta como para evaluar si los modelos de clasificación son los apropiados. Actualmente están operando los clasificadores Fitch Dominicana, sucursal de Fitch Ratings de Venezuela y Feller-Rate Dominicana, subsidiaria de Feller-Rate de Chile. Si bien, esto podría ser una limitación para el desarrollo de las LH, en el sentido de que los inversionistas pueden no entender bien el significado y alcance de las clasificaciones, ésta sería de carácter transitorio. Más aún, cabe esperar que la emisión de LH potencie el desarrollo de la industria de las clasificadoras, lo que a su vez va a facilitar el desarrollo de las LH.

4) La Bolsa de Valores de la República Dominicana (BVRD) recién se está reactivando en el país, al haberse colocado el primer instrumento financiero de oferta pública. La BVRD está comprando un nuevo sistema de transacción CIBE, que es el mismo de la Bolsa de Valores de Madrid, Quito, Caracas, Paraguay y El Salvador. Los puestos de Bolsa van a tener sus propias pantallas y serán los únicos autorizados para transar. Actualmente existen 18 puestos de Bolsa, principalmente asociados a algún banco, por lo que existe la infraestructura mínima para que comience a operar un mercado de LH primario y secundario.

También existe el Depósito Central de Valores, que permite desarrollar el mercado primario y secundario de LH en forma más eficiente. La empresa CEVALDOM es la encargada y tiene la capacidad de emitir y transar instrumentos desmaterializados.

En los próximos meses se esperan nuevas emisiones de bonos y va a comenzar a activarse el mercado secundario para los instrumentos financieros del BCRD y de la Secretaría de Estado de Finanzas.

5) En RD existe un sistema de registro de títulos, público y administrado por el Estado, que emite el título de la propie-

dad. Este instrumento acredita que la persona mencionada en el título es el verdadero dueño de la propiedad, por lo que existe certeza jurídica cuando las personas compran una propiedad o la hipotecan.

El Estado se hace responsable de que el título esté bien emitido. De hecho, existe un fondo de garantía por eventuales inconvenientes que pudieran generarse en el sector inmobiliario para compensar a las personas perjudicadas por posibles errores en los títulos. Para esto se requiere cumplir el requisito de hacer el traspaso de la propiedad en el Registro de Títulos y que la firma de los contratos sea ante Notario. Por esto se paga un seguro de fondo de garantía.

El sistema de títulos es público y lo pueden consultar los bancos y las compañías de seguros, entre otros.

De las reuniones con los encargados del Registro de Títulos y con los bancos se concluye que dicho Registro ha mejorado su funcionamiento en forma importante en el último tiempo y se encuentra en un proceso de modernización con el auspicio del Banco Interamericano de Desarrollo, y no será una limitación para el desarrollo de las LH

- 6) No existe en RD una tasa de interés de referencia, aceptada por el mercado financiero, que pueda ser utilizada e incorporada en los contratos. Esto limita la posibilidad de que los bancos emitan LH a tasa de interés variable, ya que los inversionistas van a exigir claridad respecto de la forma en que podría variar dicha tasa de interés.

2.5 Evaluación de Algunos Elementos Institucionales

- 1) Para el desarrollo del mercado de LH se hace necesario estabilidad macroeconómica, esto es, un déficit fiscal controlado y una tasa de inflación baja y predecible. La inestabilidad macroeconómica trae consigo un aumento en la volatilidad de las tasas de interés e inflación. Ambos elementos afectarán la demanda por viviendas, debido a que la cuota de los préstamos hipotecarios será más volátil,

ya sea que el préstamo esté indizado a la inflación, o a tasa de interés nominal variable, aumentando el riesgo de no pago del deudor. Además, los inversionistas aumentarán los premios por riesgo exigidos a sus inversiones en LH, aumentando el costo de financiamiento de los deudores.

- 2) Las LH son instrumentos de inversión a largo plazo, por lo que la certeza jurídica de que las reglas se mantendrán en el tiempo que dure la inversión es muy importante. Esto es válido tanto para la institución que emite las letras como para el inversionista. Para que esto no sea una limitación, es importante que las propuestas de reforma consideren que los aspectos más relevantes que regulen la emisión e inversión en LH se incorporen a las leyes más que a los reglamentos o a las circulares.
- 3) El déficit habitacional en RD se estima entre 600.000 y 800.000 viviendas, considerando tanto el déficit cuantitativo como cualitativo. Por lo que existe una alta demanda potencial por créditos hipotecarios. Según el estudio del FONDOVID (2002), existía una demanda potencial de 172.455 viviendas, en febrero de 2002. Esto último se define como familias que teniendo déficit, tienen recursos como para comprar una vivienda.
- 4) No existen seguros de “compra en plano” que protejan a los compradores de casas en caso de que la empresa constructora no termine la construcción en las condiciones acordadas. Esto limitará el financiamiento de compras en plano con LH.



3

RECOMENDACIONES PARA EL DESARROLLO DE LAS LH EN RD

Con base en la revisión de la experiencia internacional y la evaluación legal, operativa e institucional del mercado de financiamiento hipotecario en RD, se recomienda que se introduzcan reformas en las siguientes áreas:

- 1) Creación de un marco legal que permita que las entidades financieras, bancos, y AAP concedan préstamos hipotecarios mediante la emisión de LH, por igual monto que aquellos, y que el total de LH emitidas por el banco quede respaldado por los préstamos hipotecarios que les dieron origen. Específicamente, se requiere que en caso de liquidación de una entidad financiera que haya emitido LH, se separen tanto la cartera de créditos hipotecarios como el pasivo correspondiente a las LH, y se traspasen ambos a una entidad solvente. Esto significa establecer un orden de prelación de las LH en caso de liquidación de una institución que permita darle un tratamiento diferenciado y preferencial a las LH en ese evento.
- 2) Creación de una regulación que estandarice los préstamos hipotecarios y la emisión de las LH. La relación deuda garantía, valor del dividendo a ingreso, las tasas de interés de emisión, y sus eventuales reajustes, y el plazo de emisión de las LH, deben ser normados.

- 3) Evaluar la conveniencia de permitir la indización a la inflación en los contratos financieros, de crear una unidad de cuenta oficial e introducir los cambios regulatorios y tributarios que nivelen el campo de juego de los instrumentos financieros nominales y reales. Si bien la indización no es indispensable para el desarrollo de un mercado de capitales de largo plazo, se propone que en RD se la considere, ya que ciertamente contribuiría a facilitar dicho desarrollo en moneda local, lo que estimularía los FP y las compañías de seguros de vida. Más específicamente, se estimularía la indización de la deuda hipotecaria, permitiendo operar con tasas de interés “reales” fijas de largo plazo. Para esto no se requiere necesariamente la creación de una unidad de cuenta sino que los contratos pueden considerar el uso del índice de precios al consumidor o un promedio de inflaciones pasadas como cláusula de reajustabilidad.
- 4) Eliminar el requisito de encaje legal a las captaciones que realicen las entidades de intermediación financiera a través de LH para el otorgamiento de préstamos hipotecarios.
- 5) Revisar el reglamento del FHA y la conveniencia de la obligatoriedad.
- 6) Requerir clasificación de riesgo de los bancos o establecer un plazo prudente para la adecuación en este sentido, para que puedan invertir las AFP. Como medida transitoria de aplicaciones en el corto plazo, consideramos ver la posibilidad de clasificar transitoriamente sólo las emisiones de LH.
- 7) Regular el perfeccionamiento de la operación de desembolso del préstamo hipotecario financiado con LH, y su inscripción e hipoteca a favor del banco.
- 8) Facilitar que todas las entidades que originen préstamos hipotecarios tengan acceso a emitir LH.
- 9) Oficializar una tasa de interés de referencia que pueda ser usada en los contratos financieros.
- 10) Dar certeza jurídica sobre las leyes y regulaciones relacionadas con la emisión e inversión en LH.
- 11) Evaluar el desarrollo de los seguros de créditos hipotecarios¹⁹, de títulos²⁰ y de compras en plano²¹.



12) Por último, se ha planteado en RD la conveniencia de desarrollar la titularización de hipotecas como alternativa al desarrollo de las LH. Lo primero que habría que indicar es que ambas alternativas son mecanismos que permiten invertir a los fondos de pensiones en préstamos hipotecarios y que ambas han funcionado bien en los países que las han implementado. Sin embargo, en esta etapa de desarrollo del mercado de capitales y de la reforma al sistema de pensiones, es recomendable partir con las LH. Las principales ventajas de éstas respecto a la titularización son que son más simples, participan menos instituciones haciéndolas menos costosas y riesgosas, y son de rápida implementación. El siguiente Cuadro compara las LH con la titularización.

¹⁹ Si bien en el corto plazo la liquidez no es un tema que preocupe demasiado a las AFP, ya que por un buen tiempo van a seguir acumulando en los fondos, es conveniente que el sistema se diseñe para que las LH sean fáciles de transar en el mercado, tengan una alta liquidez y contribuyan al desarrollo del mercado de capitales de RD.

²⁰ Ver Anexo 2 con explicación sobre los seguros de crédito hipotecario.

²¹ Ver Anexo 5 con explicación sobre los seguros de títulos.

Comparación de las LH con la Titularización de Hipotecas

Categoría	LH	Bono titularizado de Préstamos Hipotecarios (mortgage back securities)
Originación de los créditos	Entidades financieras (bancos, AAP, BNV y otros)	Entidades financieras (bancos, AAP, BNV y otros)
Fuente de pago	Flujos de la entidad financiera que emitió las LH	Flujo de caja del colateral que son los préstamos hipotecarios
Exposición al riesgo - riesgo de crédito - riesgo de prepago - riesgo de mercado	Entidad financiera emisora Entidad financiera emisora Inversionista	Inversionista Inversionista Inversionista
Tratamiento del balance	Préstamos permanecen en el balance del banco	Préstamos son removidos del balance de las entidades financieras y pasan a un patrimonio separado ("special purpose vehicle")
Protección del inversionista en caso de quiebra del emisor	Derecho de privilegio en la quiebra (norma de exclusión de la LMF). El tenedor de la LH tiene una prioridad en reclamar los activos hipotecarios en caso de quiebra del emisor	

<i>Categoría</i>	<i>LH</i>	<i>Bono titularizado de Préstamos Hipotecarios (mortgage back securities)</i>
<i>Calidad del crédito</i>	<i>Además de la calidad propia de los préstamos depende de la solvencia de la institución financiera y del marco legal</i>	<i>La quiebra de la entidad financiera que originó los créditos no afecta el bono titularizado. Además de la calidad propia de los préstamos depende de la estructura financiera creada</i>
<i>Costos de emisión y mantenimiento</i>	<i>Costo anual de clasificación de las LH y los costos de venta de las LH</i>	<i>Costos por cada emisión que se hagan corresponde a: clasificación de los bonos, administración de la cartera de préstamos, custodia de la cartera, administración maestra, auditorías externas, banco pagador, representante de los tenedores de bonos, gasto de colocación y lista en bolsa de los bonos.</i>
<i>Uso de Capital</i>	<i>En base a su ponderador de riesgo en los activos</i>	<i>Se determina un bono subordinado en cada emisión.</i>

Categoría	LH	Bono titularizado de Préstamos Hipotecarios (mortgage back securities)
	<p>ponderados por riesgo y los requerimientos de patrimonio efectivo.</p>	<p>Normalmente, este bono se queda en el balance de la entidad financiera que originó los préstamos. Su uso de capital depende del ponderador de riesgo en los activos ponderados por riesgo y de los requerimientos de capital.</p>
<p>Proceso de emisión</p>	<p>Cada cierto tiempo se inscribe una emisión de LH. Luego, cada vez que se otorga un préstamo se vende su LH en la Bolsa de Valores.</p>	<p>Se otorgan préstamos hipotecarios, se acumulan en el balance y una vez que existe un stock suficiente para titularizarlos se comienza ese proceso. Las principales etapas son: selección de los activos, “due dilligence” a los activos por parte de los clasificadores, estructuración del bono, clasificación de riesgo de bono, inscripción en SV y “road</p>

Categoría	LH	Bono titularizado de Préstamos Hipotecarios (mortgage back securities)
		<p>show” y venta. Sólo el proceso de titularización puede tomar hasta 6 meses.</p>

²² Ver Anexo 6 con explicación de los seguros de compra en plano.

²³ Ver Anexo 4 con lista detallada de los costos





Anexos

Anexo 1: Estructura del Mercado Hipotecario Europeo

	Alemania	Francia	Suecia
Mercado Hipotecario			
Tamaño del mercado, 1999 (crédito hipotecario/ PIB)	37%	20%	31%
Tasa de propietarios (%)	41%	54%	60%
Originadores	Bancos hipotecarios (23%); Bausparkassen (10%); Bancos de ahorro (27%); Landesbanken (8%); Bancos comerciales (15%); Cooperativas (15%); Brokers (3%)	El Estado (12%); Originadores especializados (8%); Bancos comerciales (80%)	First lien mortgages by mortgage credit institutions, bolaneinstitut: Stadshypotek (30%), Spintab (29%), Nordbanken Hypotec (15%), SBAB (13%), SEB Bolan (10%), Otros (3%).

Tasas de interés de mercado	6-7% entre 2000-2002	6-7% posterior a 1999	Las tasas fijas bajaron en 1996 desde 11% hasta <6%. Las tasas variables bajaron desde 9% hasta 4.5% a mediados de 1999.
Existencia de sector subsidiado	Sector de vivienda social muy desarrollado. El gobierno y los bancos privados tienen programas de desarrollo de vivienda social, a través de tasas y precios subsidiados.	Históricamente, amplio sector social subsidiado, declinando desde mediados de los 90	Pequeño desde 1990
	Castigos por prepagos limitan el	Llegó a su peak a finales de los 90 cuando las tasas alcanzaron niveles muy bajos, luego se estabiliza, dada la preponderancia de los créditos a plazo fijo.	Bajo



Bonos Hipotecarios	Los denominados Pfandbriefe financian créditos con LTV > 60%. Sistema regulatorio establecido y emisores autorizados.	Obligations Foncières. Bonos CRH específicos a Francia.	Sí. On-balance sheet obligations secured against
--------------------	---	---	--

	Alemania	Francia	Suecia
--	----------	---------	--------

Productos

Producto principal	Tasa de interés fija; reprogramada cada 5-7 años; pagos anuales; LTV 60-80%; plazo 30 años.	Tasa fija en todo el período; plazo entre 15-20 años; principalmente para adquisición de viviendas ya existentes.	Single-family; 30 años; 5-year reset; interest-only
--------------------	---	---	---

Desarrollo del producto	Oferta de productos más diversificada, incluyendo programas de amortización flexible	Tasas variables y plazos aumentando. Transición desde créditos regulados/ subsidiados hacia créditos no regulados.	Tasas de crecimiento estabilizada en 2-3% anual.
-------------------------	--	--	--

<i>Prime/Sub-Prime</i>	<i>Segmento sub-prime muy pequeño. Credit impaired borrowers generalmente no tienen acceso a CH.</i>	<i>No está bien definido.</i>	<i>Super prime. Strict underwriting criteria preclude credit impaired</i>
	<i>Alemania</i>	<i>Francia</i>	<i>Suecia</i>
<i>Tasas de interés</i>	<i>Casi siempre a tasa fija. Reprogramación de tasas en 3, 5, 7, 10, 15 años.</i>	<i>Tasa fija durante todo el período: 80% del mercado.</i>	<i>Fija (for a period “change of condition” resets); Variable (off of fixed margin of repo rate).</i>
<i>Plazo</i>	<i>Bancos hipotecarios, 25-30 años; Bausparkassen, 7-16 años; Cooperativas, plazos mayores que bausparkassen.</i>	<i>Entre 2-20 años, dependiendo del tipo de préstamo.</i>	<i>plazos legales entre 30-50 años.</i>

Tipos de préstamos hipotecarios	Lenders categorise as first ranking (<60%) and second ranking (>60%) first lien mortgage, and second lien mortgage. Certificated and uncertificated mortgages.	Préstamos subsidiados por el gobierno; Préstamos regulados por el gobierno; Préstamos no regulados.	Single-family 88% of residential mortgages, outright ownership; Tenant-owner 12% condominium/co-op, “perpetual right to occupy”.
---------------------------------	--	---	--

Baja diversidad	Alta diversidad de productos hipotecarios y tipos de préstamo.	Baja diversidad.
-----------------	--	------------------

Key underwriting criteria

LTV	Típicamente: 60-80%. Máximo legal: 100%. Para préstamos por sobre 60%, LTV limitado a un máximo de un 20% de los CH de cada institución.	Típicamente: 67%. Máximo legal: 80% (100% para vivienda social)	Típicamente: 50-70% (el máximo es fijado por cada institución de crédito)
-----	--	---	---

<i>Average debt-to-income/Debt Service-to-income</i>	<i>DTI promedio 5; DSTI 30-40%</i>	<i>DTI promedio 1.5</i>	<i>N/A</i>
Performance			
<i>Definición de morosidad y default</i>	<i>Morosidad: atraso mayor a 90 días; Default: ejecución</i>	<i>Morosidad: >90 días reportado a FICP</i>	<i>Morosidad: >60 días; Default: “realised losses”</i>
<i>Morosidad</i>	<i>2.0-2.5%</i>	<i>> 60 días: 1-3%</i>	<i><2%</i>
<i>Default</i>	<i>1.5-2.0%</i>	<i><1%</i>	<i><0.5%</i>
<i>Prepagos (% anual)</i>	<i>8-13% CPR</i>	<i>Muy alto en 1999 (30%), luego cae a 8-15%.</i>	<i>7-10% CPR</i>
<i>Ejecución (pérdida neta)</i>	<i>0.40%</i>	<i><1%; particularmente bajo en los relacionados a fonctionnaires loans</i>	<i><0.1%</i>

	<i>España</i>	<i>Irlanda</i>	<i>Hong Kong</i>
<i>Mercado Hipotecario</i>			
<i>Tamaño del mercado, 1999 (crédito hipotecario/ PIB)</i>	28%	31%	34%
<i>Tasa de propietarios (%)</i>	78%	80%	53%
<i>Originadores</i>	<i>Cajas de ahorro (55%); bancos comerciales (37%); cooperativas de crédito (6%);</i>	<i>Clearing banks (40%); Non-clearing lenders (60%)</i>	<i>Bancos autorizados a recibir depósitos del público (88%); Bancos restringidos a aceptar depósitos por sobre HK\$500.000 (10%)</i>
<i>Tasas de interés de mercado</i>	<i>Estabilidad relativa entre 6-7% post-1999.</i>	<i>Rango entre 4-5% post-1999</i>	<i>Por debajo de 6% en 2001</i>

<p><i>Existencia de sector subsidiado</i></p>	<p><i>Sector a la baja. Viviendas de Protección Oficial establece tasa e impuesto para desarrollo del sector subsidiado. Ingreso máximo requerido. Mercado cae desde 32% en 1993 hasta 10% en 2001.</i></p>	<p><i>Inexistente</i></p>	<p><i>Home-Ownership Scheme y Private-Sector Participation Scheme ayudan a sectores de ingresos medios y bajos a comprar su vivienda; Tenants Purchase Scheme vende apartamentos a un 45% del valor; Home-Purchase Loan Scheme otorga créditos sin interés o un subsidio mensual.</i></p>
	<p><i>Las tasas de interés bajas y estables no han generado presiones para refinanciar.</i></p>	<p><i>Las bajas tasas de interés han generado upgrade of house y nuevos créditos, más que</i></p>	<p><i>20-30% del total de nuevos créditos son</i></p>

Bonos Hipotecarios	Cédulas Hipotecarias bien desarrolladas, resurgimiento reciente, “structured cedulas” con características de MBS. LTV máximo del colateral es 80% para préstamos residenciales.	Legislación aprobada en diciembre de 2001. Mercado aún por desarrollar.	Compañía de bonos hipotecarios de Hong Kong
--------------------	---	---	---

	España	Irlanda	Hong Kong
Productos			
Producto principal	95% con tasa variable; plazo entre 20-25 años; at a margin over the basis rate; usualmente Euribor.	variable rate monthly annuity payment; maduración entre 10-30 años.	Tasa variable; amortising; plazo entre 20-30 años; con LTV máximo de 70%
Desarrollo del producto	Aumentan los plazos desde 15 a 25 años. Aumenta la proporción de créditos flexibles.	Endowment mortgages popular in 1980s y 1990s, but annuity now dominant.	Vast majority (98%) of new loans variable off prime rate

<i>Prime/Sub-Prime</i>	<i>No está bien definido.</i>	<i>Disponibilidad limitada de créditos hipotecarios para credit impaired borrowers.</i>	<i>No está bien definido</i>
<i>Tasas de interés</i>	<i>Fija: 5% y ajustable, 95% basado en una de cuatro tasas de referencia oficiales; Tasa subsidiada para ingresos bajos: 3.88%.</i>	<i>Variable: 92.5%; Fija: 7.5% (por períodos de 5 años máximo).</i>	<i>Variable: >90%; Fija o híbrido: <10% y cayendo</i>
<i>Plazo</i>	<i>Promedio general >20 años; con tasa ajustable el plazo promedia cerca de 25 años; máximo legal 35 años.</i>		<i>Plazo promedio de 17 años.</i>
	<i>España</i>	<i>Irlanda</i>	<i>Hong Kong</i>
<i>Tipos de préstamos hipotecarios</i>	<i>Préstamos hipotecarios ampliamente homogéneos.</i>	<i>Leasehold and freehold. Principalmente para comprar casa. LTV basado en la edad del deudor.</i>	<i>Productos hipotecarios estándar, asociados a los programas de gobierno.</i>

	Diversificación media.	Fairly commoditised	
Key underwriting criteria			
LTV	Máximo legal: 80%, puede ser mayor con garantías adicionales. Promedio: 80% en 1998.	Promedio: 68%. No existe máximo legal. La primera vez los propietarios ocupan 90-95%, para la segunda propiedad 70-80%. Buy-to-let 90%. Life loans 20-30%.	New loans typical: 64%, current LTV around 90% debido a la caída en los precios. Negative equity loans LTV 110-130%. Lender max generally 70%, government related 100%.
Average debt-to-income/ Debt Service-to-income	DTI promedio 3.8; DSTI rango entre 35-40%	DSTI típicamente 35%	DSTI promedio 37%
Performance			
Definición de morosidad y default	La definición del banco de España es 3 meses; Default are recorded with the credit bureau.	Default: 2-3 pagos mensuales	Morosidad: >3meses; Default: ejecución

Morosidad	0.3-0.5%	Loan balance in arrears divided by portfolio balance, 5-7%; Payment in arrears divided by portfolio balance, 0.25%	Aprox. 1.20%
Default	N/A	Virtualmente cero.	0.30%
Prepagos (% anual)	5-7%	8-10% CPR.	Prepayments reached high of 5% (aprox. 50% CPR) en febrero de 2000, 20-30% al año desde enero de 2001
Ejecución (pérdida neta)	N/A	Mínima	<0.25%

Anexo 2: Seguros Hipotecarios

Los seguros hipotecarios protegen a los bancos y/o a los inversionistas institucionales que financian los créditos hipotecarios contra las pérdidas en caso de que los deudores no paguen y de que el valor de la garantía no alcance para cubrir el monto del crédito.

