

## Ideas innovadoras en la EMF ECBC: ¿Es la vivienda fundamental en el futuro del proyecto europeo?

Luca Bertalot, Secretary General, EMF-ECBC

Un año después de haber tomado posesión de su cargo, el presidente Juncker se encuentra ante la responsabilidad de gestionar una situación mucho más compleja que la del otoño de 2014. El Plan Juncker, cuya intención era principalmente promover el estímulo macro económico a largo plazo para apoyar las políticas de intervención monetaria de Frankfurt, ahora necesita allanar el camino para adaptarse a una hoja de ruta más amplia y que mira a reforzar la credibilidad del proyecto europeo. El plan de inversión, que principalmente es un proyecto macro económico, también debe tener en consideración una nueva dimensión política en la que Europa ya no puede permitirse estar económicamente fragmentada ni plenamente coordinada desde un punto de vista político.

Un año después de su anuncio, existe un amplio consenso sobre la necesidad de la Unidad **de los Mercados de Capitales** como complemento a la Unión Bancaria. La iniciativa acaba de aterrizar en un plan de acción concreto que se aplicará en los próximos meses. Pero ahora la necesidad de un mercado único, identificado por Jack Delors en 1985, va acompañada de un enfoque político único. Esto quedó patente durante la crisis griega del verano y cada vez es más importante. La crisis china y el panorama político actual en el Mediterráneo y Oriente Próximo, con la posterior crisis de los refugiados e inmigrantes, y las tensiones diplomáticas en las fronteras del este, han subrayado la necesidad fundamental de una cohesión europea en términos de políticas internacionales, macro económicas y de reformas estructurales. En resumen, Juncker tiene que convencer a 500 millones de ciudadanos, -de los que 64 millones viven en Reino Unido-, de que Europa representa la esperanza de un futuro mejor: no solo para los ciudadanos de la UE, sino también para los tres millones de refugiados que quieren entrar en el viejo continente. Construir esperanza para el futuro es el desafío al que se enfrentan los líderes europeos y nacionales. Esto evitará que Europa caiga en las garras del populismo y el radicalismo y ayudará a defender la libertad y la tolerancia, los valores sobre los que se fundó la Unión.

Esencialmente, cuando se trata de la esperanza por un futuro mejor consideramos que hay dos elementos esenciales en la vida de todos los ciudadanos: (i) la posibilidad de tener un trabajo y (ii) la posibilidad de comprar una vivienda / acceder a una solución habitacional para poder formar una familia, en el sentido del "nido humano" de Van Gogh: el lugar seguro en el que alimentar nuestros sueños y esperanzas. El trabajo (junto con el crecimiento) es el eje del Plan de Juncker; sin embargo, en lo que al segundo elemento se refiere, especialmente desde el inicio de la crisis, los mercados inmobiliarios de la UE se han visto cada vez más fragmentados dentro de cada Estado miembro y entre ellos. Esto, junto con el hecho de que la Unión Europea no tiene competencia en el ámbito de la política de vivienda, a pesar de que el de la vivienda es un sector vital para alcanzar la eficiencia recurrente, el crecimiento urbano, la eficiencia energética y la cohesión social y, por tanto, es vital para el éxito de muchas de las políticas, implica que se están desperdiciando oportunidades cruciales para mejorar las vidas de millones de ciudadanos de la UE.

En nuestra opinión, existe un gran potencial en impulsar inversiones que ofrezcan acceso a la vivienda: apoyando una política europea eficiente en materia de vivienda que permitiría el coste eficiente de los recursos públicos combinado con el apoyo del sector privado. Encontrar el equilibrio entre las contribuciones del sector público y del privado a la vivienda tendrá un mayor impacto en un espectro político de gran alcance, que abarque al sector de las infraestructuras, el urbanístico, de transportes, el sector del alquiler, las políticas de movilidad social y de eficiencia energética. Sin embargo hasta la fecha, los Estados miembros han desarrollado un importante número de recursos fiscales y públicos a escala nacional sin que haya habido una coordinación de esas áreas a escala europea.

La vivienda es un elemento estratégico a escala mundial: según los datos del Banco Mundial, la población global llegará a los 8,3 mil millones en 2030, de los cuales el 60% vivirá en ciudades. Para satisfacer este aumento de demanda, necesitaremos al menos 565 millones de nuevas unidades residenciales y por cada vivienda construida en el mundo, se crean cinco puestos de trabajo.