El seguro hipotecario funciona de la siguiente forma: un individuo que desea comprar una casa de US\$ 30.000, pagando sólo el 5% al contado (US\$ 1.500), puede recibir un crédito hipotecario por el 95% del valor de la propiedad (US\$ 28.500) si compra un seguro hipotecario, que cubra el 20% del valor de la propiedad (US\$ 6000); si el individuo no paga su crédito, el banco se paga vendiendo la propiedad y si el valor de liquidación no alcanza para cubrir el monto del crédito, la compañía de seguros cubre la diferencia, hasta el 20% del valor. Siguiendo con el ejemplo, supongamos que un año más tarde el individuo deja de pagar el crédito y el banco liquida la propiedad en US\$ 25.000. La diferencia entre el saldo del crédito (US\$ 28.500) y la recuperación (US\$ 25.000), que son US\$ 3.500, serían pagados por la compañía de seguros al banco. El siguiente Cuadro muestra que con el seguro el banco financia el 95% del valor de la vivienda pero tiene una exposición al riesgo equivalente al 75%.



Exposición del Banco en Crédito Hipotecarios con Seguro

	Valores
Valor de la Propiedad	US\$ 30.000
Pago al Contado	US\$ 1.500
	(5% valor de propiedad)
Monto del Crédito	US\$ 28.500
Cobertura del Seguro Hipotecario	US\$ 6000
	(20% valor de la propiedad)
Exposición del banco	US\$ 22.500
Relación exposición banco a garantía	75%

Fuente: Elaboración de Consultor.

Las principales ventajas de los seguros hipotecarios son que permiten aumentar el acceso al financiamiento hipotecario a los grupos de más riesgo. Esto se debe a que los bancos estarían dispuestos a financiar una proporción mayor del valor de la propiedad o a grupos con perfiles más riesgosos, sin tener que tomar ellos los riesgos adicionales.

También los seguros hipotecarios estimulan los flujos de fondos desde el mercado de capitales hacia el sector vivienda, ya que reducen los riesgos para los inversionistas institucionales. Esto estimula el mercado secundario de valores hipotecarios.

El proceso para comprar un seguro hipotecario es parte del proceso regular para acceder a un crédito hipotecario. La compañía aseguradora revisa el crédito otorgado; si lo aprueba, el crédito vuelve a la institución prestamista para que ésta cierre el contrato con el seguro incorporado. En el caso de Estados Unidos, la mayoría de los créditos son resueltos en menos de 24 horas. Los seguros hipotecarios no pueden ser contratados directamente en la compañía de seguros, deben contratarse a través del banco.

Los requisitos para acceder al seguro son similares a los requeridos para obtener el crédito. Se requiere tener un ingreso suficiente para cubrir el pago mensual y buenos antecedentes comerciales.

A diferencia de otros seguros asociados a la compra de una vivienda, los seguros hipotecarios protegen al prestamista y al inversionista, no al deudor del crédito.

En Estados Unidos, los seguros hipotecarios de la mayoría de los créditos hechos después del 29 de julio de 1999 terminan automáticamente cuando se ha pagado el 22% del valor original de la vivienda. También es posible solicitar la cancelación del seguro después de haber reducido el crédito en un 20%. Sin embargo, en el caso de préstamos de alto riesgo, los prestamistas pueden exigir cobertura por un período de 15 años.

Costos de los Seguros

En Estados Unidos, los costos de los seguros hipotecarios son variables y dependen de los siguientes factores, entre otros:

- Proporción de la vivienda que se paga al contado.
- Tipo de crédito (los créditos hipotecarios con tasas de interés variables son percibidos como más riesgosos que los créditos a tasas fijas).
- Porcentaje del valor de la propiedad que se está asegurando.
- Existen las siguientes tres modalidades de pago de los seguros hipotecarios:
 - Un pago único al inicio del crédito.
 - Pagos mensuales junto al dividendo.
 - Que el banco contrate el seguro y lo recargue en la tasa de interés.

El siguiente Cuadro muestra que el costo de los seguros hipotecarios fluctúa entre 0,5% y 5% del valor de la hipoteca. Los precios más bajos son los de Nueva Zelanda donde éstos fluctúan entre 0,5% y 2% del valor del crédito. En Estados Unidos los precios aparecen más altos, pero los consumidores tienen la posibilidad de renunciar al seguro una vez que la relación deuda a garantía es igual o menor a 78%. En Canadá, Puerto Rico e Israel los precios varían entre 2% y 4% del valor del crédito.

Costo de los Seguros Hipotecarios en el Mundo

<i>País</i>	<i>Tipo de Cobro</i>	<i>Costo</i>
Canadá	Un solo pago inicial	2% y 3.75% del valor de la hipoteca.
Estado Unidos	Mensual	Entre US\$ 40 y US\$ 70 mensuales. Esto equivale a un recargo de 60 puntos bases anuales en la tasa de interés, o, 4,8% del valor de la hipoteca.
Nueva Zelanda	Un solo pago inicial	0.5 a un 2% del valor de la hipoteca.
Puerto Rico	Un solo pago inicial	2,2% y 4,2% del valor de la hipoteca.
Israel	Un solo pago inicial	3% y 4% del valor de la hipoteca.

Fuente: Mortgage Default Insurance: Credit Enhancement for Homeownership, Housing Finance Internacional, September 2001 y Boletín de Opinión N° 22 de la Asociación de Aseguradores de Chile A.G.

Experiencia Internacional

Una revisión internacional indica que hoy se ofrecen seguros hipotecarios en Estados Unidos, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, el Reino Unido, Hong Kong, y recientemente, en Israel. Aunque existen diferencias en la forma en que operan a través de los países, el producto es muy similar. En general, estos seguros están siendo ampliamente usados en esos países y están contribuyendo a facilitar el acceso al financiamiento para la vivienda. A continuación se revisará la experiencia de cada uno de estos países.

En Estados Unidos existen siete compañías privadas que ofrecen seguros hipotecarios (GE Mortgage Insurance, Greenwich Home Mortgage, Mortgage Guaranty Insurance Corp, PMI

Mortgage Insurance Co., Radian Guaranty Inc., Republic Mortgage Insurance Co., Triad Guaranty Insurance Corp., United Guaranty Corp.). En el primer trimestre de 2001, el total de créditos para la vivienda alcanzó los US\$ 400 miles de millones, de ellos, el 12,5% fue asegurado bajo la modalidad de seguro hipotecario privado. Por su parte, las aseguradoras del gobierno federal, como son la Federal Housing Administration (FHA) y el Veterans Administration (VA) aseguraron un 8% de los créditos. El FHA ofrece una cobertura de 100% de los créditos, en cambio los seguros privados cubren entre un 20 y un 30% del valor de la hipoteca. Adicionalmente, existen varios Estados que tienen sistemas de seguro de crédito hipotecario para compradores de ingresos medios. Aunque la máxima relación valor del crédito a valor de la hipoteca que se aseguraba era de 95% en el caso de las compañías privadas y 97% para FHA, actualmente es posible contratar seguros privados y del Gobierno por préstamos que llegan hasta el 100% del valor de la propiedad. Las empresas privadas que ofrecen seguros hipotecarios tienen requerimientos de capital que varían con el riesgo total, la relación valor del crédito a valor de la garantía y con el porcentaje de cobertura. También deben mantener reservas de contingencia contra pérdidas catastróficas, no pueden ser controladas por prestamistas asegurados, ni pueden pagar comisiones a los prestamistas. Finalmente, deben mantener inversiones al menos de grado AA.

En Canadá, existen dos instituciones que proveen seguros hipotecarios, una perteneciente al gobierno federal que funciona desde 1954 (CMHC: Canada Mortgage and Housing Corporation) y otra privada (GEMIC: GE Capital Mortgage Insurance Canada). CMHC vende anualmente 400.000 seguros y GEMIC asegura un número menor pero creciente de créditos hipotecarios. En cuanto a cobertura, precios y mercado objetivo, los programas del Gobierno y los privados son similares. De los US\$ 50 miles de millones de créditos para la vivienda que se originan anualmente, US\$ 20 miles de millones tienen seguro hipotecario, equivalente 40% del total de créditos. Los premios deben ser totalmente prepagados al contratar el presta-

mo. La relación valor del crédito a valor de la garantía máxima asegurable es de 95%; aunque en 2000 GEMIC anunció un programa piloto con un límite de 100%. Los seguros hipotecarios privados son protegidos por una garantía del Gobierno. Las instituciones que ofrecen seguros hipotecarios deben mantener una reserva contra pérdidas catastróficas y no pueden pagar comisiones a los prestamistas. Los requerimientos de capital se basan en una escala de acuerdo a la relación valor del crédito a valor de la garantía, el porcentaje de cobertura y la duración del préstamo.

En el año 2000, se originaron en Australia US\$53 miles de millones en créditos hipotecarios, de éstos, US\$22 miles de millones contaba con seguro hipotecario, es decir, el 42%. La titularización de créditos hipotecarios ha pasado de US\$1.7 miles de millones en 1995 (todos nacionales) a US\$9.4 miles de millones en 2000 (50% inversionistas extranjeros). La mayoría de los seguros hipotecarios en Australia tienen una cobertura del 100%, sin embargo, en Nueva Zelanda el límite es de 20 a 30%. Los premios pagados dependen principalmente de la relación entre el valor del crédito y el valor de la hipoteca. Actualmente existen en Australia tres empresas privadas que ofrecen seguros hipotecarios tanto en este país como en Nueva Zelanda. Dos de estas firmas son propiedad de capitales de Estados Unidos. A diferencia de Estados Unidos, las empresas que proveen seguros hipotecarios están autorizadas para entregar préstamos hipotecarios residenciales y comerciales. La legislación en Australia es más estricta que en Nueva Zelanda e incluye una escala móvil de reservas de capital para créditos con una relación valor del crédito a valor de la garantía mayor a dos tercios, reservas de contingencia y una prohibición de pagar comisiones a prestamistas.

En el Reino Unido los seguros hipotecarios se conocen como “mortgage indemnity guaranty” (MIG). Estos han sido comercializados tradicionalmente por los prestamistas como parte de un gran paquete de seguros. La recesión de principios de los 90 ocasionó grandes pérdidas en esta industria que debió modificar las coberturas, los análisis de riesgo e incrementar los pre-

mios. Los pagos de los seguros hipotecarios en el Reino Unido aparecen como una adición a la tasa de interés o se pagan por adelantado a veces sumados al saldo del préstamo. Los prestamistas ofrecen créditos asegurados con una relación valor del crédito a valor de la garantía de 100% e incluso han aparecido préstamos flexibles con más de 100%. La postura del gobierno británico con respecto a los seguros hipotecarios ha sido la de “laissez faire”, sin regulaciones especiales.

En Hong Kong los seguros hipotecarios fueron instaurados por la “Hong Kong Mortgage Corporation” (HKMC) en 1999. La HKMC es una agencia cuasipública de mercado secundario que como Fannie Mae y Freddie Mac en Estados Unidos, compra préstamos habitacionales a prestamistas privados y emite títulos respaldados por los créditos que ha adquirido. Previo al lanzamiento del programa de seguro hipotecario, HKMC podía comprar créditos con un máximo de relación deuda a garantía de 70%. En el año 2000, el programa se expandió para incluir relaciones sobre 90% con prepagos de hasta 3%; además HKMC comenzó a retener un 20% del riesgo del seguro hipotecario con algunos de sus reaseguradores. HKMC ha calificado a cinco reaseguradoras: tres locales y dos de Estados Unidos. En ese mismo año, de los US\$ 15 miles de millones de créditos para la vivienda que se originaron, HKMC emitió garantías sobre US \$1.2 miles de millones de créditos en cerca



de 50.000 aplicaciones de seguros hipotecarios, es decir, 8%. Algunas características claves del programa tomaron como base el modelo de Estados Unidos.

En Israel la institución encargada de proveer seguros hipotecarios para la vivienda es la EMI – Ezer Mortgage Insurance que comenzó a funcionar en 1998. AIG aportó capital a través de sus filiales de seguros de crédito para la vivienda en Estados Unidos y es dueño del 80% de EMI – Ezer. En este país el mercado de créditos habitacionales es cubierto por nueve bancos, tres de los cuales son los más importantes. El total de créditos originados es de US \$5 miles de millones por año. El programa de seguro hipotecario extendió los límites máximos para valor del crédito a valor de la garantía de 70% a 90%. El seguro hipotecario inicialmente ofrecía una cobertura de 100%, ahora la cobertura es de entre un 20 y un 30% del valor del crédito. Si bien el objetivo inicial del programa de seguro hipotecario era mejorar el acceso al financiamiento habitacional, ahora también es visto por los participantes del mercado como una clave para desarrollar un mercado secundario de créditos para la vivienda. La legislación adoptada para estos efectos, tomó como base la regulación de Estados Unidos. Aunque el crecimiento de los seguros hipotecarios ha sido gradual, la mayoría de los prestamistas se ha tornado usuario activo.

Anexo 3: Regulación de las Inversiones Hipotecarias de las AFP en Latinoamérica

País	Regulación	Instrumento elegible	Límites por instrumento (como % del fondo)
Argentina	SAFJP, Comisión Nacional de Valores	Cédulas, letras hipotecarias y otros títulos con garantía hipotecaria	40%
Bolivia	SPVS, Comité de Normas Financieras de Prudencia	a) Cédulas hipotecarias emitidas o garantizadas por Bancos constituidos en Bolivia;	50%

<i>Tipo de límites</i>	<i>Calificación de riesgo</i>	<i>Custodia de títulos</i>
<i>Por grupo de instrumentos y por emisor</i>	<i>Las cédulas hipotecarias deben estar calificadas: A o BBB por la Comisión Nacional de Valores</i>	<i>Caja de valores autorizada por la Comisión Nacional de Valores o en entidades financieras autorizadas por el BCRA y la SAFJP</i>
<i>Por tipo genérico de instrumento, emisor, categoría y niveles de riesgo y liquidez</i>	<i>Los valores del mercado local deben contar con una calificación de riesgo vigente, equivalente como mínimo a grado de inversión BB2 para valores de largo plazo</i>	<i>Como mínimo el 95% de los títulos del fondo debe mantenerse en entidades de custodia</i>

		<p>b) Valores representativos de deuda emitidos a partir de un proceso de titularización respaldado por cartera hipotecaria, que cuenten con calificación de riesgo</p>	30%
Chile	SAFP, SVS, SBIF	Letras de crédito emitidas por instituciones financieras	Fondo A: 40%,
			Fondo B: 40%,
			Fondo C: 50%,
			Fondo D: 60%,
			Fondo E: 70%

Por instrumento, por grupo de instrumentos, por emisor, para emisores relacionados con la emisora

La evaluación la realizan sociedades privadas clasificadoras de riesgo (fiscalizadas por la SVS) y la Comisión Nacional Clasificadora de Riesgo (CCR). Los instrumentos elegibles de largo plazo deben tener clasificación AAA a BBB.

En el Banco Central de Chile, en las instituciones que éste autorice o en empresas privadas de depósito de valores. Se deben mantener en custodia al menos el 90% del valor de cada fondo y los encajes respectivos

<p><i>Colombia</i></p>	<p><i>Superintendencia Bancaria,</i></p>	<p><i>Bonos y títulos hipotecarios Ley 546/99 y otros títulos de contenido crediticio derivados de procesos de titularización de cartera hipotecaria</i></p>	<p><i>40%</i></p>
	<p><i>Superintendencia de Valores</i></p>		
<p><i>Costa Rica</i></p>	<p><i>Superintendencia de Pensiones, Superintendencia General de entidades financieras</i></p>	<p><i>Regulación emitida por el Consejo Nacional de Supervisión</i></p>	

<p>Por instrumento, por emisor, por emisión, límite de concentración de propiedad accionaria, límite de inversión en vinculados</p>	<p>La calificación mínima para bonos y títulos derivados de procesos de titularización es A-, tratándose de títulos de largo plazo</p>	<p>Le totalidad de los títulos representativos de las inversiones de los fondos deben mantenerse en el depósito central de valores del Banco de la República o en un depósito centralizado de valores autorizado por la Superintendencia de Valores</p>
---	--	---

<p>Por instrumento, por sector y por emisor. Además, las operadoras deberán invertir al menos un 15% de los fondos del régimen obligatorio en títulos valores con garantía hipotecaria, incluyendo valores provenientes de procesos de titularización</p>	<p>Solamente pueden adquirirse valores calificados con A y superior</p>	<p>Las operadoras sólo pueden transar instrumentos financieros por medio de las bolsas de valores o ventanillas de entidades financieras reguladas y a precios de mercado. Estos valores deben custodiarse por medio de entidades autorizadas al efecto por el Supervisor de Valores</p>
---	---	--

<p><i>El Salvador</i></p>	<p><i>Superintendencia de Pensiones, Superintendencia de Valores y del Sistema Financiero</i></p>	<p><i>Valores emitidos con garantía hipotecaria o prendaria sobre cartera hipotecaria, incluyendo los emitidos por el Fondo Social para la Vivienda</i></p>	<p><i>40%</i></p>
<p><i>México</i></p>	<p><i>Consar, Banco de México, Comisión Nacional Bancaria y de Valores</i></p>	<p><i>Las sociedades de inversión deberán operar con valores, documentos, efectivo y los demás instrumentos que establezca la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, oyendo previamente la opinión del Banco de México, de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, y del Comité Consultivo y de Vigilancia</i></p>	

*Por instrumento,
por nivel de riesgo*

Todos los instrumentos de inversión que señala la Ley, deben ser sometidos a un proceso de clasificación de riesgo y encontrarse dentro de la calificación mínima establecida por la Comisión de Riesgo

Los títulos deben permanecer en una sociedad especializada en custodia de valores

*Por instrumento,
por riesgo crediticio,
con empresas con
nexos patrimoniales,
con relacionadas,
por emisión*

El Comité de Análisis de Riesgo establece los niveles de riesgo crediticio aceptable de los valores que integren las carteras de las sociedades de inversión especializadas

Los títulos adquiridos por las administradoras se encuentran depositados en la SD Indeval, institución privada que es el custodio general de valores

<p>República Dominicana</p>	<p>Superintendencia de Pensiones, Consejo Nacional de Seguridad Social</p>	<p>a) Letras o cédulas hipotecarias emitidas por las instituciones bancarias, el BNV, el INVI y las AAP reguladas y acreditadas</p>	<p>70%</p>
		<p>b) Títulos y valores emitidos por el BNV, para el desarrollo de un mercado secundario de hipotecas</p>	<p>10%</p>
<p>Perú</p>	<p>Superintendencia de banca, seguros y AFP (SBS)</p>	<p>Instrumentos de inversión emitidos para el financiamiento hipotecario por empresas bancarias y financieras</p>	<p>40%</p>

Por instrumento, por tipo de instrumentos, por emisor, para emisores relacionados con la emisora

La calificación de riesgo la realizan empresas privadas clasificadoras de riesgo reguladas y supervisadas por la SIV. Los instrumentos elegibles de largo plazo deben tener clasificación AAA a BBB. Los Fondos de Pensiones sólo podrán adquirir los instrumentos una vez aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgos y Límites de Inversión

Los títulos e instrumentos financieros, físicos, electrónicos o de cualquier otra modalidad, equivalentes a por lo menos 95% del valor invertido del fondo, deberán estar bajo custodia del Banco Central de la República Dominicana

Por instrumento, por emisor, por emisión, por grupo económico, entre otros

Los instrumentos deben estar previamente clasificados por 2 empresas especializadas y cumplir con los requisitos adicionales de la SBS

Lo SBS verifica diariamente el stock de instrumentos en los que las AFP mantienen los flujos de entrada y salida

Anexo 4. Titularización

Definición y agentes involucrados

La titularización consiste en un proceso de creación de un nuevo instrumento financiero, a partir de la combinación de otros activos financieros homogéneos. Este nuevo instrumento está respaldado por los flujos futuros de los activos financieros subyacentes.

Entre los activos que se pueden titularizar están los siguientes:

- Préstamos hipotecarios otorgados por las entidades financieras.
- Créditos automotrices.
- Créditos de tarjetas de crédito de grandes tiendas.
- Flujos futuros como son las matrículas universitarias, pagos de cuentas de servicios públicos y otros.
- Ingresos futuros de obras públicas concesionadas.

Ventajas y Desventajas de la Titularización

Los principales beneficios de la titularización son los siguientes:

- Se facilita el financiamiento de la vivienda ya que los bancos pueden emitir bonos titularizados respaldados con créditos hipotecarios. Estos últimos son comprados por los inversionistas institucionales permitiendo que los recursos de los fondos de pensiones, fondos mutuos y compañías de seguros financien viviendas.
- Estos bonos titularizados permiten construir otros bonos que tienen mejor clasificación de riesgo que la del emisor y así facilitan su acceso al mercado de capitales.
- La titularización entrega flexibilidad para crear distintos instrumentos financieros y así facilitar la segmentación de la demanda de los bonos. Reduciendo los costos de financiamiento para la empresa.
- Facilita la profundización de los mercados financieros al crearse nuevos títulos.

- Aumenta liquidez en los mercados de activos financieros.

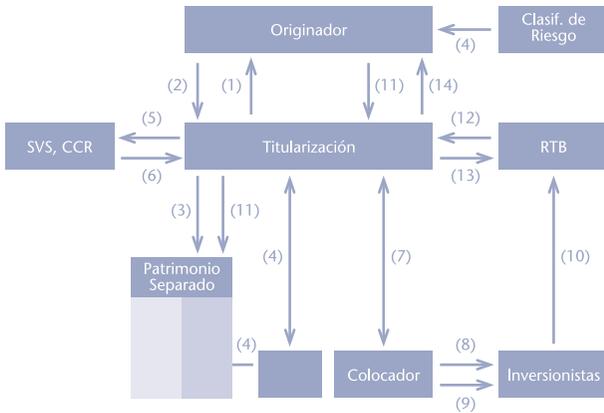
Las principales desventajas son las siguientes:

- El proceso de titularización es costoso ya que incorpora un gran número de agentes en la transacción, entre los que se encuentran: i) emisor, que es la institución que forma el patrimonio separado y estructura la colocación; ii) las agencias clasificadoras de riesgo que clasifican el bono securitizado; iii) los contadores que llevan la contabilidad del patrimonio separado; iv) los abogados que confeccionan los contratos de emisión y otros, y; v) el puesto de bolsa que vende los bonos en la Bolsa de Valores.
- La titularización es un proceso que toma tiempo ya que se debe seleccionar los activos, juntar la documentación que respalda el activo y recién iniciar dicho proceso titularización.
- Los requerimientos de información necesarios para llevar a cabo la emisión son elevados. La empresa que originó los activos debe entregar información sobre el comportamiento del activo subyacente; si son créditos tiene que proveer la información histórica de default, prepagos y recuperaciones.

El Proceso de Titularización y sus Costos

En esta sección se revisan las actividades del proceso de titularización y los agentes que participan en éstas. En términos generales, el proceso opera de la siguiente forma: (a) un originador de créditos, que puede ser un banco, empresa mutuaría, leasing, casa comercial, etc., genera una cartera de créditos; (b) los créditos son traspasados a un “patrimonio separado”, que es organizado por una empresa titularizadora; (c) la titularizadora estructura una serie de bonos que serán emitidos por el patrimonio separado; (e) una agencia clasificadora de riesgo clasifica los títulos que serán emitidos en base al riesgo de los créditos del patrimonio separado; (f) el titularizador emite y vende los títulos a los inversionistas. La siguiente Figura describe en detalle dicho proceso.

Proceso de Titularización



- 1) La titularizadora realiza la selección de la cartera de créditos que se va a titularizar y un “due dilligence” de la misma.
- 2) El originador traspassa la base de datos de la cartera a la titularizadora o a quien esta designe.
- 3) La titularizadora estructura el patrimonio separado, con pasivos y activos. El proceso involucra la estructuración de los bonos en series de distintos plazos y clasificación de riesgo, y un análisis de la capacidad de pago de cada serie en situaciones de “stress” para estimar la clasificación de riesgo de cada una (“shadow rating”).
- 4) Los clasificadores de riesgo analizan los bonos que se emitirán, la cartera de créditos y los procedimientos del originador. Emiten una clasificación para cada serie.
- 5) La titularizadora envía a la SIV y la CCR los antecedentes para la inscripción y clasificación de los bonos.
- 6) La SIV emite el certificado de inscripción y la CCR la clasificación de los bonos.



- 7) La titularizadora y el colocador preparan la colocación.
- 8) Se envía el prospecto a los inversionistas y se realiza el “road show” de la colocación.
- 9) Se realiza la colocación.
- 10) Los inversionistas pagan la emisión. El pago se entrega al Representante de Tenedores de Bonos.
- 11) El originador traspasa legalmente la cartera al patrimonio separado.
- 12) El representante de tenedores de bonos emite el certificado de constitución del Patrimonio Separado.
- 13) El representante de tenedores de bonos remite los fondos a la titularizadora.
- 14) La titularizadora paga al originador.

Para estimar los costos de la titularización se usará la información de la experiencia chilena. Se considerarán todos los costos excepto la comisión de la titularizadora y del puesto de bolsa por la estructuración y colocación de los bonos.

El estudio se hizo en base a 20 titulaciones de financiamiento hipotecario. Los datos fueron obtenidos de las escrituras de emisión de cada titularización.

Una vez emitidos los bonos, la titularizadora se encarga de administrar el patrimonio separado, cuyos activos son los créditos y cuyos pasivos son los bonos emitidos. Periódicamente la titularizadora debe recibir los pagos que generan los activos y distribuirlos a los tenedores de los bonos. La administración del patrimonio separado tiene asociadas las siguientes actividades:

- **Administración de la cartera de mutuos.** Este es el costo de administrar los cobros de los dividendos de los créditos y remesar los pagos a la titularizadora. Se incluye acá el costo de tramitar los cobros judiciales a los mutuos impagos. Generalmente esta función es adjudicada al originador de los mutuos. El costo promedio de administración de cartera de mutuos o leasing de las emisiones realizadas hasta el momento es de US\$ 5,7 mensual por cada contrato en cartera. El costo de administración de la cartera de créditos es un gasto que el originador tiene con cualquier alternativa de financiamiento, ya sea venta de

- cartera, LH, créditos bancarios u otros. Así, en el costo “marginal” de securitizar no se debe considerar este gasto.
- **Custodia de mutuos y/o leasing.** Es la custodia de los contratos de financiamiento. En general no se ha contratado una custodia especial para los mutuos sino que ésta se ha delegado en el administrador de la cartera, que es el mismo originador.
 - **Administración maestra.** Es la función de control y respaldo de la administración de la cartera de mutuos. El administrador maestro es quien controla que las funciones de administración realizadas por el originador de la cartera se desarrollan correctamente. Esta función la puede realizar la titularizadora directamente o contratar a una empresa especializada. El costo promedio explícito de esta función en las emisiones es de US\$ 24.000 al año. Este costo es relativamente fijo, y no depende directamente del tamaño de la emisión.
 - **Clasificación de Riesgo.** Según la legislación chilena se requiere que al menos dos clasificadores de riesgo clasifiquen los bonos emitidos por el patrimonio separado, anualmente. El costo promedio de la clasificación del primer año ha sido de US\$ 22.000 por ambos clasificadores y anualmente de unas US\$ 6.500 por cada clasificador.
 - **Auditoría Externa del Patrimonio Separado.** Anualmente se requiere que un auditor externo emita su opinión sobre los estados financieros de cada Patrimonio Separado. El costo aproximado de esta función ha sido de unas US\$ 2.500 anuales. En general la auditoría del primer año es en promedio US\$ 2.000 más cara que el resto.
 - **Banco Pagador.** El banco pagador remite los pagos a los tenedores de los bonos. En promedio el costo de este servicio ha sido de unos US\$ 4.500 al año, y no depende del monto de la emisión.

Adicional a las actividades de administración, el patrimonio separado tiene los siguientes costos anuales:

- **Representante de los tenedores de bonos.** En general es un banco. El costo de esta función ha sido de alrededor de US\$ 6.000 anual mas un pago inicial de unos US\$ 4.000.

- **Cargo anual de la titularizadora.** La empresa que realiza la emisión queda con la función de administrar el patrimonio separado durante la vida de los bonos. Por esta función, que implica entre otras cosas coordinar las actividades de administración de mutuos, clasificación de riesgo y pago de los bonos, e invertir los excesos de caja del patrimonio separado, la titularizadora recibe un pago anual que en promedio ha sido equivalente a 8,8 puntos base del monto emitido.
- **Derechos de enlistamiento en bolsa.** Es el cobro que hace la bolsa de comercio por listar los bonos. Este alcanza en el caso chileno a US\$ 600 semestralmente más un pago inicial de US\$ 600.
- **Costos de citaciones, avisos y publicaciones.** Son los costos de publicación de los estados financieros, citaciones a juntas de tenedores de bonos, sorteos de prepagos, etc. El monto anual promedio asignado a este gasto es de US\$ 10.500.

Por otra parte, los costos de emisión de los bonos, que son los que se incurren al momento de realizar la emisión, son los siguientes:

- Inscripción en el Depósito Central de Valores (DCV). Es lo que cobra el DCV por la inscripción y custodia de los títulos, y la administración de las transferencias de los mismos. El costo es de 0,01% de la emisión.
- Clasificación de Riesgo. El costo promedio de la clasificación del primer año ha sido de US\$ 22.000 por ambos clasificadores.
- Gastos notariales de escritura y emisión. Son los gastos asociados a la escritura que hay que hacer entre el emisor y el representante de los tenedores de bonos. El costo asignado ha sido de unos US\$ 1.500.
- Inscripción en el registro de valores. Es el trámite que hay que realizar ante la Superintendencia de Valores y Seguros y su costo es de US\$ 6.600.
- Diseño e impresión de títulos de deuda. Es el costo de imprimir los títulos, y alcanza a unos US\$ 5.400. Si la emisión

de los bonos es “desmaterializada” e inscrita en el DCV, este costo no se asume, y solo se paga al DCV el 0,01% de la emisión por una vez.

- Avisos y publicaciones de la emisión. En promedio se han asignado gastos máximos de US\$ 8.400.

En base a estos antecedentes se pueden simular los costos para una emisión de US\$ 30 millones compuesta por 1.000 mutuos hipotecarios basados en los costos históricos de las titularizaciones. Esta tendría un costo de emisión de US\$ 48.000 y un costo anual de administración del patrimonio separado de US\$ 152.700. Como mencionamos anteriormente, el costo de administración de la cartera de créditos es un gasto que el originador tiene con cualquier alternativa de financiamiento. Sin considerar ese gasto, el costo anual del patrimonio separado es de US\$ 84.300.

Así, a modo de ejemplo, una emisión de US\$ 15 millones tendrá un costo de emisión equivalente a unos 32 pb y un costo anual equivalente a unos 46 pb, excluyendo el costo de administración de los mutuos. En cambio, una emisión de US\$ 30 millones tendrá un costo inicial de unos 16 pb y un costo anual de unos 28 pb.

Es interesante notar un par de datos sobresalientes en los costos señalados. Primero, gran parte del costo fijo anual se lo lleva la administración maestra, en los casos que la ha habido. En promedio el costo de este servicio ha sido de alrededor de UF 24.000, equivalente a un tercio del costo anual del patrimonio separado excluyendo la administración de la cartera de créditos. Segundo, en los costos de emisión la mayor incidencia la ha tenido la clasificación de riesgo, con un monto de alrededor de UF21.000, que equivale a algo más de un 40% del costo total.

Es importante recordar que hay dos costos de emisión que hemos dejado fuera: la comisión de la titularizadoras y la comisión de la corredora que coloca los bonos. Aunque ambos dependen de diversos factores, probablemente la suma de ambos está en torno a 100 puntos base de la emisión.

Marco Regulatorio

La normativa de titularización se puede agrupar básicamente en cuatro conceptos: a.) obligaciones y derechos de las sociedades titularizadoras; b) tipo de activos que se pueden titularizar; c) emisión de bonos con formación de Patrimonio Separado; d) administración del Patrimonio Separado. A continuación pasamos a explicar en mayor detalle cada uno de ellos.

Regulación de Titularización

<i>Ley Principal</i>	<i>Concepto Regulado</i>
<i>Ley de Titularización:</i>	<i>Sociedad Titularizaría</i>
	<i>Activos a Titularizar</i>
	<i>Emisión de títulos</i>
	<i>Patrimonio Separado</i>

Obligaciones y derechos de las sociedades securitizadoras

Las titularizadoras son sociedades anónimas especiales con el único objeto de adquirir cierto tipo de créditos, adquirir derechos sobre flujos de pago y emitir títulos de deuda de corto y largo plazo.

Los patrimonios separados son financieramente independientes de la sociedad titularizadora, es decir, la quiebra de la sociedad no afecta a los patrimonios separados.

A su vez, los tenedores de títulos de deuda emitidos por las sociedades tienen derechos exclusivamente sobre los activos del respectivo patrimonio separado, sin perjuicio de las garantías reales o personales, otorgadas por terceros o que graven el patrimonio común de la sociedad. También son acreedores del patrimonio el custodio, el representante de los tenedores de títulos y el administrador por las remuneraciones que se les adeuden.

Un patrimonio separado no podrá ser declarado en quiebra en caso alguno, sino que sólo entrará en liquidación cuando

concurra respecto de él alguna de las causales que habrían dado origen a la quiebra.

Cuando la sociedad fuere declarada en quiebra, el representante de los tenedores de títulos o quien designe la junta de tenedores de títulos de deuda, administrará y liquidará los patrimonios separados.

Tipo de activos que se pueden securitizar

En el área de titularización, son susceptibles de ser titularizados:

- Mutuos hipotecarios endosables
- Créditos hipotecarios.
- Depósitos a plazo emitidos por bancos establecidos nacionales.
- Contratos de Leasing
- Títulos de renta fija emitidos por la Tesorería General de la República.
- Pagarés originados por empresas de servicios sanitarios.
- Créditos y derechos sobre flujos de pago emanados de obra pública, de obra de infraestructura de uso público, de bienes nacionales de uso público o de las concesiones de estos bienes u obras.
- Otros créditos y derechos que consten por escrito y que tengan el carácter de transferibles.

Emisión de bonos con formación de Patrimonio Separado

Se debe presentar a la Superintendencia de Valores una “Solicitud de Inscripción de la Emisión”, la que debe contener lo siguiente:

- Carta del Gerente General de la Titularizadora solicitando la inscripción.
- Escritura de Emisión
- Prospecto
- Otros Antecedentes:
 - a. Facsímile de títulos
 - b. Acta de sesión de directorio que acordó la emisión

- c. Copia del aviso a publicar informando sobre la emisión
- d. Constancia de la constitución de garantías
- e. Certificado de la imprenta con las normas de seguridad de los títulos.
- f. Certificados de clasificadores de riesgo

Una vez realizada la emisión se debe enviar a la Superintendencia:

- Copia inutilizada del título confeccionado para la emisión
- Escritura publica con constancia de la suscripción de la emisión
- Certificado emitido por el Representante de los tenedores de bonos.
- Copia del prospecto de emisión.

En la escritura de emisión debe establecerse, entre otras cosas:

- Antecedentes de la titularizadora.
- Antecedentes del representante de tenedores de bonos, su remuneración, sus derechos y obligaciones.
- Antecedentes del administrador de los activos y su remuneración.
- Antecedentes del custodio de los activos y su remuneración.
- Características de la emisión.
- Normas sobre el funcionamiento de las juntas de tenedores de bonos.

En el prospecto de emisión debe señalarse, entre otras cosas, lo siguiente:

- Identificación de la titularizadora
- Identificación del representante de tenedores de bonos
- Descripción de la emisión
- Descripción de la cartera de activos
- Descripción de la colocación
- Identificación de los colocadores
- Certificado de inscripción de la emisión
- Clasificaciones de riesgo
- Lugar, frecuencia y forma de pago.
- Lugar, frecuencia y forma de informes financieros

Si el patrimonio separado tiene varias emisiones en el tiempo, se debe:

- Presentar una escritura general sin las “características de la emisión”.
- Presentar una escritura especial con las “características de cada emisión”.

Administración del Patrimonio Separado

En cuanto a la administración del patrimonio es recomendable que el marco regulatorio contemple lo siguiente:

- Que esté legalmente constituido el patrimonio separado.
- Cada uno de los patrimonios separados no puede tener más de un 35% de activos originados por un banco o sociedad financiera relacionada a la sociedad.
- Se debe llevar un registro especial de cada patrimonio separado y de los títulos de deuda que emita, así como contabilidad independiente de cada uno.
- La administración de los bienes del patrimonio separado la puede hacer la SS o se puede encargar.
- Los títulos de crédito y valores que integren el activo de los patrimonios separados deberán ser entregados en custodia a bancos, sociedades financieras, empresas de depósito y custodia de valores u otras entidades expresamente autorizadas por la ley.
- Los excedentes del patrimonio separado se pueden invertir libremente. Se deben estipular normas de administración en la escritura.
- Se deben realizar sorteos para las amortizaciones extraordinarias.
- Se debe enviar a la SIV copia de las publicaciones de la lista de títulos amortizados en forma extraordinaria y copia del protocolo del acta notarial de la diligencia del sorteo y constancia de la constitución de la garantía, en caso que se constituya con posterioridad a la escritura de emisión.
- Se deben realizar juntas de tenedores de títulos de deuda y enviar a la SIV las notificaciones.

- Se deben comunicar como hecho esencial, a la Superintendencia, a las bolsas de valores y al representante o los representantes de tenedores de títulos:
 - Los retiros de activos del patrimonio separado
 - El ejercicio de la cláusula sobre arbitraje
 - Los cambios de custodio.

Anexo 5: Seguros de Títulos

Los seguros de títulos de propiedad son pólizas que cubren las eventuales pérdidas en que incurrirían los compradores de bienes inmuebles o las instituciones financieras que los financian, por defectos en los títulos de las propiedades inmobiliarias.

Las compañías aseguradoras que venden los seguros de títulos asumen los costos de solucionar, judicialmente o por acuerdo, cualquier controversia que se produzca con los títulos de la propiedad. Más aún, en caso de que el tenedor de una póliza pierda su propiedad por problemas con los títulos, la compañía de seguros le paga el valor de la propiedad como compensación.

La principal ventaja del seguro de título es que le dan garantía a los compradores de bienes inmuebles de que serán los dueños legítimos de las propiedades que están comprando. Asimismo, le garantizan a las instituciones financieras o a los inversionistas institucionales que la garantía que están recibiendo, que la mayoría de las veces es la misma propiedad que están financiando, va a poder ser ejercida en caso que se requiera.

Una segunda ventaja es la ganancia en eficiencia, ya que las empresas que venden estos seguros se especializan en hacer estudios de títulos. Esto lleva a que sólo se demoren entre 24 y 72 horas en hacer un estudio de títulos.

Una tercera ventaja es que si posteriormente se renegocia el crédito hipotecario, el costo de la prima tiene un descuento en promedio entre 50% a 60% del valor original de ésta. También puede obtenerse un descuento en la prima cuando se revende

la casa, siempre que no haya transcurrido mucho tiempo desde que se hizo el estudio inicial.

Una cuarta ventaja es el ahorro de costos que se puede traspasar a precios, aumentando la demanda por viviendas. Las fuentes de ahorros de costos son:

Ganancia de eficiencia en la producción de estudios de títulos;

Después de una o dos transacciones el costo marginal del estudio de títulos de una propiedad es mínimo y;

Economías de escala, ya que en conjuntos habitacionales sólo se hace un estudio de títulos para todo el conjunto.

Una quinta ventaja es aumentar la liquidez de las viviendas porque es más fácil traspasarlas, lo que incentiva la demanda.

Una sexta ventaja es el ahorro en el costo de financiamiento, ya que la existencia del seguro de título podría permitir que los bancos que financian las compras de viviendas liberen antes los fondos a las empresas inmobiliarias, con lo que éstas disminuirían sus costos de financiamiento y podrían traspasar parte del ahorro a los compradores.

Una séptima ventaja es desarrollar el mercado secundario de créditos hipotecarios. A medida que se separan los originadores de los créditos hipotecarios de los inversionistas finales que financian los créditos se requieren seguros de títulos que le garanticen a los inversionistas que los títulos fueron bien estudiados, y que en caso de problemas una compañía de seguros los compensará. Esta es la forma en que los créditos hipotecarios se van transformando en “commodities” que pueden ser transados en el mercado secundario.

Los costos del seguro y del estudio de títulos son del orden del 0,5% del valor de la propiedad en Estados Unidos, país donde está más desarrollada esta industria. Los principales elementos que determinan los costos son:

- El costo de mantener información sobre el título de propiedad.
- El costo de buscar y examinar el título de propiedad.
- El costo de resolver o limpiar los defectos del título.

- Los costos de demanda involucrados en títulos defectuosos.
- El margen de utilidad.
- Actualmente en Estados Unidos el 85% de las transacciones de viviendas se realizan con seguro de título de propiedad.

Las coberturas cubren un conjunto amplio de situaciones, entre las que se encuentran:

- Si un tercero posee participación en el título de propiedad;
- Si un tercero tiene derechos que afectan el título de propiedad originados en arriendos, contratos u opciones;
- Si un tercero afirma tener derechos que afectan el título de propiedad resultantes de la falsificación de un documento o de una falsa identidad;
- Si un tercero posee servidumbre sobre la propiedad y;
- Si un tercero tiene derecho a restringir el uso de la propiedad.

La póliza asegura al dueño del seguro para siempre, incluso después que ya no tenga su título y tiene las siguientes características respecto a la vigencia: (a) no se puede ceder la póliza a nadie más y; (b) asegura a cualquier persona que herede el título por causa de fallecimiento del asegurado.

Existen los siguientes dos tipos de seguros de títulos: (a) la cobertura para propietarios de viviendas (owner's insurance) que es emitida por el precio de compra de la propiedad y cuya vigencia es indefinida, no debe ser renovada, y no existe ningún pago adicional de prima por el tiempo que el asegurado o sus sucesores conserven un interés en la propiedad y; (b) la cobertura para prestamistas hipotecarios (lender's insurance) que cubre el monto del préstamo hipotecario y tiene vigencia hasta que el préstamo expira.

Los seguros de títulos se están usando entre otros países en: Australia, Canadá, España, Estados Unidos, Nueva Zelanda y Reino Unido.

Anexo 6: Seguros de Compra en Plano

La venta de viviendas en construcción (venta en plano) es aquella que se lleva a cabo antes de que la vivienda esté terminada, es decir, antes de la recepción municipal definitiva. Para formalizar el compromiso entre el comprador y el vendedor de la vivienda se firma una promesa de compraventa en la cual se estipulan el plazo para la firma definitiva del contrato de compraventa (escritura), la fecha de entrega de la vivienda, el precio de la vivienda y forma de pago de la misma.

La compraventa de viviendas en plano tiene beneficios y riesgos tanto para los compradores como los vendedores. Los beneficios para los compradores son: (a) obtener descuentos en el precio de los inmuebles producto del menor costo financiero que tendrá la inmobiliaria y el menor riesgo que enfrentará al haber vendido el inmueble; (b) poder elegir entre más opciones la vivienda específica que comprará en un determinado conjunto habitacional, es decir, elegir la ubicación, orientación, vista y distribución de la vivienda o departamento y; (c) captar la plusvalía a medida que se va desarrollando el proyecto. Para los vendedores los principales beneficios son: (a) reducir el riesgo de venta del proyecto, lo que permite terminar más rápido los proyectos y; (b) bajar el costo financiero de los proyectos al ir financiando una parte con los adelantos de precio.

Los principales riesgos que enfrentan los compradores son: (a) el riesgo de incumplimiento, que sería recibir algo distinto a lo que ellos compraron. Las compras en plano se hacen viendo un proyecto con las especificaciones técnicas y en otras oportunidades viendo un departamento o casa piloto, por lo que el comprador sólo tiene una expectativa de lo que está comprando. Esto puede llevar a que al momento de la entrega del departamento o vivienda esta no cumpla con sus expectativas y; (b) el riesgo de que la empresa inmobiliaria no termine el proyecto, ya sea por estafa o por quiebra. En este caso el comprador nunca recibe el inmueble y queda expuesto al proceso de quiebra o a un juicio por estafa para recuperar la parte del precio pagada.