¿Podemos permitirnos dejar la política de vivienda de Europa "en tierra de nadie" o necesitamos llamar la atención de las Instituciones Europeas ante la necesidad de fijar una orientación clara en materia de vivienda para el viejo continente? El cambio demográfico es otro gran desafío para Europa, debido a tres factores importantes: la caída de la tasa de nacimientos, el alargamiento de la esperanza de vida y el aumento de la inmigración. Estas tendencias tienen importantes consecuencias para la productividad, el crecimiento económico, las oportunidades laborales, la seguridad social, el sistema de salud, de pensiones y de seguros, y la movilidad de los ciudadanos. Respecto del último punto, observamos además una mayor movilidad social, impulsada por más de 3 millones de estudiantes Erasmus que realizan sus carreras en los diferentes países de la Unión, por los bajos costes de viajar y por los bajos costes sociales relacionados con la movilidad, así como por la innovación en el ámbito de la tecnología y del comercio digital, y esto está cambiando radicalmente a una parte considerable de la sociedad.

En su conjunto, la evolución de estos factores está alterando el equilibrio de la solidaridad entre generaciones y, lo que es más importante, la dinámica y las tendencias del mercado de precios de vivienda y alquiler y, como resultado, está cambiando la forma de los mercados de alquiler y de viviendas en propiedad. Consideramos que estos fenómenos y los años de crisis han afectado radicalmente a los principales determinantes tanto de la oferta como de la demanda en los mercados de vivienda. Analizando la situación actual, observamos un panorama muy fragmentado y disperso: algunos casos existe una acusada escasez de oferta de viviendas y un aumento de la demanda - especialmente en áreas urbanas- pues cada vez más ciudadanos abandonan las áreas rurales para trasladarse a las ciudades. La falta de mano de obra cualificada en algunos Estados miembros suele citarse como una de las principales razones por las que no es posible satisfacer la creciente demanda. En más detalle, el nuevo panorama demográfico está influyendo en la demanda como resultado de los cambios en la composición de los hogares y, por tanto, está afectando a la estructura del mercado de la vivienda. Además, la reforma de las leyes laborales y las tasas de desempleo también están alterando los perfiles de riesgo y, en algunos casos, limitando el acceso al crédito hipotecario, y por tanto afectando a los resultados en materia de vivienda para los ciudadanos. Estos desafíos relativos a la oferta y a la demanda son cada vez más complicados debido a la intervención regulatoria en materia de crédito hipotecario, tanto a escala nacional como de la UE, que afecta a la concesión de crédito, y por tanto al acceso al crédito, poniendo una mayor presión en los mercados inmobiliarios.

Estamos en la antesala de una revolución sin precedentes en términos de composición demográfica de la sociedad europea, de la movilidad de sus ciudadanos en busca de mejores condiciones de vida y de trabajo, de movimientos migratorios hacia Europa y dentro de Europa. Además, no debemos olvidarnos del cambio climático, que está presionando a las autoridades nacionales y europeas para que revisen la función que pueden desempeñar los edificios y su financiación para mejorar el perfil energético de la UE. Cuanto antes comprendamos esta nueva realidad, mejor entenderemos cómo puede responder el sector para obtener los mejores resultados para los ciudadanos europeos y contribuir de forma continuada a los desafíos del mercado inmobiliario del presente y el futuro, a la vez que se continúa apoyando la Unión de los Mercados de Capitales del presidente Juncker.

La EMF ECBC está examinando las tendencias identificadas anteriormente y que ya están influyendo en los mercados hipotecarios y de la vivienda del futuro. El 1 de octubre de 2015, la EMF ECBC se reunió con la Comisión Europea, Naciones Unidas y otros participantes del mercado para debatir sobre la financiación de la eficiencia energética y determinar cuál será la función del sector en el liderazgo de las mejoras; el 9 de octubre de 2015 la EMF ECBC reunió a líderes del sector para debatir sobre la función de los *covered bonds* y la contribución de un posible nuevo instrumento, el European Secured Note (ESN), a la financiación de las Pymes y, por tanto, a la economía real; el 23 de octubre de 2015 la EMF ECBC intercambió durante un seminario puntos de vista con los principales académicos y expertos en vivienda de Europa de la European Network for Housing Research (ENHR) en el que se analizaron los desafíos a los que se enfrenta el mercado de la vivienda, identificar los cuellos de botella e identificar las características de los mercados del alquiler e hipotecarios que pueden hacerse más eficientes para liberar áreas de presión, como son las subvenciones y las intervenciones fiscales. La financiación a largo plazo es crucial para la financiación de la vivienda. La construcción o la compra de una vivienda es la inversión más importante que realizarán la mayoría de los ciudadanos europeos y suele representar cuatro o cinco veces su salario anual. En ausencia de ahorro previo, habría que esperar entre 40 y 50 años, o incluso más en algunas zonas, para poder acometer tal inversión si se dependiera exclusivamente de ahorros individuales. Es necesario por tanto recurrir a la financiación para poder adquirir una vivienda y, de forma más general, para apoyar a la economía europea. Considerando el tamaño de la inversión, las amortizaciones deben repartirse en un periodo largo que sea compatible con la capacidad de ahorro anual. Las herramientas de financiación a largo plazo para los bancos por tanto exigen evitar la falta de correspondencia entre activos y pasivos. Los *covered bonds* normalmente están diseñados para el crédito hipotecario, y es importante destacar que un banco hipotecario suele tener una mayor afectación de activos que un banco cuyo negocio no está orientado al hipotecario. Recortar las capacidades de los bancos más orientados al hipotecario limitaría la oferta de crédito para financiar la vivienda.