Los demandantes del seguro de garantía de contratos de compraventa serían los compradores de viviendas en plano y las instituciones financieras que financien a estos últimos. Para los compradores sería eficiente pagar un seguro que les garantice que si la inmobiliaria no cumple con lo estipulado en la promesa de compraventa les devolverán su anticipo. El riesgo que asume el comprador es alto, ya que el anticipo puede llegar a ser el 25% de valor de la propiedad, que puede equivaler a 6 sueldos del comprador de la vivienda, por lo que la pérdida que enfrenta esta persona es un porcentaje significativo de su riqueza. Una compañía aseguradora tiene ventajas para administrar ese riesgo, ya que hay economías de escala en evaluar el riesgo de la inmobiliaria y en monitorear el desarrollo del proyecto, además de las ventajas comparativas que se desarrollan con la especialización, lo que permite desarrollar más eficientemente esas funciones. También por la ley de los grandes números las compañías de seguros pueden diversificar el riesgo de crédito de las inmobiliarias en forma más eficiente.

Actualmente estos seguros se comercializan en países como: Australia, Canadá, y España. En Estados Unidos existe un sistema similar de protección al comprador inmobiliario en etapa de construcción.

²⁴Ver Anexo 4 con detalle del proceso





Desarrollo de las
Letras Hipotecarias
en la República Dominicana

Informe preparado por Roberto Zahler¹
para la Superintendencia de Pensiones de República Dominicana

Noviembre, 2005

¹ *Consultor Internacional y Socio de Zahler & Co, gsanhueza@zahlerco.cl*

INTRODUCCIÓN

El objetivo de este Informe es presentar un Plan de Acciones Estratégicas y una Propuesta de Normativa para desarrollar en República Dominicana (RD) el financiamiento hipotecario a través de Letras Hipotecarias (LH). Específicamente, se buscará que las LH sirvan de alternativa de inversión a los fondos de pensiones (FP) y contribuyan a la diversificación de sus carteras.

El objetivo final es lograr canalizar una parte significativa del ahorro acumulado en los FP hacia el financiamiento de la demanda de viviendas, asegurando un adecuado retorno y minimizando los riesgos para los FP.

Los objetivos específicos que se deben alcanzar son los siguientes:

- 1) Canalizar una parte significativa del ahorro de los FP hacia el financiamiento para la adquisición de viviendas, estimulando así el crecimiento del sector de la construcción.
- 2) Conseguir que los FP diversifiquen su riesgo, tomando riesgo hipotecario de largo plazo y no solamente riesgo bancario o financiero, de corto plazo.
- 3) Desarrollar un instrumento financiero líquido, que pueda ser transado a bajo costo en el mercado de valores, contribuyendo así al desarrollo del mercado de capitales en RD.
- 4) Permitir el acceso al financiamiento de la vivienda a un conjunto amplio de la población.

- 5) Focalizar la intervención del Estado en regular y supervisar las entidades de intermediación financiera, en cuanto a las operaciones de otorgamiento de préstamos hipotecarios y el mecanismo de obtención de financiamiento para los mismos.
- 6) Asegurar que los recursos del Estado se asignen para subsidiar el acceso a la vivienda de los sectores más pobres.

Para la realización de este Informe se tuvo presente el Informe Final del Consultor Sr. Gonzalo Sanhuesa, titulado “Diagnóstico sobre el Mercado de Financiamiento Hipotecario y las Condiciones de Emisión de Letras Hipotecarias en la República Dominicana”, de agosto de 2005. Dicho Informe evalúa el marco legal y las prácticas de negocios del sistema de intermediación financiera, como emisores potenciales de LH, y al Sistema de Pensiones, en su rol de inversionistas institucionales, como la estructura mediante la cual se podría conectar a los emisores potenciales con dichos inversionistas y hace recomendaciones para el desarrollo de las LH en RD. También se revisó un conjunto de leyes y reglamentos del funcionamiento del mercado de capitales en República Dominicana. El autor de este Informe viajó a RD, donde se reunió con las autoridades gubernamentales vinculadas al tema y los principales ejecutivos de los bancos múltiples, de las asociaciones de ahorros y préstamos (AAP) y de los FP (Véase el Informe de Misión “Desarrollo de las Letras Hipotecarias en la República Dominicana”, de septiembre 2005).

El contenido del presente Informe es el siguiente:

- En el capítulo 1 se propone un Plan de Acciones Estratégicas relativo a la estructura, funcionamiento y participantes del mercado hipotecario a ser financiado con LH con medidas para impulsar el financiamiento de viviendas con las referidas LH.
- En el capítulo 2 se detalla la regulación financiera necesaria para el adecuado funcionamiento y desarrollo de las LH en RD, especificándose las Leyes y Reglamentos que deben crearse o modificarse.



- En el capítulo 3 se entregan los principales lineamientos macro de una política habitacional para la RD.



1

PLAN DE ACCIONES ESTRATÉGICAS

1.1 Plan de Acción del Mercado de LH

a) Definiciones Básicas

Las LH son instrumentos financieros que permiten que los inversionistas institucionales y no institucionales financien los créditos hipotecarios que otorguen las instituciones financieras. Los originadores² de los préstamos hipotecarios son las instituciones financieras, las que contactan a sus clientes para ofrecerles préstamos hipotecarios, realizan el análisis de crédito, revisan los títulos de propiedad, confeccionan las escrituras y finalmente otorgan el préstamo. Para financiar esa colocación, la institución financiera emite LH que vende a través de la Bolsa de Valores a los inversionistas y, con los recursos obtenidos de esa venta, paga la propiedad que está comprando el cliente.

Esta es una operación calzada, en el sentido que el perfil de cupones de una LH es muy similar al de los dividendos del préstamo. Así, en cada institución financiera, el saldo del stock de LH emitidas es equivalente al saldo de los créditos hipotecarios otorgados con LH.

² En este Informe los originadores de crédito con LH comprenden a los bancos múltiples, bancos de ahorro y crédito, las AAP y las entidades públicas de intermediación financiera, también identificados como “instituciones o entidades financieras”.

Las LH son vendidas por los bancos a través de la Bolsa de Valores siendo los inversionistas institucionales, y en especial los FP, sus principales compradores. Las LH son valores de oferta pública al portador, transables en la Bolsa de Valores donde tienen su mercado secundario. Son subdivisibles en parcialidades del valor total del crédito, lo que incrementa su liquidez.

Desde el punto de vista del comprador (típicamente un FP) de LH, estas tienen dos garantías. La primera es la de la institución financiera que la emite, debido a que ésta debe pagar la LH independientemente de si el deudor hipotecario paga o no su crédito. Esto significa que si el deudor se atrasa o no sigue pagando su crédito, la institución financiera tiene la obligación de seguir pagando los cupones de las LH emitidas en las fechas que corresponda dicho pago. La segunda garantía es la cartera hipotecaria de la institución financiera, ello debido a que si dicha institución no puede honrar sus obligaciones, se separa tanto la cartera de créditos hipotecarios como las LH que los financiaron, los que se traspasan a otra institución financiera, solvente, para que ésta siga administrando los créditos y pagando las LH emitidas.

Cabe destacar que los instrumentos en que están actualmente invertidos los FP en RD, constituidos casi en su totalidad por pasivos bancarios, son de mayor riesgo que las LH, debido a que no incorporan la garantía hipotecaria.

El deudor del préstamo hipotecario, por su parte, se obliga a pagar a la institución financiera el monto del crédito en las condiciones pactadas. Para respaldar su obligación, debe entregar en hipoteca el bien inmueble en cuestión y mantener vigentes los seguros contratados.

Las entidades financieras conceden préstamos con LH por un plazo máximo de 20 años, mediante la emisión de LH por igual monto, plazo y denominación que los créditos que otorguen. Su reembolso debe hacerse por medio de dividendos anticipados, que comprenden el interés, la amortización y la comisión.

Al emitir las LH, la entidad financiera lo debe hacer a una tasa de interés similar a la que espera que se vendan; de otra forma el monto recaudado por la venta de dichas LH no será igual al monto del crédito. En ese caso, la entidad correrá el riesgo de esa diferencia. Si la tasa de emisión de las LH es menor que la tasa de mercado, recaudará un monto menor al del crédito y deberá absorber la diferencia. En caso contrario, la entidad tendrá una ganancia. Como las LH se van a transar continuamente en la Bolsa de Valores, existirá un mercado que permitirá a los bancos conocer a qué tasa de interés se estarán colocando las LH.

El costo para el deudor de un crédito hipotecario financiado con LH usualmente comprende los siguientes ítems:

- 1) Tasa de interés de emisión de la LH (que puede ser fija o variable);
- 2) Spread (requerido por el comprador de la LH)
- 3) Comisión, cobrada como un recargo a la tasa de interés por la institución financiera, por los siguientes conceptos, entre otros: i) riesgo de pérdida por default del deudor, ya que en ese evento la institución financiera tiene la obligación de pagar el crédito; ii) los gastos operativos en que incurre la institución; iii) el retorno por uso de capital y iv) los gastos del proceso de venta de las LH.
- 4) Gastos operacionales de la transacción: derechos de inscripción en el Registro Inmobiliario; gastos notariales; prima del seguro de incendio, terremoto y huracanes; prima del seguro de desgravamen; tasación del inmueble hipotecado; estudio del título y redacción de la escritura y pago de impuestos a la transferencia, si es que existe.

b)Financiamiento con Letras Hipotecarias

Estructura del Financiamiento

El proceso de otorgamiento de préstamos hipotecarios tiene dos etapas. En la primera la entidad financiera obtiene la

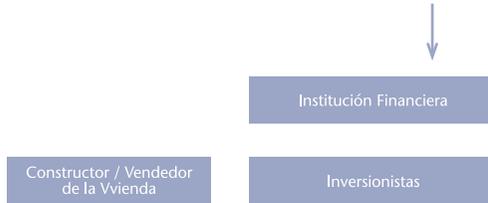
clasificación de riesgo para sus LH, su Directorio decide hacer la emisión y determina la moneda (peso, dólar, o reajutable en base a un índice de inflación) y la tasa de interés (fija o variable) a la que se emitirán las LH, la periodicidad de pago de los cupones, el monto total de la emisión y los cortes de las LH. Luego, informa a la Superintendencia de Bancos (SB) de la emisión de las LH, enviando un Prospecto de emisión, que contiene las características de éstas. Si al cabo de 30 días la SB no tiene reparos con la emisión de las LH, éstas están autorizadas y las entidades financieras pueden comenzar a dar créditos hipotecarios con LH.

En la segunda etapa, el potencial comprador de la vivienda se acerca a la entidad financiera a solicitar un préstamo hipotecario para adquirir su vivienda. La entidad financiera, siguiendo una serie de criterios para la estandarización de los créditos hipotecarios financiados con LH, realiza el análisis de riesgo de crédito del cliente y aprueba o rechaza la operación. Luego, aquella entidad realiza el estudio de títulos de la propiedad a través de los antecedentes legales para determinar si constituye una garantía “hipotecable” y se realiza una tasación de ésta. Con todos estos documentos se firma la escritura de compraventa y se la ingresa al Registro Inmobiliario. Una vez inscrita la propiedad en el Registro, la entidad financiera vende las LH en la Bolsa de Valores, siendo un principal comprador los FP. La entidad financiera entrega los recursos al vendedor de la propiedad o a la empresa constructora, perfeccionándose así la operación.

En síntesis, la entidad financiera es un intermediario entre el comprador de la vivienda y el inversionista institucional, y si bien es un intermediario que toma el riesgo de crédito y administra dicho crédito, quien ha financiado la compra de vivienda a largo plazo es el FP, que le interesa invertir sus recursos a largo plazo y disminuir su riesgo. Lo que ocurre con las LH pues tiene una garantía adicional a la del intermediario financiero: la vivienda.

El proceso se describe en la siguiente Figura:

Estructura del Financiamiento Hipotecario



-
- (1) La institución financiera obtiene la clasificación de riesgo para las LH de parte de una empresa clasificadora de riesgo.
 - (2) La institución financiera presenta a la SB la emisión de LH mediante la entrega de un Prospecto y todos los otros antecedentes relevantes de la emisión.
 - (3) Si la SB no objeta la emisión antes de 30 días ésta queda autorizada.
 - (4) El comprador de la propiedad consigue con la institución financiera el préstamo hipotecario con LH.
 - (5) El comprador y el vendedor de la vivienda, junto a la institución financiera firman los títulos de compra venta y la hipoteca.
 - (6) La institución financiera, una vez perfeccionada legalmente la operación, vende las LH a través de la Bolsa de Valores.
 - (7) Los inversionistas, dentro de los cuales se encuentran los FP, compran y pagan las LH.
 - (8) Con los recursos obtenidos de la venta de las LH, la institución financiera paga al vendedor o constructor de la vivienda.

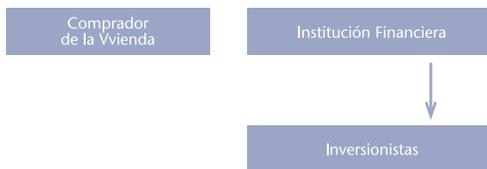
Recaudación y Pago de la LH

Una vez perfeccionada la operación, comenzarán a vencer regularmente los dividendos del préstamo y los cupones de las LH. La entidad financiera informará mensualmente al deudor

que le vence un dividendo por cierto monto y en determinada fecha. A más tardar, en esa fecha, el deudor deberá pagar el dividendo a la entidad financiera.

Por otra parte, el inversionista cobrará trimestralmente a la entidad financiera el pago del cupón de la LH. Este pago es independiente de si el deudor pagó o no el dividendo. Siempre la entidad financiera es la primera fuente de pago de la LH. Luego ésta puede perseguir el pago del crédito por las vías pre judicial y judicial. La siguiente Figura muestra como son los flujos de pagos del préstamo y de las LH:

Flujo de Pagos del Préstamos Hipotecario y de la LH



- (1) La institución financiera envía la cobranza del dividendo hipotecario al deudor.
- (2) El deudor paga el dividendo a la institución financiera.
- (3) El inversionista presenta el cupón de la LH que vence a la institución financiera.
- (4) La institución financiera paga el cupón de la LH al inversionista.

Instituciones Intervinientes

SB: Reglamenta el otorgamiento de préstamos hipotecarios emitidos con LH. Supervisa a las entidades financieras en el cumplimiento de las normas de emisión de las LH. Supervisa el cumplimiento de la LMF, los reglamentos y normas que regulan la entrega de los créditos hipotecarios y la emisión de las LH.

Clasificadores de Riesgo: Clasifican el riesgo de las LH que emiten las entidades financieras.

Entidades financieras: emiten las LH, otorgan los préstamos hipotecarios, venden las LH a través de la Bolsa de Valores, traspasan los fondos al constructor/vendedor de la propiedad, cobran los dividendos y pagan los cupones de las LH. En caso de no pago del deudor, realizan la cobranza pre judicial y judicial. Asumen el riesgo de no pago del deudor.

Inversionistas Institucionales. Estos pueden ser, entre otros, los FP y las Compañías de Seguros que invierten en LH.

Inversionistas no institucionales: Es el público que a través de los puestos de bolsa invierte en LH.

Puestos de Bolsa: son las instituciones que venden las LH por cuenta de las instituciones financieras en la primera emisión. Luego hacen mercado secundario para las LH mediante la canalización de órdenes de compra y venta de parte de los inversionistas institucionales y del público.

Bolsa de Valores: Es la institución donde se transan las LH y tiene la obligación de mantener informado al público sobre los montos transados y los precios de las distintas LH.

Depósito Central de Valores: Es la institución encargada de custodiar las LH.

1.2 Plan de Acción para la Inversión de los FP en LH

a) Certeza Jurídica

Se propone que parte de la regulación de los préstamos hipotecarios financiados con LH y la emisión de éstas últimas tengan carácter de Ley, como forma de otorgarle mayor certeza jurídica. Esto debido a que las LH son de largo plazo, por lo que los inversionistas, y específicamente los FP, tienen que tener certeza de que no habrá cambios que, por la vía administrativa, puedan influir en el valor de sus inversiones.

En el Capítulo 2 se presenta una propuesta de Normativa, distinguiendo las normas que deben ser materia de Ley de las que deben ser reglamento.

b) Encaje y LH

Se propone que los pasivos constituidos por las LH queden excluidos de la normativa de encaje de las entidades financieras. En caso contrario, se encarecería el crédito hipotecario, se reduciría el retorno que recibirían los FP. Y esto atendería sobre la viabilidad de las LH como instrumentos para diversificar los activos de los FP y dinamizar al sector de la construcción.

Esta proposición se fundamenta en los argumentos que se explican a continuación:

En primer lugar, el pasivo que se constituye en la entidad financiera al emitir una LH no es un pasivo monetario, ya que no corresponde a un depósito ni a una captación de las entidades financieras. A diferencia de los pasivos monetarios, en los que actualmente están invertidos los FP, las LH no contribuyen al efecto “multiplicador” de la banca. Por lo tanto, no tiene sentido encajarlas. Además, debido al largo plazo de las LH, el encaje, en caso de aplicárseles, sólo debiera afectar a aquellas cuyo plazo residual sea menor a un año.

En segundo lugar, los préstamos hipotecarios otorgados mediante la emisión de LH corresponden a una operación perfectamente calzada, en términos de plazo, tasa y moneda. Es decir, toda LH (pasivo de la institución financiera) en circulación corresponde exactamente a un préstamo hipotecario (activo) originado, el cual está garantizado por la respectiva hipoteca. En particular, y a diferencia de los depósitos, en el caso de las LH no existe el riesgo de una eventual salida de fondos del sistema financiero ya sea originando o amplificando una eventual crisis bancaria. Por lo tanto, no existe ningún riesgo de liquidez que amerite encajar esta clase de pasivos de las instituciones financieras.

En tercer lugar, en el financiamiento habitacional con base en la emisión y colocación de LH, la entidad financiera sólo intermedia y cumple el rol de administrar los respectivos créditos. Es decir, se encarga de recolectar los pagos de los deudores hipotecarios y traspasarlos al inversionista, obteniendo una comisión por dicha administración.

Adicionalmente, la emisión de LH va a facilitar decisivamente que las entidades financieras cumplan la norma de calce de plazos que entrará en vigor en 2006. Y sin la derogación del encaje para las LH se ve difícil que dicha norma tenga viabilidad práctica.

Cabe señalar, desde una perspectiva coyuntural, que a medida que la economía de la RD continúe recuperándose, la demanda por dinero irá en aumento. Y una forma eficiente de satisfacer esa mayor demanda por liquidez es eliminando la tasa de encaje sobre instrumentos que, como las LH, están directamente vinculados a la reactivación económica y el empleo, debido a la mayor actividad esperada del sector de la construcción.

En el caso de que se considerara que una medida como la sugerida pudiera tener un impacto indeseado sobre la política monetaria de corto plazo, es perfectamente factible iniciar el proceso graduando la velocidad (por la vía de una ampliación escalonada en el tiempo de los límites de inversión de los FP en LH) a la cual los FP pueden invertir sus recursos en LH.

En el Anexo 1 se presenta un análisis del encaje como instrumento de política monetaria, sus ventajas y desventajas y en cuáles países se sigue aplicando.

c) Tasa de Interés de Referencia

Un serio problema que se ha detectado para la participación de los FP en el financiamiento del crédito hipotecario en RD es que si bien el plazo de dicho crédito es adecuado para los FP, las tasas de interés son variables y a un plazo que por lo general no supera los seis meses. Esto último no constituiría un problema si es que hubiese un procedimiento conocido,

transparente y acordado de modificación de dichas tasas en el tiempo.

Sin embargo, en la actualidad dichas tasas son modificadas unilateralmente por las entidades otorgadoras de crédito hipotecario, los bancos y las AAP. Y si bien en la práctica ello ha venido ocurriendo de una manera seria y adecuada, ese procedimiento es un escollo mayor para la participación de los FP en el financiamiento hipotecario, ya que tienen que resguardar el interés de los pensionados en el largo plazo, por lo que necesita ser modificado.

En la actual coyuntura lo más probable es que los FP opten por LH con tasas de interés nominales variables³. Adicionalmente, es recomendable mantener los créditos hipotecarios a tasas de interés nominales variables⁴, por lo que se propone crear una tasa de interés de referencia que, sin perjuicio de su eventual uso en otras operaciones del sistema financiero, sea incorporada en los contratos de créditos hipotecarios con tasa variable, de manera que los ajustes periódicos que se realicen sobre la tasa de interés del crédito se efectúen en función de dicha tasa.

Es fundamental que la tasa de interés de referencia sea creíble, confiable, calculada en base a un método transparente y publicada diariamente a una hora preestablecida y conocida, que se podría denominar Tasa de Interés de Re-

³ En la práctica, el benchmark relativo al premio por rentabilidad de los FP es el de las tasas de pasivos bancarios de corto plazo (no más de 360 días). Es por ello que en un comienzo cabe esperar que habrá una preferencia por invertir en LH emitidas a tasas de interés nominales variables de similar plazo (comparables a las del benchmark), debido a que en esa modalidad se hace más atractivos para los FP invertir en LH, las que no constituyen encaje y son instrumentos de más largo plazo, en comparación a los otros pasivos bancarios en que están invertidos los FP.

⁴ Tasas nominales fijas de largo plazo incorporarían un alto riesgo por premio inflación, que induciría un problema de selección adversa en el otorgamiento de crédito hipotecario. Alternativamente, debido a que pocos deudores serían sujetos de crédito, habría una oferta subóptima de crédito hipotecario.

ferencia (TIR), y será el Banco Central (BC) de la RD el encargado de calcularla e informarla diariamente al público.

En el Anexo 2 se entrega una propuesta de metodología para calcular la TIR.

Por su parte, la tasa de interés de las LH (TLH) será igual a la tasa de emisión de las LH y quedará determinada de la siguiente manera:

$$\text{TLH} = \text{TIR} + \text{spread para el inversionista}$$

En adición a dicha tasa, el deudor hipotecario deberá pagar a la entidad proveedora del crédito una comisión anual. Así, la tasa de interés del préstamo hipotecario (TPH) que se usará para calcular los dividendos que tendrá que pagar el deudor, estará determinada por la siguiente fórmula:

$$\text{TPH} = \text{TLH} + \text{comisión del banco}$$

Además, cada mes el deudor hipotecario deberá pagar la prima del seguro de incendio, terremoto y huracanes y la prima del seguro de desgravamen.

d) Indización de la deuda hipotecaria

La experiencia chilena con la indización muestra un notable éxito para el desarrollo del mercado de capitales de largo plazo. En efecto, una de las principales características del mercado de renta fija de mediano y largo plazo de los últimos 25 años en ese país es que está denominado en Unidades de Fomento (UF)⁵, una unidad de cuenta en pesos chilenos vinculada a la inflación pasada, que ha permitido que esa economía tenga títulos financieros de largo plazo denominados en moneda local y con tasa de interés “real” fija.

⁵ La UF es ajustada diariamente, y el factor de ajuste es el cambio en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) del mes anterior, distribuido uniformemente entre el décimo día del mes actual y el noveno del mes siguiente.

Sin embargo, el éxito referido depende de diversos factores y políticas, bastante específicos a las realidades nacionales e históricas, no siempre fáciles de replicar e implementar. Algunas características clave del proceso chileno se relacionan con una crónica, alta y fluctuante tasa de inflación, con la capacidad institucional para lograr la indización generalizada de la economía, abarcando un campo más amplio que el financiero, incorporando la indización salarial, tributaria y cambiaria. Sin duda, el éxito de la UF se ha debido, en gran medida, a que la medición de la inflación se ha llevado a cabo mediante procedimientos creíbles, confiables y muy arraigados en los agentes económicos.

Si bien la indización no es indispensable para el desarrollo de un mercado de capitales en moneda local de largo plazo, se propone que en RD se la considere, ya que ciertamente contribuiría a facilitar dicho desarrollo, lo que estimularía el crecimiento y rentabilidad de los FP. Más específicamente, se estimularía la indización de la deuda hipotecaria, permitiendo operar con tasas de interés “reales” fijas de largo plazo.

Sin embargo, se debe tener presente que la indización con base en la inflación pasada tiene costos en términos de inercia inflacionaria, a menos que se logre generar una fuerte confianza en el compromiso antiinflacionario por parte de las autoridades económicas y políticas.

e) Seguro de Fomento de Hipotecas (FHA)

Se propone evaluar el diseño de este seguro. En RD existen dos segmentos del mercado hipotecario, el de vivienda prime y sub-prime, que incluye los sectores de ingresos altos y medios, y el que corresponde al segmento de vivienda de interés social.

El historial de créditos hipotecarios muestra que el riesgo de estas operaciones en el segmento prime y sub-prime es conocido por las entidades financieras. Es más, desde hace ya mucho tiempo algunas de esas entidades han estado

dispuestas a correr ese riesgo sin necesidad de recurrir a un seguro que respalde el riesgo de la cartera hipotecaria. Por lo tanto, para este segmento no se recomienda la instauración del seguro obligatorio FHA, ya que produciría un encarecimiento innecesario de los créditos, desincentivando la originación de los mismos.

Sin embargo, el segmento de viviendas de interés social posee un mayor nivel de riesgo, que impide una mayor originación de créditos. Por lo tanto, este seguro puede ser de gran utilidad para aumentar el interés de las entidades financieras de otorgar préstamos hipotecarios en ese segmento del mercado. Si bien ese seguro debe diseñarse y aplicarse con especial cuidado, para no generar un comportamiento excesivamente arriesgado de parte de las entidades financieras ni incrementar su impacto fiscal, puede colaborar en forma importante a la disminución del déficit habitacional de la población, el cual se concentra en estos sectores de menores recursos.

f) Seguro de Crédito Hipotecario, de Títulos y “Compra en Plano”

En los países desarrollados se ha desarrollado una industria de seguros asociada a los préstamos hipotecarios, que permite asignar en forma más eficiente los riesgos y así reducir el costo de esos préstamos. Entre los seguros más utilizados están: i) de desgravamen, el que en caso de muerte del deudor paga el saldo de la deuda a la entidad financiera, dejando libre de deuda hipotecaria a los herederos; ii) de incendio, terremoto y huracanes, que mantiene el valor de la garantía en caso de los desastres mencionados; iii) hipotecario, que cubre las pérdidas en que incurriría una entidad financiera en el caso de que el deudor no pague su crédito; iv) de título, que cubre los riesgos de vicios en los títulos de la propiedad; y v) de “compra en plano”, que cubre el riesgo de compra de viviendas en etapa de desarrollo o construcción y que el vendedor no entregue la vivienda en las condiciones pactadas.

El seguro de desgravamen y los seguros de incendio, terremotos y huracanes son ampliamente utilizados en los créditos hipotecarios en RD.

El seguro hipotecario lo entrega el BNV. En el punto 1.2e se propone que éste sea de libre elección en el caso de las viviendas prime y sub-prime y sólo debería focalizarse, adecuadamente diseñado e implementado, en las viviendas de interés social.

Los seguros de títulos en principio no serían necesarios en RD, debido a que el nuevo Registro Inmobiliario incorpora un seguro en caso de vicios en los títulos.

Se propone desarrollar los seguros de “compra en plano” ya que permitirían aumentar la demanda por viviendas debido a que los compradores estarían más protegidos cuando compren con anterioridad al término de la construcción de la propiedad en cuestión.

g) Límites por Instrumento

Se propone aumentar de 30% a 70% el límite por instrumento para la inversión de los FP en LH. Esto en consideración a las pocas y excesivamente concentradas opciones disponibles de instrumentos de inversión para los FP y a lo atractivo que ha resultado la inversión en LH en otros países que han reformulado sus sistemas de pensiones. Las LH son instrumentos de largo plazo y de bajo riesgo, debido a que tienen doble garantía: la de las entidades financieras que las emiten, y la garantía hipotecaria. Además, se emiten grandes montos, debido a que las inversiones en viviendas son parte importante de la inversión de los países, lo que hace que las LH se transen en mercados profundos y líquidos, condiciones muy convenientes para los FP y para el desarrollo del mercado de valores en general.

h) Límites por Emisor

Se propone mantener los límites por emisor establecidos en los regímenes transitorios y permanentes. Sin embargo, se

recomienda acelerar el proceso de convergencia del régimen transitorio al permanente para que comience a operar la diferenciación de riesgo entre los distintos instrumentos. Esto requiere que las instituciones financieras comiencen el proceso de clasificación de riesgos.

i) Clasificación de Riesgo

Las LH emitidas por una entidad financiera debieran tener una clasificación de riesgo. Esto requiere que las instituciones financieras, que son las emisoras de las LH, se clasifiquen. Una alternativa, es que las clasificaciones de riesgo de las LH se basen en el riesgo de la cartera hipotecaria en lugar del de la institución financiera otorgante de dicha cartera, debido a que, en último término, es la cartera hipotecaria lo que respalda el pago de las LH. Esto es consistente con la proposición de modificación de la LMF que se propone en el capítulo 2.4^a), en el sentido de que, en caso de liquidación de una institución financiera, se separan las carteras hipotecaria y las LH que la financiaron, trasladándose a una institución solvente.

Se propone exigir a los emisores que clasifiquen sus LH con una entidad clasificadora de riesgo privada. Esta clasificación servirá de referencia a la Comisión Clasificadora de Riesgo para determinar la clasificación de riesgo de las LH.



2

PROPUESTAS DE NORMATIVA Y DISEÑO DE ESTRUCTURA E INCENTIVOS

2.1 Principios fundamentales

El desarrollo de las LH en RD requiere un marco legal que cumpla los siguientes principios fundamentales:

- i) Las entidades financieras deben estar autorizadas explícitamente para emitir LH.
- ii) Las entidades financieras son intermediarios financieros entre los deudores hipotecarios y los inversionistas en LH. Éstas no son pasivos monetarios de los bancos.
- iii) Las LH deben estar garantizadas, en primera instancia por la entidad emisora y, adicionalmente, por la cartera hipotecaria correspondiente.
- iv) En caso de liquidación de una entidad financiera que haya emitido LH, deben separarse tanto la cartera de créditos hipotecarios como el pasivo correspondiente a las LH, y traspasarse ambos a una entidad solvente. Esto significa establecer un orden de prelación de las LH en caso de liquidación de una institución que permita darle un tratamiento diferenciado y preferencial a las LH en ese evento.
- v) Los préstamos hipotecarios deben ser estandarizados mediante la regulación.
- vi) Las tasas de interés de emisión y sus eventuales reajustes, deben ser normados.

vii) Los inversionistas institucionales deben estar explícitamente autorizados para invertir en LH, sujeto a ciertos límites.

2.2. Aspectos Regulatorios

La regulación de los préstamos hipotecarios mediante la emisión de LH comprende una serie de aspectos que se pueden agrupar en las siguientes cinco categorías: i) regulación por el lado de los activos de las entidades de intermediación financiera. Ésta comprende las diferentes actividades e inversiones que podrán efectuar dichas entidades respecto de los créditos para la vivienda, así como los límites a que estarán expuestas; ii) regulación del financiamiento que las entidades financieras pueden utilizar para el otorgamiento de créditos hipotecarios. Aquí se establecen los diferentes aspectos relacionados con la emisión de LH; iii) regulación en caso de liquidación de una entidad financiera que posea cartera hipotecaria vigente, del procedimiento de liquidación; iv) regulación de los inversionistas institucionales, en especial de los FP, para que pueden invertir en estos instrumentos y v) regulación del registro y transacción de las LH en el mercado de valores.

A continuación se revisará cada uno de los aspectos que involucra la regulación.

a) Activos

Actividades

Las entidades financieras podrán otorgar préstamos hipotecarios para la construcción, adquisición o ampliación de la vivienda.

También se tendrá que autorizar a esas entidades a realizar una serie de actividades relacionadas con la emisión de las LH, la recaudación de las cuotas de pago de los deudores hipotecarios, la amortización de las LH y la compra y venta de las LH por cuenta propia y ajena.

Límites al Monto de los Préstamos

Las entidades financieras estarán sujetas a límites máximos, por persona natural o jurídica, en función de su patrimonio técnico. Para el cálculo de estos límites se suman los préstamos hipotecarios a los otros créditos que le haya otorgado la entidad a esa persona.

Inversiones

Las entidades financieras podrán adquirir, conservar y enajenar LH de propia emisión o emitidas por otras entidades financieras.

Límites a los Entidades Financieras para Invertir en LH

Existirá un límite máximo para la compra de propia emisión. Lo que se busca es que sean otros inversionistas los que inviertan en las LH emitidas por un banco. Sin embargo, en situaciones puntuales, un banco puede considerar que las condiciones coyunturales de mercado no son favorables para la venta de las LH y, en ese caso, para darle continuidad a la operación del crédito, el banco puede adquirir para sí esas LH.

Estandarización de los Préstamos

La regulación debe incorporar normas respecto a diferentes parámetros de los préstamos. Por ejemplo, es recomendable una relación deuda/garantía (“loan to value”, LTV) máxima. Esto permite que ante bajas del precio de las propiedades, el valor de la garantía cubra el saldo del crédito.

Asimismo, se recomienda una relación dividendo/ingreso también máxima, especialmente en el caso de los deudores de estratos de ingresos medios y bajos, con la finalidad de que los deudores tengan capacidad para pagar sus créditos.

También sería conveniente estandarizar los plazos de los préstamos hipotecarios financiados mediante la emisión de LH.

Finalmente, la normativa debiera reglamentar la reajustabilidad de las tasas de interés en el caso de que éstas sean variables.

Estas normas permiten estandarizar los préstamos hipotecarios, lo cual da más liquidez a las LH y más seguridad a los inversionistas, ya que se sabe de las características homogéneas de los créditos hipotecarios, que son los que respaldan la emisión de las LH.

Garantía hipotecaria

La hipoteca a favor de la entidad financiera, que garantice estos créditos, deberá ser de primer rango y exclusivamente para garantizar una obligación determinada. Las entidades financieras deben asegurarse de que efectivamente los préstamos hipotecarios estén respaldados por garantías hipotecarias.

Tasación de la garantía

El valor de tasación del inmueble que servirá de garantía será determinado por un perito designado por la entidad financiera y el costo que esto implique irá a cargo del deudor.

Atendida la importancia de efectuar una tasación que refleje el valor real de la propiedad que se recibirá en garantía, de manera que constituya un resguardo efectivo para la institución, ésta deberá cuidar que en el procedimiento empleado se consideren y ponderen correctamente los factores que inciden en el valor que se le asigne al bien raíz.

Comisión

Las entidades financieras pueden pactar libremente con los deudores la comisión que cobrarán sobre el crédito, la cual deberá indicarse explícitamente en el respectivo contrato, ya sea como un monto o como una proporción del capital insoluto del préstamo, de acuerdo a lo que se haya establecido en la tabla de desarrollo del crédito que se convenga aplicar, de modo que no se confunda con los intereses, con la amorti-

zación del crédito o con cualquier otro gasto de la operación. Esta comisión, en caso que se exprese como una proporción del saldo insoluto del crédito, será decreciente conforme a dicha proporción.

En todo caso, la tasa de la comisión no estará sujeta a fluctuaciones.

Dividendos

El reembolso de los préstamos otorgados mediante LH se hará por medio de dividendos anticipados, que comprenderán el interés, la amortización y la comisión.

Se entenderán como dividendos anticipados en los préstamos para la vivienda, aquellos cuyo pago deba hacerse al comienzo de cada uno de los intervalos de pago acordados. Este intervalo debe ser mensual, debiendo pagarse los dividendos dentro de los diez primeros días del respectivo período. En los préstamos, la suma de tres dividendos mensuales debe corresponder al valor del cupón trimestral de las LH emitidas.

La suma de los dividendos del crédito, cualquiera sea la periodicidad en que deben ser pagados, debe ser coincidente, en lo que a cuota de capital e intereses se refiere, con la respectiva cuota de amortización de capital e intereses de las correspondientes LH emitidas.

Amortización extraordinaria de préstamo

Se facultará a los deudores de préstamos en LH para rembolsar anticipadamente todo o parte del capital no amortizado de su deuda. Y se normará sobre el proceso de pago de la amortización extraordinaria.

Liquidación de los deudores y Ejecución de la garantía

Deberá normarse la forma de administrar el caso de deudores morosos y los procedimientos de ejecución de la garantía. En particular, se deben normar los derechos y obligaciones del

deudor y de las entidades financieras, cuando el primero deja de honrar su crédito.

b) Financiamiento

Autorización de la Emisión

Se autorizará a las entidades financieras a conceder préstamos hipotecarios mediante la emisión de LH por igual monto que aquellos. Esto significa que el monto en circulación de las LH emitidas deberá mantener un equilibrio permanente con el saldo de préstamos en LH.

Las LH deberán estar expresadas en moneda corriente, o en moneda extranjera. Las expresadas en moneda extranjera se pagarán en esa moneda.

Se regulará el pago de los créditos hipotecarios en cuotas anticipadas o dividendos que fije el contrato, los que incluirán la amortización, el interés y la comisión. A su vez, la entidad financiera emisora pagará al inversionista, en las épocas fijadas, la parte del capital y los intereses convenidos.

Clasificación de Riesgo

Las LH deberán contar con al menos una clasificación de riesgo.

Series

Las LH se emitirán formando series. Perteneecerán a una serie las que devenguen un mismo interés, tengan igual amortización y hayan sido emitidas en idéntica moneda.

Tasa de Interés de Referencia (TIR)

Se debe regular la publicación de las tasas de interés de referencia que serán usadas en la emisión de las LH.

Prospecto

La entidad financiera que desee otorgar préstamos con LH deberá presentar a la SB un Prospecto que debe contener las condiciones generales de la emisión. En el Prospecto se deberán mencionar y describir las siguientes condiciones de

cada emisión que se proyecte: i) monto de la emisión propuesta y moneda o unidad de valor en que se expresará; ii) plazo de los préstamos, que deberá ser igual al del vencimiento de las LH correspondientes; iii) tasa de interés, que es libre y puede ser fija o flotante, con la limitación de que la del préstamo debe ser idéntica a la de las respectivas LH, sin considerar, para este efecto, la comisión a cargo del deudor del crédito. La tasa de interés variable debe tener por base la TIR. (Véase 1.2c de este Informe); iv) la amortización de los créditos hipotecarios otorgados mediante LH se llevará a cabo cuando el emisor paga periódicamente parte del capital y de los intereses convenidos, cuyos importes se expresan en el respectivo cupón; v) valor del cupón: cuando se trate de LH con tasa de interés flotante, se indicará en los respectivos cupones, en lugar del monto de intereses, la fórmula que se utilizará para determinar su importe.

Si el Prospecto presentado por la institución solicitante cumple con todos los requisitos legales y reglamentarios, la SB procederá a anotarlo en su Registro, de lo cual se dejará constancia en el respectivo certificado de inscripción que se entregará a la entidad financiera.

Tablas de Desarrollo

Requisito indispensable para el registro del Prospecto es el envío a la SB, para su aprobación, de las tablas de desarrollo correspondientes a las LH y de la información relativa a las tablas de desarrollo que se utilizarán para los respectivos créditos hipotecarios.

Las tablas de desarrollo de las LH deberán contener, como mínimo, los siguientes antecedentes referidos a cada uno de los cupones o períodos de pago: i) número del cupón; ii) valor del cupón; iii) intereses; iv) amortización de capital; v) importe de capital adeudado y vi) amortización acumulada del capital.

Las tablas de desarrollo de los créditos hipotecarios deberán contener la siguiente información mínima: i) número del dividendo; ii) amortización de capital; iii) intereses; iv) co-

misión; v) valor del dividendo; vi) saldo de capital adeudado y vii) amortización acumulada.

Registro de LH

La legislación dispondrá que las instituciones emisoras deban mantener un Registro de las LH que emitan. Este Registro tendrá por objeto mantener un control permanente de las LH emitidas en relación con los Prospectos certificados por la SB, así como, demostrar que toda LH que se haya emitido corresponda a un préstamo hipotecario cursado por la institución emisora, de acuerdo con esta modalidad de crédito.

LH emitidas en forma desmaterializada

Las entidades financieras acordarán con una empresa de depósito y custodia de valores la emisión desmaterializada de sus LH.

Pago de valores registrados en las empresas de depósito y custodia

El pago de las LH se efectuará de acuerdo con los procedimientos acordados por el emisor con la empresa de depósito y custodia de valores.

Amortización extraordinaria de LH

Las entidades financieras están obligadas a realizar amortización extraordinaria de LH mediante compra, rescate o sorteo a la par, cuando un deudor pague anticipadamente en dinero el total o parte de su deuda, hasta por el importe de dicho pago.

Asimismo, se realizará una amortización extraordinaria cuando la garantía hipotecaria que garantice un préstamo de esta naturaleza, no se encuentre inscrita en el Registro Inmobiliario dentro de un plazo que se fijará en la normativa.

Rescate de LH

Se deberán establecer normas sobre el rescate de LH cuando no se constituye la garantía o cuando los deudores se en-

cuentran en mora y la garantía se haya desvalorizado considerablemente.

Uso de capital

Los préstamos hipotecarios otorgados mediante la emisión de LH tendrán una ponderación similar a la de otros créditos con garantía hipotecaria para efectos de la medición de los activos ponderados por riesgo. El uso de capital se debe a que la primera fuente de pagos de los créditos es el banco que emitió las LH.

Encaje

Las LH no están sujetas a encaje. (Véase 1.2.b de este Informe)

Provisiones

Las provisiones correspondientes a los créditos hipotecarios financiados con LH serán las que actualmente establece la norma para los préstamos hipotecarios.

Información al público

Las entidades financieras deberán atenerse estrictamente a las instrucciones que sobre la materia imparta la SB, en especial en lo relativo a los antecedentes legales, sociales, financieros y administrativos que debe contener el extracto informativo que éstas mantengan a disposición del público.

Asimismo, las entidades emisoras cuidarán de informar al público inversionista de las características principales de las LH emitidas, tales como monto de la emisión, series y numeración de las letras, tasa de interés, amortización, plazo y comisión. Cuando se trate de préstamos con LH con tasa de interés flotante o reajutable, se hará notar particularmente la variabilidad esperada de los dividendos.

La entidad financiera deberá informar al deudor, en forma anticipada, acerca de los gastos globales aproximados que la operación demandará. En el cálculo deberán considerarse los siguientes conceptos: i) pago de impuestos de transferen-

cia, si lo hubiere; ii) derechos de inscripción en el Registro Inmobiliario; iii) gastos notariales necesarios para el perfeccionamiento del contrato de crédito; iv) prima de seguro de incendio; v) costo de la tasación del inmueble hipotecado; vi) prima de seguro de desgravamen y vii) estudio de Títulos y redacción de escritura.

Sin perjuicio de lo indicado precedentemente, las entidades financieras deberán mantener a disposición de los interesados, folletos u hojas informativas que, además de explicar las principales características de estos créditos y los requisitos y antecedentes necesarios que deben presentarse para tener acceso a ellos, informen los plazos, tasas de interés y comisión de los préstamos en LH y cada uno de los gastos señalados precedentemente.

c) Liquidación

La normativa deberá regular las situaciones de insolvencia que pueda enfrentar el banco. El modelo propuesto de operación de las LH establece que éstas están respaldadas por la cartera de préstamos hipotecarios que les dio origen. Por lo tanto la regulación debe proveer mecanismos y procedimientos para que, en caso de insolvencia de una institución, tanto la cartera hipotecaria financiada con LH como el pasivo de LH puedan ser separados del resto del activo y pasivo de la entidad, respectivamente, y ser traspasados a una institución solvente.

d) Inversionistas Institucionales

Se debe autorizar que los FP inviertan parte de sus recursos en LH.

Estas inversiones estarán sujetas a límites por instrumento y emisor.

Las LH tendrán que contar con su clasificación de riesgo para que los fondos puedan invertir y la Comisión Clasificadora de Riesgos y Límites las apruebe como instrumento de inversión.

e) Registro y de la Transacción en el Mercado de Valores

Las LH son títulos financieros de oferta pública que se transan a través de la Bolsa de Valores, por lo que se tienen que regular los requisitos que se les van a solicitar a las entidades financieras para que puedan transar sus LH en la Bolsa de Valores.

2.3 Estructura del Marco Regulatorio

En la sección 2.2 se revisaron las principales normas y/o regulaciones que se deberían adoptar para desarrollar el mercado de LH en RD. En esta sección se propone la estructura del marco regulatorio, en términos de leyes, reglamentos e instructivos, necesaria para desarrollar el mercado de LH en RD.

El objetivo es compatibilizar la certeza jurídica que requieren inversiones que pueden tener un horizonte temporal de hasta 20 años con la flexibilidad que demanda la velocidad de desarrollo del mercado de capitales. Comprende, además, compatibilizar la supervisión y regulación de entidades que emiten títulos financieros de oferta pública con la rapidez y flexibilidad con que tienen que operar los agentes del mercado.

a) Regulación Monetaria y Financiera

La regulación monetaria y financiera en RD tiene tres niveles principales, tal como se muestra en la siguiente Figura. En un primer nivel (sin considerar la Constitución de la República) está la Ley Monetaria y Financiera⁶ (LMF) que establece el régimen regulatorio del sistema monetario y financiero de RD. En un segundo nivel están los Reglamentos Monetarios y Financieros dictados por la Junta Monetaria. Y en un tercer nivel están los Instructivos dictados por el Banco Central y la SB en el área de sus respectivas competencias. Los actos de la

⁶ Ley N° 183-02

Junta Monetaria se denominan Resoluciones y los del Banco Central y SB Circulares.

b) Propuesta del Marco Regulatorio de las LH

El siguiente Cuadro describe la estructura del marco regulatorio de las LH propuesto para RD. Como se aprecia, se

Marco Jurídico del Sistema Monetario y Financiero



plantea un equilibrio y una complementación entre la regulación que corresponde a la LMF y a los Reglamentos. Se procuró que los temas más estructurales estuvieran bajo la LMF, para garantizar que el marco regulatorio de las emisiones de LH fuera más permanente. Esto aumenta los incentivos para que los FP inviertan en LH y permite que éstas tengan una mejor clasificación de riesgo, ya que la certeza jurídica favorece dicha clasificación.

Esta propuesta se ha diseñado teniendo presente la conveniencia de mantener la flexibilidad en aquellas materias que puedan requerir modificaciones debido a los cambios tecnológicos, informáticos y comunicacionales que afectarán al mercado financiero así como, más generalmente, a nuevas condiciones en que se pueda desarrollar ese mercado.

c) Regulación de los Fondos de Pensiones

En relación con los inversionistas institucionales y más específicamente, con las inversiones de los FP, tres son los

Propuesta de Esquema de Marco Regulatorio para LH

	Ley Monetaria y Financiera	Reglamento Monetaria o Financiera
1. Regulación de Activos		
Autorización para otorgar préstamos hipotecarios con emisión de LH		
Autorización para que entidades financieras compren LH de su propia emisión o de otras entidades		
Límites máximos de préstamos por personas natural o jurídica		
Límites a las entidades financieras para inversiones en LH		
Estandarización de los créditos		
Garantía hipotecaria		
Tasación de la garantía		
Regulación de comisiones		
Regulación pagos de dividendos		
Provisiones de las LH		
Amortización extraordinaria de los préstamos		
Liquidación de deudores		
Ejecución de garantías		
2. Regulación de Financiamiento		
Autorización de la emisión de LH y condiciones		
Clasificación de riesgo		
Autorización de series		
Tasa de interés de referencia		
Solicitud de Prospecto de Emisión		
Contenido del Prospecto de Emisión		
Riesgo de las LH		
Desmaterialización de las LH		
Amortización extraordinaria de las LH		
Rescate de las LH		
Encaje		
Información al público		
3. Regulación de liquidación		
Normativa sobre liquidación		

marcos regulatorios vigentes. En primer lugar está la Ley N° 87-01 que crea el Sistema Dominicano de Seguridad Social. En segundo lugar está el Reglamento de Pensiones, elaborado por la SIPEN y aprobado por el Comité Interinstitucional de Pensiones, el Consejo de Seguridad Social⁷, y el Poder Ejecutivo mediante el Decreto 969-02. Y en tercer lugar es-

tán las resoluciones emitidas por la SIPEN y la Comisión Clasificadora de Riesgos y Límites de Inversión.

La Ley N° 87-01 autoriza a que los FP sean invertidos en LH emitidas por las instituciones bancarias, el Banco Nacional de la Vivienda, el Instituto Nacional de la Vivienda y por las Asociaciones de Ahorros y Préstamos reguladas y acreditadas.

También esa Ley establece que las Comisión Clasificadora de Riesgos y Límites determinará el grado de riesgo actual de cada tipo de instrumento financiero, la diversificación de las inversiones entre los tipos genéricos y los límites máximos de inversión por tipo de instrumento. Se establece que los FP no pueden invertir más de un 5% de la cartera total en sociedades pertenecientes a los propietarios y ejecutivos de las AFP.

En relación con los límites por instrumentos y emisores, estos tendrán que adecuarse para dar cabida a la presente propuesta de LH. Estos cambios serán a nivel de la Comisión Clasificadora de Riesgos y Límites. También esta Comisión definirá las clasificaciones de riesgo que se demande.

d) Regulación del Mercado de Valores

La Ley del Mercado de Valores⁸ regula con el objetivo de procurar un mercado organizado, eficiente y transparente.

⁷ El Consejo Nacional de Seguridad Social está integrado por el Secretario de Estado del Trabajo, quien lo preside, el Secretario de Estado de Salud Pública y Asistencia Social, el Director General del Seguro Social, el Director del Instituto de Auxilios y Viviendas, el Gobernador del Banco Central, un representante del Colegio Médico Dominicano, un representante de los demás profesionales y técnicos de la salud, tres representantes de los empleadores, tres representantes de los trabajadores, un representante del gremio de enfermería, un representante de los profesionales y técnicos, un representante de las personas con discapacidad y un representante de las microempresas.

⁸ Ley N° 19-00

Las LH, al ser un instrumento de oferta pública de valores, representativo de deuda, quedan bajo la tutela de esta ley para efectos de ser transados en la Bolsa de Valores.

La oferta de LH deberá ser aprobada previamente por la Superintendencia de Valores, de acuerdo con las normas establecidas en su ley y reglamento, que en esencia consisten en verificar que la solicitud cumpla con los requisitos de información dispuestos en dicha ley y reglamento.

En síntesis, en RD existe el marco jurídico para que las LH puedan ser transadas en la Bolsa de Valores. Cabe destacar que habrá dos Superintendencias autorizando las emisiones de LH, lo que podría generar alguna descoordinación y un eventual conflicto de competencias.

2.4 Propuesta de Normativa

a) Modificaciones a la LMF

El siguiente Cuadro presenta los cambios propuestos a la LMF. La primera columna muestra la norma vigente; la segunda columna es la propuesta de modificación que está circulando, señalándose con rojo y destacando los cambios. En la tercera columna se indica el artículo de la ley a que se está haciendo referencia. Finalmente, en la cuarta columna, se marca con rojo y destacado el cambio propuesto para implementar el mercado de LH en RD; dicho cambio se marca respecto de la primera columna, excepto cuando la segunda columna tiene alguna propuesta, en cuyo caso se hace referencia a esa columna.

Versión Consensuada

TITULO II MARCO REGULATORIO E INSTITUCIONAL

SECCIÓN II DEL PROGRAMA MONETARIO E INSTRUMENTOS DE LA POLITICA MONETARIA

b) Encaje Legal. Las entidades de intermediación financiera estarán sujetas al encaje legal, entendiéndose por tal la obligación de mantener en el Banco Central o donde determine la Junta Monetaria, un porcentaje de la totalidad de los fondos captados del público en cualquier modalidad o instrumento, sean estos en moneda nacional o extranjera. La obligación de encaje podrá extenderse reglamentariamente a otras operaciones pasivas, contingentes o de servicios, si así lo considerase la Junta Monetaria. El incumplimiento de la obligación de encaje dará lugar a la sanción

N° Art LMF

Propuesta de Cambio

Art.67

b) Encaje Legal. Las entidades de intermediación financiera estarán sujetas al encaje legal, entendiéndose por tal la obligación de mantener en el Banco Central o donde determine la Junta Monetaria, un porcentaje de sus totalidad de los fondos captados del público en cualquier modalidad o instrumento, sean estos en moneda nacional o extranjera, exceptuando de esta obligación a los fondos captados mediante la emisión de LH. La obligación de encaje podrá extenderse reglamentariamente a otras operaciones pasivas, contingentes o de servicios, si así lo considerase la Junta

Versión Consensuada

correspondiente prevista en el Artículo 84, literal c) de esta Ley.

TITULO III DE LA REGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

SECCIÓN III DE LAS OPERACIONES DE LOS BANCOS MÚLTIPLES Y ENTIDADES DE CRÉDITO

Artículo 44. Operaciones y Servicios de los Bancos Múltiples. Los Bancos Múltiples podrán realizar las siguientes operaciones y servicios:

b) Emitir títulos-valores.

N° Art LMF

Propuesta de Cambio

Monetaria. El incumplimiento de la obligación de encaje dará lugar a la sanción correspondiente prevista en el Artículo 84, literal c) de esta Ley.

Art.40

b) Emitir títulos-valores. Emitir LH sólo por el monto a que ascendieren las respectivas obligaciones hipotecarias constituidas a su favor.



Versión Consensuada

e) Conceder préstamos en moneda nacional y extranjera, con o sin garantías reales, y conceder líneas de crédito.

g) Adquirir, ceder o transferir efectos de comercio, títulos-valores y otros instrumentos representativos de obligaciones, así como celebrar contratos de retroventa sobre los mismos, conforme lo determine reglamentariamente la Junta Monetaria.

Artículo 46 42. Operaciones de los Bancos de Ahorro

N° Art LMF

Propuesta de Cambio

e) Conceder préstamos en moneda nacional y extranjera, con o sin garantías reales, y conceder líneas de crédito. Conceder préstamos hipotecarios en moneda nacional o extranjera, mediante la emisión de LH por igual monto que aquellos, los que no podrán ser a la orden ni cedidos. Corresponderá a la Junta Monetaria establecer las normas sobre préstamos hipotecarios mediante la emisión de LH.

g) Adquirir, ceder o transferir efectos de comercio, títulos-valores, LH de su propia emisión o de otras entidades financieras, y otros instrumentos representativos de obligaciones, así como celebrar contratos de retroventa sobre los mismos, conforme lo determine reglamentariamente la Junta Monetaria. Esta última tendrá la facultad de colocar límites a las inversiones en LH.

Versión Consensuada

y Crédito. Los Bancos de Ahorro y Crédito sólo podrán realizar las siguientes operaciones:

c) Conceder préstamos en moneda nacional, con o sin garantía real, y conceder líneas de crédito.

d) Emitir títulos-valores.

f) Adquirir, ceder o transferir efectos de comercio, títulos-valores y otros instrumentos representativos de obligaciones, así como celebrar contratos de retroventa sobre los mismos.

N° Art LMF

Propuesta de Cambio

c) Conceder préstamos en moneda nacional, con o sin garantía real, y conceder líneas de crédito. Conceder préstamos hipotecarios en moneda nacional o extranjera, mediante la emisión de LH por igual monto que aquellos, los que no podrán ser a la orden ni cedidos. Corresponderá a la Junta Monetaria establecer las normas sobre préstamos hipotecarios mediante la emisión de LH.

d) Emitir títulos-valores. Emitir LH sólo por el monto que ascendieren las respectivas obligaciones hipotecarias constituidas a su favor.

f) Adquirir, ceder o transferir efectos de comercio, títulos-valores, LH de su propia emisión o de otras entidades financieras, y otros instrumentos representativos de

Versión Consensuada

**SECCIÓN VIII
DE LA DISOLUCIÓN**

**DE LA DISOLUCIÓN
Y LIQUIDACION**

Artículo 73. Procedimiento de Disolución.

d) Exclusión de Activos. La Superintendencia de Bancos, que podrá contratar a estos efectos la asistencia técnica que precise con cargo a la entidad en disolución, procederá sin dilación a excluir las obligaciones privilegiadas de primer y segundo orden, registradas en los estados financieros de la entidad en disolución, según lo señalado en el literal e) de este Artículo. también excluirá los activos de la entidad por un importe equivalente a las obligaciones privilegiadas de primer y segundo orden. Los activos se excluirán de acuerdo a su valor en libros, netos de provisiones, reservas y cualquier otro ajuste realizado

d) Exclusión de Activos. Transcurrido el plazo previsto en el literal a) para dar inicio formal a la segunda etapa del proceso de disolución de la entidad, la Superintendencia de Bancos, que podrá contratar a estos efectos la asistencia técnica que precise con cargo a la entidad en disolución, procederá sin dilación a excluir las obligaciones privilegiadas de primer y segundo orden, registradas en los estados financieros de la entidad en disolución, según lo señalado en el literal e) de este Artículo. También excluirá los activos de la entidad por un importe equivalente a las obligaciones privilegiadas de primer y segundo orden. Los activos se excluirán de acuerdo a su valor en libros, netos

N° Art LMF

Propuesta de Cambio

obligaciones, así como celebrar contratos de retroventa. La Junta Monetaria tendrá la facultad de colocar límites a las inversiones en LH.

Art.63

*d) Exclusión de Activos.
Transcurrido el plazo previsto en el literal a) para dar inicio formal a la segunda etapa del proceso de disolución de la entidad, la Superintendencia de Bancos, que podrá contratar a estos efectos la asistencia técnica que precise con cargo a la entidad en disolución, procederá sin dilación a excluir las obligaciones privilegiadas de primer, segundo y tercer orden, registradas en los estados financieros de la entidad en disolución, según lo señalado en el literal e) de este Artículo. También excluirá los activos de la entidad por un importe equivalente a las obligaciones privilegiadas de primer, segundo y tercer orden. Los activos de las obligaciones de primer orden serán los*

Versión Consensuada

de conformidad con el literal c) anterior. A continuación formalizará la transferencia de las obligaciones privilegiadas de primer orden a favor de una o varias entidades de intermediación financiera solventes, mediante procedimientos competitivos, las cuales recibirán a cambio los activos excluidos y/o participaciones de primer orden, mediante un mecanismo de titularización de aquellos activos que tendrán la naturaleza de patrimonio autónomo inembargable, afecto al servicio de las participaciones que emita. La administración de estos activos titularizados implicará un balance y contabilidad separada, conforme se estipula en el literal f) de este Artículo. La determinación de la(s) entidad(es) de intermediación financiera adjudicataria(s) de los activos y obligaciones, así como, en su caso, de la entidad titularizadora, se realizará mediante procedimientos competitivos que aseguren

de provisiones, reservas y cualquier otro ajuste realizado de conformidad con el literal c) anterior. A continuación formalizará la transferencia de las obligaciones privilegiadas de primer orden a favor de una o varias entidades de intermediación financiera solventes, mediante procedimientos competitivos, las cuales recibirán a cambio los activos excluidos y/o participaciones de primer orden, mediante un mecanismo de titularización de aquellos activos que tendrán la naturaleza de patrimonio autónomo inembargable, afecto al servicio de las participaciones que emita. La administración de estos activos titularizados implicará un balance y contabilidad separada, conforme se estipula en el literal f) de este Artículo. La determinación de la(s) entidad(es) de intermediación financiera adjudicataria(s) de los activos y obligaciones, así como, en su caso, de la entidad titularizadora, se realizará

N° Art LMF

Propuesta de Cambio

mismos préstamos hipotecarios que dieron origen a la emisión de las LH. El resto de los activos se excluirán de acuerdo a su valor en libros, netos de provisiones, reservas y cualquier otro ajuste realizado de conformidad con el literal c) anterior. A continuación formalizará la transferencia de las obligaciones privilegiadas de primer y segundo orden a favor de una o varias entidades de intermediación financiera solventes, mediante procedimientos competitivos, las cuales recibirán a cambio los activos excluidos y/o participaciones de primer y segundo orden, mediante un mecanismo de titularización de aquellos activos que tendrán la naturaleza de patrimonio autónomo inembargable, afecto al servicio de las participaciones que emita. La administración de estos activos titularizados implicará un balance y contabilidad separada, conforme se estipula en el literal f) de este Artículo. La determinación de la(s)

Versión Consensuada

la adecuada transparencia, todo ello de acuerdo con lo que reglamentariamente se determine.

mediante procedimientos competitivos que aseguren la adecuada transparencia, todo ello de acuerdo con lo que reglamentariamente se determine.

e) Criterios para la Exclusión de Pasivos. La exclusión de pasivos dentro del procedimiento de disolución distinguirá entre obligaciones privilegiadas de primer y segundo orden. Son de primer orden: 1) depósitos del sector privado en cuenta corriente o a la vista, de ahorro y a plazo fijo, excluidas las operaciones con otros intermediarios financieros y los depósitos de vinculados; 2) Mandatos en efectivo, incluyendo pre-pagos de comercio exterior, recaudaciones y retenciones tributarias, giros, transferencias mediante contratos legalmente suscritos, debidamente documentados

N° Art LMF

Propuesta de Cambio

entidad(es) de intermediación financiera adjudicataria(s) de los activos y obligaciones, así como, en su caso, de la entidad titularizadora, se realizará mediante procedimientos competitivos que aseguren la adecuada transparencia, todo ello de acuerdo con lo que reglamentariamente se determine.

e) Criterios para la Exclusión de Pasivos. La exclusión de pasivos dentro del procedimiento de disolución distinguirá entre obligaciones privilegiadas de primer, segundo y tercer orden. Son de primer orden las LH emitidas por la entidad que tuvieron su origen en préstamos hipotecarios. Son de segundo orden: 1) depósitos del sector privado en cuenta corriente o a la vista, de ahorro y a plazo fijo, excluidas las operaciones con otros intermediarios financieros y los depósitos de vinculados; 2) Mandatos en efectivo, incluyendo pre-pagos de comercio exterior, recaudaciones y

Versión Consensuada

y registrados en los estados financieros de la entidad antes del inicio del procedimiento de disolución siempre y cuando el titular sea del sector privado; 3) depósitos judiciales; 4) Obligaciones laborales de la entidad en disolución; y 5) El precio debido por la asistencia técnica a que se refiere el literal anterior. Son de segundo orden: 1) depósitos del sector público en cuenta corriente o a la vista, de ahorro y a plazo fijo; 2) Obligaciones con el Banco Central; 3) Obligaciones con entidades de intermediación financiera; 4) Obligaciones tributarias de la entidad en disolución.

- a) *Artículo 78. Procedimiento para Entidades de Intermediación Financiera no Viables. Cuando se haya determinado que una entidad de intermediación financiera no es viable, y ninguna entidad de intermediación*

N° Art LMF

Propuesta de Cambio

retenciones tributarias, giros, transferencias mediante contratos legalmente suscritos, debidamente documentados y registrados en los estados financieros de la entidad antes del inicio del procedimiento de disolución siempre y cuando el titular sea del sector privado; 3) depósitos judiciales; 4) Obligaciones laborales de la entidad en disolución; y 5) El precio debido por la asistencia técnica a que se refiere el literal anterior. Son de tercer orden: 1) depósitos del sector público en cuenta corriente o a la vista, de ahorro y a plazo fijo; 2) Obligaciones con el Banco Central; 3) Obligaciones con entidades de intermediación financiera; 4) Obligaciones tributarias de la entidad en disolución.

Nuevo

Artículo 78. Procedimiento para Entidades de Intermediación Financiera no Viables. Cuando se haya determinado que una entidad de intermediación financiera no es viable, se procederá a licitar la cartera

Versión Consensuada

financiera esté dispuesta a adquirir las obligaciones privilegiadas de primer orden de dicha entidad, el Fondo de Contingencia procederá a honrar los depósitos en un plazo no mayor de treinta (30) días calendarios, para lo cual se elegirá un banco pagador, a través de un concurso por invitación. Si éste se declarara desierto el Banco de Reservas asumirá dicha función. No se considerarán dentro de este proceso los depósitos correspondientes a las operaciones transfronterizas.

Artículo 81. Fondo de Contingencia. El Banco Central creara un Fondo de Contingencia con patrimonio separado que se integrará por aportes obligatorios de las entidades de intermediación financiera, y otras fuentes establecidas en la presente

Artículo 81. Fondo de Contingencia. El Fondo de Contingencia queda instituido como el instrumento de facilitación para los procedimientos de disolución y prevención de riesgo sistémico previstos en la presente Ley, así como para el

N° Art LMF

Propuesta de Cambio

de préstamos hipotecarios otorgados mediante la emisión de LH de forma similar a lo establecido en el Art. 73d. Si ninguna entidad de intermediación financiera esta dispuesta a adquirir las obligaciones privilegiadas de primer y segundo orden de dicha entidad, el Fondo de Contingencia procederá a honrar los depósitos en un plazo no mayor de treinta (30) días calendarios, para lo cual se elegirá un banco pagador, a través de un concurso por invitación. Si éste se declarara desierto el Banco de Reservas asumirá dicha función. No se considerarán dentro de este proceso los depósitos correspondientes a las operaciones transfronterizas.

Art.64

Art.63
lit. c)

Versión Consensuada

Ley, para su uso exclusivo en el procedimiento de disolución definido en el Artículo 73 de la presente Ley.

funcionamiento del esquema de garantía de depósitos establecido en el literal d) de este Artículo.

a) Cálculo. Tales aportes se calcularán sobre el total de las captaciones del público a través de los instrumentos autorizados de cada entidad de intermediación financiera. La tasa anual mínima de los aportes será del punto uno por ciento (0.1%) pagadero trimestralmente. La Junta Monetaria con el voto favorable de las tres cuartas (3/4) partes de sus miembros podrá modificar dicha tasa en función de las necesidades del Fondo. Las entidades aportantes no tendrán que contribuir cuando los recursos disponibles del mismo superen un monto igual al cinco por ciento (5%) del total de las captaciones del público a través de los instrumentos autorizados del sistema, debiendo restaurarse los aportes de los participantes si el nivel de recursos se sitúa

a) Cálculo. Tales aportes se calcularán sobre el total de las captaciones del público a través de los instrumentos autorizados de cada entidad de intermediación financiera. La tasa anual mínima de los aportes será del punto cinco por ciento (0.5%) pagadera trimestralmente, de la cual 80% será destinado para atender los casos de disolución y el restante 20% para el mecanismo de prevención del riesgo sistémico. La Junta Monetaria con el voto favorable de las tres cuartas (3/4) partes de la totalidad de sus miembros podrá modificar dicha tasa, así como su distribución en función de las necesidades del Fondo. Las entidades aportantes no tendrán que contribuir cuando los recursos disponibles del mismo superen un monto igual al cinco por ciento (5%)



N° Art LMF

Propuesta de Cambio

a) *Cálculo.* Tales aportes se calcularán sobre el total de las captaciones del público a través de los instrumentos autorizados de cada entidad de intermediación financiera, excluidas las captaciones a través de LH. La tasa anual mínima de los aportes será del punto cinco por ciento (0.5%) pagadera trimestralmente, de la cual 80% será destinado para atender los casos de disolución y el restante 20% para el mecanismo de prevención del riesgo sistémico. La Junta Monetaria con el voto favorable de las tres cuartas (3/4) partes de la totalidad de sus miembros podrá modificar dicha tasa, así como su distribución en función de las necesidades del Fondo. Las entidades aportantes no tendrán que contribuir cuando los recursos disponibles del mismo superen

Versión Consensuada

por debajo de este tope. Los aportes de cada entidad se consideraran gastos para estas. El Banco Central debitara automáticamente el monto que corresponda a los aportes en la cuenta corriente abierta por las entidades de intermediación financiera en dicha entidad.

del total de las captaciones del publico a través de los instrumentos autorizados del sistema, excluyendo los aportes del Gobierno, debiendo restaurarse los aportes de los participantes si el nivel de recursos se sitúa por debajo de este tope. Los aportes de cada entidad se considerarán gastos para estas. El Banco Central debitará automáticamente el monto que corresponda a los aportes en la cuenta corriente abierta por las entidades de intermediación financiera en dicha entidad.

TITULO IV DISPOSICIONES ADICIONALES, FINALES, TRANSITORIAS Y DEROGATORIAS

SECCIÓN I DISPOSICIONES ADICIONALES

Artículo 92. De las
Asociaciones de Ahorros
y Préstamos. Salvo por lo



N° Art LMF

Propuesta de Cambio

un monto igual al cinco por ciento (5%) del total de las captaciones del público a través de los instrumentos autorizados del sistema, excluyendo los aportes del Gobierno, debiendo restaurarse los aportes de los participantes si el nivel de recursos se sitúa por debajo de este tope. Los aportes de cada entidad se considerarán gastos para estas. El Banco Central debitará automáticamente el monto que corresponda a los aportes en la cuenta corriente abierta por las entidades de intermediación financiera en dicha entidad

Art. 75

Versión Consensuada

dispuesto más adelante, las Asociaciones de Ahorros y Préstamos, permanecerán con su naturaleza mutualista. Dichas entidades estarán bajo la regulación y supervisión exclusiva de la Administración Monetaria y Financiera y podrán realizar las siguientes operaciones:

c) Conceder préstamos en moneda nacional, con garantía hipotecaria destinados a la construcción, adquisición y remodelación de viviendas familiares y refinanciamientos de deudas hipotecarias, así como conceder préstamos a otros sectores de la economía nacional con o sin garantía real y líneas de crédito, conforme lo determine reglamentariamente la Junta Monetaria.



N° Art LMF

Propuesta de Cambio

c) Conceder préstamos en moneda nacional, con garantía hipotecaria destinados a la construcción, adquisición y remodelación de viviendas familiares y refinanciamientos de deudas hipotecarias, así como conceder préstamos a otros sectores de la economía nacional con o sin garantía real y líneas de crédito, conforme lo determine reglamentariamente la Junta Monetaria. Conceder préstamos hipotecarios en moneda nacional o extranjera, mediante la emisión de letras hipotecarias por igual monto que aquellos, los que no podrán ser a la orden ni cedidos. Corresponderá a la



Versión Consensuada

d) Emitir títulos-valores.

f) Adquirir, ceder o transferir efectos de comercio, títulos-valores y otros instrumentos representativos de obligaciones, así como celebrar contratos de retroventa sobre los mismos.

N° Art LMF

Propuesta de Cambio

Junta Monetaria establecer las normas sobre préstamos hipotecarios mediante la emisión de letras hipotecaria.

d) Emitir títulos-valores. Emitir LH sólo por el monto a que ascendieren las respectivas obligaciones hipotecarias constituidas a su favor.

f) Adquirir, ceder o transferir efectos de comercio, títulos-valores, letras hipotecarias de su propia emisión o de otras entidades financieras, y otros instrumentos representativos de obligaciones, así como celebrar contratos de retroventa sobre los mismos. La Junta Monetaria tendrá la facultad de colocar límites a las inversiones en LH.

b) Reglamento de los Préstamos Hipotecarios con Letras Hipotecarias

Categoría	Normativa
<p>Autorización de los Préstamos</p>	<p>Las entidades financieras podrán otorgar préstamos hipotecarios financiados mediante la emisión de LH por igual monto que aquéllos; y su reembolso a mediano o largo plazo se hará por medio de dividendos anticipados en moneda nacional o extranjera, según corresponda, que comprenderán el interés, la amortización y la comisión. Las instituciones financieras deben tener presente que la emisión de LH debe tener su origen exclusivamente en el otorgamiento de préstamos en la misma modalidad. En otros términos, el monto de las LH en circulación, emitidas por una institución financiera, debe mantener un equilibrio permanente con el saldo de préstamos en LH.</p>
<p>Límites máximos de préstamos por persona natural o jurídica</p>	<p>Usar actual normativa.</p>
<p>Límites a las entidades financieras para Inversión en LH</p>	<p>La compra de LH de su propia emisión deberá sujetarse a los límites que establezca el Junta Monetaria, al igual que la compra de LH de otras instituciones financieras.</p>
<p>Estandarización: Límites a los Créditos</p>	<p>El o los préstamos que haga la Institución</p>

Categoría	Normativa
	<p>emisora no podrán exceder del 80% del valor de tasación del inmueble ofrecido en garantía. En caso de operaciones de compraventa dichos préstamos no podrán exceder del 80% del precio si éste fuere inferior al valor de la tasación.</p>
<p>Estandarización: Relación deuda a dividendo</p>	<p>En los préstamos destinados a la adquisición o construcción de viviendas, el dividendo que se pacte, al momento del otorgamiento del crédito, no podrá exceder del 25% de los ingresos del prestatario y de un tercero, siempre que éste se constituya en fiador y codeudor solidario del prestatario.</p>
<p>Estandarización: Tasa de Interés variable</p>	<p>Los préstamos hipotecarios otorgados y LH emitidas con base en tasa de interés variable en pesos harán referencia a la TIR y se ajustarán cada seis meses.</p>
<p>Estandarización: Plazos de Emisión</p>	<p>El plazo de emisión de las LH podrá ser de 5, 10, 15 y 20 años.</p>
<p>Garantía</p>	<p>Los préstamos financiados con LH deberán garantizarse con hipotecas de primer rango sobre los inmuebles. Esta garantía no podrá garantizar además otras obligaciones, sin perjuicio de constituirse otras garantías de grado posterior. Las instituciones emisoras sólo podrán liberar las hipotecas que garanticen préstamos con LH en caso de pago total</p>

Categoría	Normativa
	<p>de la deuda, o cuando se autorice la sustitución de la hipoteca primitiva por una nueva hipoteca sobre otro inmueble, que cumpla con condiciones similares.</p>
<p>Tasación</p>	<p>Los inmuebles serán tasados por un perito designado por el emisor a costa del propietario. La tasación que se practique sólo comprenderá las mejoras permanentes adheridas al inmueble.</p>
<p>Comisión y gastos</p>	<p>En los créditos hipotecarios se deberá señalar en forma explícita los montos que el deudor deberá pagar por concepto de comisión, distinguiéndolos claramente de aquellos que correspondan a amortización, intereses y cualquier otro gasto.</p>
<p>Amortización de los préstamos</p>	<p>El pago de los préstamos financiados con LH se hará en la forma convenida y en los plazos estipulados. No obstante, los deudores pueden rembolsar anticipadamente el todo o parte del capital no amortizado de su deuda. En este caso el deudor hipotecario, para quedar definitivamente libre de toda obligación para con el emisor por el capital o parte del capital rembolsado, deberá pagar el interés y la comisión correspondiente a un período de amortización de las letras de su préstamo por toda la cantidad que hubiere anticipado.</p>

<i>Categoría</i>	<i>Normativa</i>
<i>Provisiones de los préstamos y uso de capital</i>	<i>Los préstamos hipotecarios tendrán las mismas obligaciones de provisiones y uso de capital de los otros préstamos con garantías reales.</i>
<i>Liquidación de deudores</i>	<i>La liquidación de deudores en caso que no paguen sus préstamos hipotecarios se regirá por las actuales normas de liquidación.</i>
<i>Ejecución de garantías</i>	<i>La ejecución de garantías en caso que los deudores no paguen sus préstamos hipotecarios se regirá por las actuales normas de liquidación.</i>
<i>Emisión de las LH</i>	<i>La institución que desee emitir LH deberá presentar a la Superintendencia de Bancos un prospecto en el que señale las condiciones de la emisión, dejándose constancia de: a) Monto de la emisión que se propone efectuar, moneda en que está expresada o es pagadera y unidad de reajuste, en su caso. b) Que son al portador. c) Plazo de duración de los préstamos. d) Interés, ya sea fijo o flotante, y forma de efectuar la amortización. Tratándose de tasas de interés flotante, éstas deberán especificarse con base a la TIR o en base a la tasa Prime o Libo, según la moneda que corresponda. e) El valor del cupón, que deberá comprender interés y amortización o sólo el interés. Tratándose de LH con tasas de interés flotante, se señalará la fórmula de cálculo</i>

Categoría	Normativa
	<p>de dicha tasa de interés flotante que permita determinar el valor del cupón. El Superintendente de Bancos registrará el prospecto cuando el solicitante cumpla con todos los requisitos y exigencias pertinentes.</p>
<p>Clasificación de riesgo</p>	<p>La Comisión Clasificadora de Riesgos y Límites establecerá la obligación de que las LH sean clasificadas por al menos una empresa privada de clasificación de riesgo.</p>
<p>Autorización de series</p>	<p>La SB autorizará las nuevas emisiones de series. También tendrán que ser inscritas en la SV y sujetas a su regulación. Las LH se emitirán formando series. Pertenece a una misma serie las que ganen un mismo interés, tengan igual amortización y hayan sido emitidas en idéntica moneda. Las letras de una nueva serie que se emitan, se diferenciarán de las pertenecientes a otras series ya emitidas por su forma u otra circunstancia que permita su distinción. La Superintendencia de Bancos determinará una identificación común para todas las series de iguales características en cuanto a plazo, tasas de interés y sistemas de amortización. Cada LH llevará una fecha de referencia para el cálculo de los cupones, y que será el día primero del mes en que se efectúe su emisión material. Cada letra llevará el mismo número de la obligación</p>

Categoría**Normativa**

a que accede. Las LH serán firmadas. Los cupones comprenderán interés y amortización o sólo el interés. Las LH son al portador y deberán contener las siguientes indicaciones: a) Nombre y domicilio de la institución emisora; b) Número de registro del prospecto en la Superintendencia de Bancos; c) La serie, número de la letra y del título respectivo; d) Valor nominal del título, moneda en que está expresado y sistema de reajuste, en su caso; e) Valor del cupón, que deberá expresar el interés y la amortización o sólo el primero. Tratándose de LH con tasas de interés flotante, se señalará la fórmula de cálculo de dicha tasa de interés flotante que permita determinar el valor del cupón; f) Tasas de interés, ya sean fijas o flotantes, y forma de amortización. Tratándose de tasas de interés flotante, deberá señalarse la base de flotación de dichas tasas de interés. No obstante, la tasa de interés aplicable durante el primer semestre de vigencia del instrumento será fija y deberá indicarse en la LH; g) Fecha de emisión y de extinción; h) Firma de a lo menos dos representantes de la institución emisora.

Tasa de interés de referencia

Las emisiones de LH a tasa variable usarán como tasa base a la TIR y sobre esa tasa se fijará un spread fijo por todo el tiempo de madurez de la LH.

Categoría	Normativa
Reajuste	<p>Las LH y los préstamos hipotecarios a que ellas acceden podrán expresarse y pagarse en:</p> <ul style="list-style-type: none">i) moneda corriente nacional no reajutable, pagaderos en dicha moneda;ii) moneda nacional reajutable en base a la inflación.iii) moneda extranjera.iv) otro de los sistemas de reajuste autorizados por el Banco Central , pagaderos en moneda corriente nacional;
Prospecto	<p>La entidad financiera que desee otorgar préstamos con LH deberá presentar a la SB un Prospecto que contenga las condiciones generales de la emisión. En el Prospecto se deberán mencionar y describir las siguientes condiciones de cada emisión que se proyecte: i) monto de la emisión propuesta y moneda o unidad de valor en que se expresará; ii) plazo de los préstamos, que deberá ser igual al del vencimiento de las LH correspondientes; iii) tasa de interés, que es libre y puede ser fija o flotante, con la limitación de que la del préstamo debe ser idéntica a la de las respectivas LH, sin considerar, para este efecto, la comisión a cargo del deudor del crédito. La tasa de interés variable debe tener por base la TIR. (Punto 1.2 c) de este Informe); iv) la amortización de los créditos hipotecarios otorgados mediante LH se llevará a cabo cuando el emisor</p>

Categoría**Normativa**

paga periódicamente parte del capital y de los intereses convenidos, cuyos importes se expresan en el respectivo cupón; v) valor del cupón: cuando se trate de LH con tasa de interés flotante, se indicará en los respectivos cupones, en lugar del monto de intereses, la fórmula que se utilizará para determinar su importe.

Si el Prospecto presentado por la institución solicitante cumple con todos los requisitos legales y reglamentarios, la SB procederá a anotarlo en su Registro, de lo cual se dejará constancia en el respectivo certificado de inscripción que se entregará a la entidad financiera.

Tablas de Desarrollo: Requisito indispensable para el registro del Prospecto es el envío a la SB, para su aprobación, de las tablas de desarrollo correspondientes a las LH y de la información relativa a las tablas de desarrollo que se utilizarán para los respectivos créditos hipotecarios.

Las tablas de desarrollo de las LH deberán contener, como mínimo, los siguientes antecedentes referidos a cada uno de los cupones o períodos de pago:

i) número del cupón; ii) valor del cupón; iii) intereses; iv) amortización de capital; v) importe de capital adeudado y vi) amortización acumulada del capital.

Las tablas de desarrollo de los créditos hipotecarios deberán contener la siguiente información mínima: i) número del

Categoría	Normativa
<p>Registro de las LH</p>	<p>dividendo; ii) amortización de capital; iii) intereses; iv) comisión; v) valor del dividendo; vi) saldo de capital adeudado y vii) amortización acumulada.</p> <p>Se dispondrá que las instituciones emisoras deban mantener un Registro de las LH que emitan. Este Registro de LH tendrá por objeto mantener un control permanente de las LH emitidas en relación con los Prospectos certificados por la SB, así como demostrar que toda LH que se haya emitido corresponda a un préstamo hipotecario cursado por la institución emisora, de acuerdo con esta modalidad de crédito.</p>
<p>Desmaterialización</p>	<p>Las LH podrán emitirse en forma desmaterializada. Las entidades financieras acordarán con una empresa de depósito y custodia de valores la emisión desmaterializada de sus LH.</p>
<p>Amortizaciones</p>	<p>La amortización de la LH podrá hacerse en forma ordinaria ya sea directa o indirectamente, o en forma extraordinaria. Se entiende por amortización ordinaria directa aquella en que periódicamente el emisor paga parte del capital y de los intereses convenidos, cuyos valores se expresan en el respectivo cupón. La amortización ordinaria indirecta es aquella que se efectúa mediante compra</p>

Categoría**Normativa**

o rescate de letras o por sorteo a la par, hasta por un valor nominal igual al fondo de amortización correspondiente al período de que se trate. La amortización extraordinaria consiste en la aplicación que el emisor debe hacer del pago anticipado en dinero que el deudor ha efectuado del todo o parte de su deuda, retirando de la circulación por compra, rescate o sorteo a la par, LH por igual valor. Son causales de amortización extraordinaria obligatoria las siguientes:

a) El pago total o parcial que el deudor hace de su obligación. b) Si la garantía hipotecaria del préstamo no se encontrare inscrita dentro del plazo de 180 días corridos contados desde la fecha de la escritura del préstamo. El emisor podrá amortizar extraordinariamente la totalidad de las LH que correspondan a préstamos que se encuentren en mora, siempre que la respectiva garantía hipotecaria tenga un valor inferior, en más de un 60%, respecto del valor actualizado de la tasación o del precio de la compraventa del inmueble, según sea el caso, que se tuvo en consideración para los efectos de la concesión del préstamo.

En los casos de amortización ordinaria indirecta el emisor determinará periódicamente la parte de ésta que deba hacerse mediante sorteo a la par y la que deba hacer mediante compra o rescate de

Categoría	Normativa
	LH, o si toda ella deba hacerse por uno u otro sistema.
Rescate de LH	Se deberán establecer normas sobre el rescate de LH cuando no se constituye la garantía o cuando los deudores se encuentran en mora y la garantía se haya desvalorizado considerablemente
Encaje	Las LH no estarán sometidas a encaje.
Información al público	Las entidades financieras deberán atenerse estrictamente a las instrucciones que sobre la materia imparta la SB, en especial en lo relativo a los antecedentes legales, sociales, financieros y administrativos que debe contener el extracto informativo que éstas mantengan a disposición del público.
Obligación del emisor de la LH	Toda LH da derecho al tenedor de ella para cobrar los intereses a su vencimiento, y su valor en caso de ser amortizada, o bien, los intereses y la amortización en el caso que ambos estén comprendidos en el cupón.
Pago de las LH	Los intereses, o éstos y la amortización, según corresponda, serán pagados contra la presentación de la letra con el respectivo cupón. En el caso de LH que se encuentren en custodia en empresas de depósito de valores, o en empresas bancarias o sociedades

Categoría**Normativa**

financieras constituidas en la República Dominicana, la presentación de la letra podrá reemplazarse por un certificado de custodia emitido por la entidad depositaria, o bien por un sistema de información, cobro y liquidación convenido entre la entidad emisora y la entidad depositaria. Lo señalado es sin perjuicio de la presentación de los respectivos cupones como condición para pagarlos. No obstante, el emisor de LH podrá conferir mandato a las entidades depositarias mencionadas, para que éstas, en su representación, procedan a la custodia e inutilización de los cupones pagados, en cuyo caso, la entrega de los mismos al emisor se efectuará en el plazo que establezca el respectivo mandato.

Seguros

Si en el inmueble hubiere edificios, deberán éstos estar asegurados contra incendio por todo el tiempo del contrato. Los seguros contra incendio que el emisor exija sobre las propiedades que reciba en garantía se contratarán por el deudor a favor del emisor por una suma no inferior al monto del préstamo, mientras éste se encuentre vigente. En caso de que no contratare el seguro o no pagare oportunamente las primas, podrá hacerlo el emisor con cargo al deudor.

El emisor queda facultado para efectuar el pago de las primas de seguro y sus



<i>Categoría</i>	<i>Normativa</i>
	<i>renovaciones y el deudor queda obligado a rembolsar las sumas en que el emisor hubiere incurrido</i>
<i>Transferencia o Cesión</i>	<i>Las instituciones emisoras no podrán transferir los créditos concedidos</i>



3

RECOMENDACIONES PARA EL DESARROLLO DE LAS LH EN RD

El mayor bienestar social así como el desarrollo económico son pilares fundamentales que guían la gestión gubernamental de cualquier país. Pero estos objetivos son difícilmente alcanzables en la medida que no se realicen esfuerzos focalizados en los distintos sectores de la economía.

En particular, el sector vivienda es uno de los más relacionados con el desarrollo social y el crecimiento económico. En efecto, la solución del problema habitacional permite a los individuos enfocarse en aumentar la productividad en el trabajo, así como facilitar actividades que incrementen su capital humano, contribuyendo de esta forma a la estabilidad política y económica del país.

Por lo tanto, una buena política habitacional trae consigo dos grandes beneficios: i) permite incrementar el bienestar en la medida que asegura a los habitantes de un país el acceso a la vivienda, la cual constituye una necesidad básica para el desarrollo familiar y el mejoramiento de los estándares de vida; ii) genera un círculo virtuoso, en la medida que estimula el incremento del empleo en el sector de la construcción – aumentando nuevamente el bienestar del individuo- y el crecimiento económico del país.

Finalmente, debe mencionarse que el problema de la vivienda, siendo un problema de carácter social, no sólo compete al

Estado sino también al sector privado, los cuales deberán trabajar juntos desarrollando nuevas soluciones de financiamiento que permitan el acceso al crédito a aquellos sectores más necesitados.

3.1 Lineamientos para una Política Habitacional Dominicana

El diseño de una política habitacional exitosa debe basarse en los siguientes cuatro pilares:

- Necesidades de Viviendas
- Oferta de Viviendas
- Capacidad de Endeudamiento
- Fuentes de Financiamiento

En lo que respecta al primer pilar, las necesidades de viviendas tienen dos componentes: el déficit habitacional y las demandas de las nuevas familias. El déficit habitacional en RD se estima entre 600,000 y 800,000 viviendas, considerando tanto el déficit cuantitativo como cualitativo, esto es, incluyendo viviendas en mal estado o mala calidad y que necesitan ser renovadas. Según un estudio del FONDOVID, en febrero de 2002 existía una demanda potencial de 172.455 viviendas. Esto último se define como familias que teniendo necesidad de vivienda, tienen recursos para comprarla, y es un indicador importante de la demanda potencial por viviendas y financiamiento. A esta cifra se debe sumar la nueva demanda habitacional, producto del crecimiento de la población en RD. Así el primer pilar de la política habitacional claramente está presente y se cumple, al existir una fuerte necesidad de nuevas viviendas en el país.

El segundo pilar, la oferta de viviendas, considera la existencia de una capacidad instalada para la construcción de la vivienda, acorde con los estándares de calidad fijados en la política habitacional. Este no parece ser un mayor obstáculo

en RD, dada la existencia de empresas inmobiliarias, constructoras y promotoras de vivienda de notable experiencia y capacidad.

El tercer pilar es que haya capacidad de endeudamiento por parte de los hogares, esto es, que la situación que vive la familia en República Dominicana tenga, desde el punto de vista del poder adquisitivo de su ingreso, un grado razonable de certeza de que cuenten con la posibilidad de financiar la adquisición de su vivienda a través de mayor endeudamiento en el sistema financiero. Y para aquellas familias que no poseen acceso al crédito hipotecario, que el Estado actúe como intermediario.

En este sentido, cuando se compara la importancia relativa de la deuda hipotecaria en RD con la de otros países, se evidencia que hay un significativo espacio para desarrollar el sector vivienda y la capacidad de endeudamiento. La política que se diseñe requiere una adecuada diferenciación para los distintos niveles de ingresos de las familias. En RD el mercado hipotecario se puede segmentar en tres partes. El segmento “prime”, que está constituido por viviendas que tienen un valor superior a RD\$ 1.500.000; el segmento sub-prime, que comprende viviendas entre RD\$ 1.500.000 y \$500.000; y el segmento de viviendas sociales, que corresponde a aquellas que tienen un valor menor a \$RD 500.000.

El cuarto pilar es la identificación de las fuentes de financiamiento disponible y del potencial para generar esta mayor actividad en el sector de la construcción y, particularmente, de la vivienda. La experiencia internacional, en Chile, otros países de A.L. e incluso en los países desarrollados, muestra que cuando hay una reforma en el sistema de pensiones como la que se ha llevado a cabo en la República Dominicana, se genera un extraordinario potencial de financiamiento para, justamente, la construcción y promoción de la vivienda.

Con base en lo anterior puede concluirse que los cuatro pilares, y por lo tanto las bases para la constitución de una buena política habitacional, están presentes en RD.

¿Cuál es el Rol del Estado?

En términos generales, la experiencia sugiere la conveniencia de que haya una fluida comunicación y concertación entre el sector público y el sector privado, que genere un círculo virtuoso y vínculos que vayan detectando los problemas y consensuando las soluciones. A través del diálogo de los sectores involucrados, incluyendo las instituciones del Sistema Dominicano de Pensiones, se hace más fácil identificar los problemas y se va adecuando la normativa y la regulación de manera de enfrentar y solucionar en forma rápida y eficiente dichos problemas, favoreciendo a la vez la creación de empleo en el sector de la construcción y un clima propicio para el crecimiento económico y el desarrollo.

En el contexto de la política habitacional, ¿cuál es el rol del Estado? y ¿qué es lo que enseña la experiencia? Lo primero es que, contrariamente a lo que se suele plantear, el rol del Estado tiene que ser activo. Este rol activo del Estado tiene que ser subsidiario, cuando se aplica a los sectores de menores recursos, y regulador cuando se refiere a los sectores con mayor capacidad de endeudamiento.

El rol activo y subsidiario se dirige a los sectores de menores recursos de la sociedad, y aquí la experiencia indica que el elemento crucial para su éxito es una adecuada focalización. En varios países, a consecuencia de fallas en la identificación y en el diseño de la política subsidiaria, se ha terminado financiando y otorgando subsidios a sectores de pocos recursos pero que, sin embargo, están mucho mejor posicionados que sectores que realmente necesitan el subsidio estatal. En estos casos los subsidios se tornan regresivos y no se logra evitar la filtración en el uso de los recursos estatales.

En términos de compromisos, es importante exigir un ahorro previo al potencial beneficiario del subsidio. Aunque dicho ahorro sea pequeño, esta exigencia crea conciencia sobre el esfuerzo individual y/o familiar necesario por parte de los beneficiarios.

Adicionalmente, es importante que el Estado pueda influir en organizar la demanda, en el sentido de que en las deci-

siones de localización participen activamente las comunidades que serían los beneficiarios potenciales, pues en caso contrario las viviendas pueden no ser convenientes para las familias que las necesitan. La experiencia ha demostrado que en sociedades más participativas, instituciones como los municipios, las cooperativas y juntas de vecinos organizan la demanda, de modo tal que cuando se provea la solución habitacional sea una solución realmente útil para los sectores que más la necesitan.

La experiencia también ha demostrado que la construcción física de viviendas debe quedar en manos del sector privado y no en manos del gobierno, ya que este último generalmente no es buen empresario constructor.

Una última consideración de la mayor importancia es que el Estado debe minimizar los conflictos de intereses que pueden surgir entre la cantidad y la calidad de las viviendas. Muchas veces, ante la urgencia de ir reduciendo el déficit habitacional para los sectores de menores recursos, se producen casas de mala calidad que generan costosas necesidades de reparación y que poseen poca vida útil. En otras ocasiones, por la cantidad de licitantes privados para la construcción de proyectos habitacionales, la calidad de la construcción es inadecuada o el control y los requisitos de calidad para construir son insuficientes y se termina proveyendo viviendas de baja calidad y poca duración.

El rol activo y subsidiario del Estado también debe ir dirigido hacia los sectores medios con alguna capacidad de pago parcial, distintos a los sectores de menores recursos que no tienen capacidad de pago, analizados anteriormente. En este caso también es conveniente exigir ahorro previo. De manera complementaria, el subsidio a la demanda ha probado ser muy útil, al entregar al comprador de la vivienda recursos que, sumados al ahorro previo y al financiamiento que sí puede otorgar en este caso el sistema financiero, le permitan la compra de la vivienda.

Es muy importante incentivar al sector financiero para que otorgue financiamiento a esos sectores, ya que en los casos de viviendas de valor relativamente bajo, los costos fijos de origi-

nación del crédito hipotecario resultan muy altos, por lo que generalmente no les es factible llevar a cabo la operación. Un subsidio a la originación del crédito ha demostrado ser un elemento útil para incentivar al sector financiero a otorgarlo. En forma complementaria, en la medida en que sea muy costoso para la institución financiera hacer el análisis de riesgo crédito del deudor, de nuevo por un problema de costos fijos, un seguro de crédito ofrecido por el Estado también contribuye a que el sistema financiero privado incurra en operaciones de financiamiento hipotecario con dichos sectores.

Como se señaló, al Estado le cabe un rol activo y regulador con relación a los sectores con mayor capacidad de endeudamiento. Aquí lo más importante es equilibrar los derechos de los deudores y acreedores. Respecto de los deudores, debe asegurarse que haya información transparente y oportuna sobre todos los costos en que deberá incurrir el potencial deudor hipotecario, así como sobre las situaciones y condiciones en que estará en riesgo la liquidación de su vivienda. Respecto de los acreedores, lo más relevante es que haya mecanismos eficientes y expeditos para la recuperación del crédito hipotecario, en caso de incapacidad de pago del deudor.

Otro rol del Estado regulador es incentivar y regular el financiamiento de la vivienda. La experiencia muestra que si no hay una política activa de un Estado regulador que tienda a facilitar el financiamiento de la vivienda, se dificulta el desarrollo de este sector. El desarrollo de las LH facilitaría enormemente el financiamiento a la vivienda en RD, para lo cual es fundamental el rol que pueden jugar la SIPEN, Junta Monetaria, el Banco Central, la SB y la Superintendencia de Valores.

3.2 Rol de los Fondos de Pensiones en el Financiamiento de la Vivienda

Si la idea es incentivar el financiamiento de la vivienda, como pilar de la política habitacional, ¿qué rol pueden jugar los FP?

La experiencia ha demostrado que la reforma del Sistema de Pensiones que se ha llevado a cabo en RD es un dinamizador de

la economía al proveer financiamiento de largo plazo en moneda nacional para la inversión productiva como viviendas, infraestructura y empresas productoras de bienes y servicios. Esto se perfecciona mediante la emisión, de parte de las empresas, de instrumentos financieros como bonos y acciones, lo que contribuye además al desarrollo del mercado de capitales.

Cabe recordar que los FP tienen como objetivo sustentar las pensiones y jubilaciones de los trabajadores que se retiren de la vida laboral, por lo cual las inversiones que se realicen con esos recursos tienen que ser rentables, de bajo riesgo, ejecutarse de forma transparente en los mercados autorizados, y muy importante, no deben utilizarse para subsidiar actividades de ningún sector de la economía, porque de lo que se trata es de maximizar la rentabilidad y pensión futura de los afiliados.

Ahora bien, ¿cómo potenciar las bondades del sistema? En RD es fundamental mejorar el vínculo existente entre los FP y el financiamiento de la inversión. En efecto, casi la totalidad de los FP están invertidos en el sistema financiero a corto plazo, y esta situación no asegura que esos recursos estén financiando actividades de inversión productiva, ni de largo plazo.

En consecuencia, es crucial lograr una diversificación de las inversiones de los FP, tarea que tiene varias vertientes. Una es que se debe facilitar que estos fondos se puedan invertir en instrumentos del Banco Central. Otra área de diversificación de las inversiones de los FP es permitir que se asignen, con los resguardos del caso, fuera del país; no obstante, eso suele ocurrir cuando el sistema de pensiones está más maduro. Una tercera opción, que tampoco se está utilizando en la actualidad, es permitir a los FP invertir en instrumentos financieros representativos de la actividad de la construcción de viviendas.

Con relación a este último punto, se debe avanzar en el desarrollo de instrumentos financieros idóneos para que los FP puedan contribuir al financiamiento de la vivienda. Es preciso destacar que esta inversión es de menor riesgo relativo, frente a otros instrumentos emitidos por las entidades de intermediación financiera donde están actualmente invertidos la totalidad de los recursos de los FP en RD, ya que cuenta, adicionalmen-

te, con la garantía hipotecaria del bien inmueble que se está financiando.

La inversión de los FP en el sector vivienda redundará en beneficios, tanto para el Sistema de Pensiones como para la economía en general. Desde el punto de vista de los FP, cumplirán con el requisito de ser inversiones de largo plazo y de bajo riesgo, porque en todo el mundo se evidencia que la morosidad de los créditos hipotecarios es la más baja; además, estas inversiones quedan respaldadas por las entidades originadoras de créditos hipotecarios. Desde el punto de vista de la economía en general, el sector construcción es gran generador de empleo y actividad económica, lo que redundará en aumentos del bienestar de las personas, además de facilitárseles la adquisición de su vivienda. Además, a diferencia de lo que ocurre en la actualidad, la inversión de los FP en LH contribuirá al desarrollo del mercado de capitales en RD.

Al observar las cifras del stock de deuda hipotecaria - todas en torno al año 2004- se constata que en Singapur y Estados Unidos este indicador es alrededor del 50% del PIB. Y en los casos de Colombia y Chile fluctúa entre 10% y 20% del PIB. En RD hoy día está en torno al 3% del PIB. En consecuencia, es evidente que hay un espacio muy significativo de poder dar mayor financiamiento hipotecario en RD. Cuando se hace el mismo tipo de análisis al nivel del ingreso familiar y de la capacidad de pago de las familias, también se encuentra con que RD cuenta con una muy adecuada capacidad de pago.

3.3. ¿Cómo se organizan los Mercados Hipotecarios?

Hay dos formas principales: la primera es que los compradores de vivienda van adonde los originadores de créditos, en este caso las entidades de intermediación financiera, a las que les piden un crédito y a cambio de eso se hipoteca la propiedad que se está adquiriendo. Luego, la pregunta natural que surge es ¿cómo se financian estas instituciones? Hoy día en RD se están financiando con depósitos, que provienen del público en general, de los FP, de las compañías de seguros y de otros in-

versionistas institucionales. Este mecanismo de financiamiento tiene un problema fundamental, y es que genera un descalce muy significativo en los balances de la entidad de intermediación financiera, pues el crédito hipotecario es a muchos años, comparado con el pasivo con que se financia, de sólo meses y hasta días de duración. Esta situación debería irse corrigiendo a partir de 2006, de acuerdo a una normativa que está por implementarse, pero sin la demanda de pasivos emitidos por las entidades de intermediación financiera de largo plazo, esa normativa puede quedar inoperante.

Esta situación podría ser mejorada mediante la emisión por parte de las instituciones de intermediación financiera de LH que, cumpliendo con ciertas características, podrían ser adquiridas por los FP. Como se ha señalado, las LH son títulos de deuda de largo plazo, simples de emitir, homogéneos, líquidos, y cuyo proceso de emisión es poco oneroso. Además de poder implementarse mediante un proceso fácil y rápido, tiende a darle mayores operaciones y posibilidades de desarrollo al mercado de valores en la RD.

Una ilustración del potencial que tienen las LH para el desarrollo del sector vivienda es que en Chile, entre 1990 y 2002, el 80% de las viviendas se ha financiado con LH. Lo anterior se refleja en la construcción de cerca 540,000 viviendas en el mismo período.

La segunda forma de organización del mercado y de la financiación de créditos hipotecarios, que no es incompatible con la recién descrita, es a través de la acumulación en el tiempo de créditos hipotecarios los que, cuando llegan a un cierto monto, son “empaquetados” por las instituciones de intermediación financiera y vendidos a entidades titularizadoras. Estas, a su vez, los colocan en el mercado de valores como bonos, uno de cuyos principales compradores son los FP. Esta forma de organización ha sido exitosa en algunos países, fundamentalmente en Estados Unidos y, dentro de América Latina, en Colombia.

Esta segunda forma introduce más intermediarios al proceso - titularizadoras, auditores, clasificadores de riesgo del proceso de titularización, representantes de los tenedores de bonos – lo

que conlleva un conjunto de costos y riesgos inexistentes en el proceso de emisión de LH, que se basa sólo en un marco legal y una normativa adecuados. Además, en los inicios del proceso de titularización (que puede tomar varios años) los instrumentos tienen poca liquidez, debido a las características diferentes del activo subyacente y al riesgo de selección adversa de los activos a titularizar por parte de las entidades financieras.

La titularización de créditos hipotecarios se justifica una vez que el mercado hipotecario se ha desarrollado y haya un volumen significativo de LH en circulación. Sin embargo, por lo usualmente más engorroso, costoso y lento, la titularización reduce en términos relativos la rentabilidad de los FP e incrementa los costos operativos. En el actual estado del financiamiento del mercado hipotecario en RD la opción más idónea, por ser más rápida y eficiente, es potenciar su desarrollo introduciendo las LH.

Como ejemplo, en Chile durante los primeros años luego de la reforma del Sistema de Pensiones, alrededor del 50% de los fondos de las AFP estaba invertido en LH. En los siguientes años hubo una caída del porcentaje de inversión en esos instrumentos, lo que no se debió a la pérdida de importancia del instrumento sino a que, a medida que se fue desarrollando el mercado de valores y el Sistema de Pensiones, fueron surgiendo otros instrumentos de inversión para los FP, tales como acciones, bonos corporativos, obras de infraestructura e inversiones en el exterior. Recientemente las LH han caído en torno al 15% de los fondos; sin embargo, como porcentaje del PIB se han mantenido cerca del 8%. Y sólo después de 20 años de la puesta en marcha del sistema la titularización está empezando a desarrollarse.





Anexos

Anexo 1: Encaje y Letras Hipotecarias

Encaje es el requerimiento del BC a los bancos comerciales y otras instituciones de depósito a mantener un nivel mínimo de reservas, en proporción a ciertos pasivos. Este requerimiento por parte del BC tiene dos objetivos concretos: i) asegurar que los bancos, ya sea individualmente o de forma grupal, cumplirán con los requerimientos de pago sin demora alguna, particularmente en tiempos de crisis financiera; b) cumplir la función de una herramienta auxiliar en el manejo de la política monetaria, este último a través del efecto del encaje sobre el dinero.

El encaje es requerido sobre depósitos a la vista y a plazo. El encaje impone un costo sobre el sector privado, que es igual a los intereses perdidos sobre las reservas asignadas a este rubro – o al menos sobre la fracción de reservas que no son requeridas por necesidad directa de los clientes de las distintas instituciones financieras. En este sentido, el encaje cobra la forma de un impuesto que se refleja en menores tasas de captación y mayores tasas de colocación. Adicionalmente, incentiva la desintermediación financiera.

Con relación a las LH, si en el mercado se ofrece un nuevo instrumento financiero que provea un sustituto cuasi-perfecto de las LH sin requerimiento de encaje, los emisores de LH se encontrarán en desventaja, pues tendrán que cargar al costo del crédito una mayor tasa de interés originada por los requerimientos de encaje, con lo cual se desincentivaría la participación en este mercado.

En lo que respecta a la implementación de la política monetaria, diversos estudios indican que la eliminación del encaje tendría un efecto menor. En particular, la mayor parte de los BC del mundo siguen políticas monetarias basadas en el manejo de la tasa de interés, por lo que el encaje resulta menos relevante. Adicionalmente, la eficacia del encaje se cuestiona, dado que constantemente surgen innovaciones financieras abocadas a evitar el pago de este “impuesto” y a la desintermediación financiera. Tal es el caso de las sweep accounts, que



reclasifican, a través de software, los depósitos de los clientes sujetos a encaje de hasta un 10%, y los colocan en depósitos de ahorro que no están sujetos a encaje, reduciendo de esta forma casi a cero la carga del requerimiento de reserva.

Finalmente las tendencias actuales indican una significativa reducción y en algunos casos la eliminación de los requerimientos de encaje. Algunos países se dieron cuenta que los requerimientos de encaje obligatorio estaban por debajo de los requerimientos diarios de sus clientes. En el margen eran estos últimos quienes constituían el verdadero encaje, satisfaciendo estos requerimientos con dinero almacenado por voluntad propia en sus bóvedas.

La tendencia hacia un menor requerimiento de encaje se encuentra altamente difundida. Estados Unidos eliminó en 1990 el requerimiento de encaje del 3% sobre los depósitos a plazo⁹ y redujo el encaje sobre los depósitos en cuenta corriente de un 12% a un 10%. De forma similar Alemania, Francia, Japón, Inglaterra y Canadá han reducido considerablemente sus tasas de encaje, como se muestra en cuadro siguiente. De hecho, Canadá ha llegado al extremo de eliminar la tasa de encaje de los depósitos de carácter transaccional y de los depósitos a plazo.

Requerimientos Legales de Encaje (en porcentaje)

	1989	1992	1996
■ Depósitos Transaccionales			
Estados Unidos	12.0	10.0	10.0
Alemania	12.1	12.1	2.0
Francia	5.5	1.0	1.0
Japón	1.75	1.2	1.2
Canadá	10.0	0	0
Reino Unido	0.45	0.35	0.35
Nueva Zelanda	0	0	0
Chile	10	-	9
■ Depósitos a Plazo			
Estados Unidos	3.0	0	0
Alemania	4.95	4.95	2.0
Francia	3.0	0	0
Japón	2.5	1.3	1.3
Canadá	3.0	0	0
Reino Unido	0.45	0.35	0.35
Nueva Zelanda	0	0	0
Chile(1)	4	-	3.6

Nota: (1) corresponde al encaje sobre depósitos, captaciones y otras obligaciones en pesos.



Referencias

Stevens E.J., *"Is there any rationale for Reserve Requirements?"*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Cleveland, 1991.

Bennet, Paul and Peristiani Stavros., *"Are U.S. reserve requirements still binding?"* Economic Policy review, Federal Reserve Bank of New York, 2002.

Feinman Joshua N., *"Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform"* Federal Reserve Bulletin Juen1993.

.....*"Reserve Requirements of Depository Institutions (Regulation D)"*, Federal Reserve Bank, Noviembre 2005.

Sellon, Gordon and Weiner, Stuart E., *"Monetary Policy Without Reserve Requirements: Analytical Issues"*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City 1996.

Anexo 2: Tasa de Interés de Referencia

La tasa de interés de referencia tiene la finalidad de reflejar el costo de fondos de las instituciones financieras, además de servir como tasa base en operaciones de crédito que contemplen tasas variables.

A continuación se presentan tres ejemplos de tasas de interés de referencia, que se usan en Chile y Europa. La primera es la Tasa Bancaria (TAB) que publica la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras de Chile. La segunda es la Tasa de Interés Promedio (TIP) publicada por el Banco Central de Chile. Y la tercera, es la Euro Interbank Offer Rate (EURIBOR), que utilizan los bancos para realizar préstamos interbancarios en Europa.

Tasa Bancaria Nominal (TAB Nominal)

La TAB constituye una tasa de interés de referencia que tiene, entre otras, la finalidad de ser utilizada en operaciones de crédito que contemplen tasas variables.

La tasa TAB nominal está constituida por tasas de interés promedio ponderada que informa y determina la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras de Chile A.G., sobre la base de los datos que le proporcionan cada día las instituciones financieras. La ponderación viene dada por el porcentaje que represente el total de depósitos y captaciones netas de canje de cada institución financiera participante, sobre el total de depósitos y captaciones netas de canje de todas las instituciones financieras participantes. Las instituciones financieras participantes serán aquellas que seleccione la Asociación y que acceden a proporcionar la información necesaria.

En este caso, la Asociación ajusta las tasas por el costo que representan aquellos factores objetivos, cuantificables y comunes para todo el sistema financiero, tales como el encaje y su eventual remuneración, entre otros.

Adicionalmente la Asociación excluye del cálculo de la tasa TAB Nominal, aquellas observaciones que no estén compren-



didadas entre los percentiles 15 y 85, ambas cotas incluidas, para cada uno de los plazos informados.

La tasa TAB es determinada para operaciones en pesos chilenos, distinguiendo cuatro plazos de 30, 90, 180 y 360 días. La tasa de interés que se utiliza es la más alta que las instituciones financieras participantes requieran pagar para obtener recursos. Y las tasas se publican a más tardar a las 11 a.m., diariamente.

Tasa de Interés Promedio (TIP)

La TIP, calculada por el Banco Central de Chile, es un promedio ponderado de las tasas que el sistema ofrece cada día a los depositantes, tanto para depósitos no reajustables de entre 30 y 89 días y los reajustables para plazos entre 90 y 365 días.

Esta tasa también se calcula de la misma manera para los préstamos que el sistema ofrece al público en general y aquellos que se realizan entre los bancos.

Euro Interbank Offer Rate (EURIBOR)

La EURIBOR es una de las tasas de referencia para el mercado monetario europeo que surgió de la introducción del Euro en 1999.

Esta consiste en la tasa de interés de referencia sobre la que los bancos europeos de gran prestigio ofrecen depósitos de corto plazo a otros bancos de la misma categoría.

Un panel de bancos representativo provee diariamente las tasas que estima un banco cobra a otro banco por los depósitos de corto plazo, dentro de la Zona Euro. En este caso los bancos son seleccionados conforme a criterios de mercado, en donde solo son considerados bancos de primera clase y que a la vez reflejen la diversidad del mercado monetario europeo. Los bancos que participen del panel están regidos por un estricto código de conducta

Los plazos que contempla la EURIBOR van desde 1 a 3 semanas hasta 12 meses. La metodología de cálculo consiste en un promedio simple que excluye el 15% más bajo y el 15% más

alto de las observaciones. Una vez realizado este procedimiento se publican las tasas a las 11.00 a.m.

Propuesta para la Tasa de Interés de Referencia (TIR)

1. Objetivo: La TIR tendrá por objetivo reflejar el costo de fondos de las instituciones financieras de RD, calculando dicho costo sobre la base de las tasas de captación.

2. Definición: La TIR es un promedio ponderado de las tasas de captación de las instituciones financieras participantes, la cual se informará diariamente.

El ponderador consistirá en el porcentaje que representa cada observación sobre el total de depósitos y captaciones reportadas diariamente por parte de todas las instituciones financieras participantes.

Para estos efectos las instituciones financieras deberán proporcionar los montos de todos los depósitos y las tasas de captación a los cuales fueron comprometidos dichos fondos diariamente.

3. Publicación y plazos: La TIR será publicada diariamente y corresponderá a los datos suministrados el día anterior por las distintas instituciones financieras.

La TIR será determinada en pesos de RD distinguiéndose tres plazos: a) operaciones hasta 90 días; b) operaciones de 91 – 180 días; c) operaciones de 181 – 360 días.

Las Instituciones estarán obligadas a suministrar diariamente dicha información al final de la jornada laboral al BC.

4. Instituciones Participantes: El BC será el encargado de designar aquellas instituciones financieras que participen en la determinación de la TRP de manera que se reflejen de la mejor forma posible las condiciones del mercado vigentes.

Para el cálculo de la TIR el BC eliminará el 15% más bajo y el 15% más alto de las observaciones, con el objeto de mantener una medida homogénea que no contemple valores extremos.

5. Formula:

$$TIR = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^z P_{ij} \cdot r_{ij}$$

P_{ij} : Es el ponderador de la observación (j) del banco (i)

r_i : Es la tasa de interés reportada en la observación (j) del banco (i).

Debe tenerse presente que esta propuesta no incluye ningún costo por encaje, debido a que en este mismo Informe se recomienda no aplicar encaje a las LH.