Con esto en mente en los debates de Basilea, es esencial garantizar la capacidad del Sector para apoyar a la economía real y es posible identificar varias áreas de actuación:

- Es necesario buscar el equilibrio y la igualdad de condiciones entre los bancos internacionales que operan en la Unión Europea y los actores europeos que operan tanto a escala internacional como nacional.
- Debe examinarse el impacto en el mercado de varios desarrollos normativos y deben hacerse esfuerzos para garantizar que las especificidades del panorama bancario europeo se están teniendo en cuenta apropiadamente en los debates del Comité de Basilea: *i.e.* Ratio de Financiación Estable Neta (NSFR, por sus siglas en inglés), la ponderación del riesgo, el diseño del marco de *capital floors*; la calibración del ratio de apalancamiento.
- La función de las entidades de crédito europeas en el marco de la financiación inmobiliaria y a las pequeñas y medianas empresas, y el crédito a la economía real es cada vez más polifacética a raíz de la introducción de la Unión de los Mercados de Capitales.
- Los *covered bonds* son una herramienta de financiación a largo plazo clave y existe el firme compromiso del sector de alcanzar un mayor nivel de armonización, en línea con los objetivos de la UE y las preferencias del mercado.

La ausencia de una visión europea y de un objetivo común en el área de la vivienda para informar de la posición de la UE de forma holística en los debates del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria (BCBS por sus siglas en inglés) podría ser perjudicial para el posicionamiento eficiente del modelo de negocio europeo en los debates de Basilea IV y por tanto, podría perjudicar a la creación de unos mercados de vivienda que funcionen correctamente. En un escenario posterior a la crisis, a la hora de considerar cómo es posible garantizar tanto la transmisión de la política monetaria como el cumplimiento por parte de los mercados de las expectativas de los ciudadanos, es importante

reconocer que tres cambios importantes están afectando a los sistemas de vivienda en Europa: (i) cambios en la estructura de la demanda; (ii) cambios en la oferta, impulsados por las dinámicas del mercado, como son los modelos de negocio de financiación a largo plazo; y (iii) un entorno regulatorio completamente nuevo. En este contexto y a la vista de las intensas actividades regulatorias de los últimos años, hacemos un llamamiento para analizar y valorar adecuadamente este nuevo entorno. Asimismo nos congratula reafirmar la continuada voluntad de la EMF ECBC para comprometerse con la Comisión Europea en las iniciativas regulatorias en curso y futuras.

## Unión de los Mercados de Capitales: Soluciones Concretas y Proactivas- Mesa Redonda del ECBC sobre el Futuro de los *Covered bonds* y el European Secured Note

Carsten Tirsbæk Madsen, Chief Executive Officer, BRFkredit & Chairman, ECBC

El 9 de octubre de 2015, el European Covered Bond Council (ECBC) reunió en Milán a los principales participantes del mercado y de las Instituciones europeas, entre los que se encontraban inversores, emisores y representantes del Banco Central Europeo, de la Comisión Europea y del Fondo Europeo de Inversiones. El motivo del encuentro era la celebración de una mesa redonda para debatir el futuro de los *covered bonds* y la posibilidad de crear un instrumento europeo de doble recurso, definido como un European Secured Note (ESN). El **European Secured Note** sería un nuevo instrumento de refinanciación que combina las buenas prácticas del mercado y las técnicas del *covered bond* y la titulación para financiar, entre otros, los préstamos a Pymes y préstamos para infraestructuras.

Durante el último año, el *covered bond* se ha visto especialmente afectado por la política monetaria y por las reformas supervisoras y regulatorias a escala nacional, europea y global. Como consecuencia, las dinámicas del mercado de los *covered bonds* están tomando una nueva forma. Como declaró el representante del BCE durante el evento del ECBC en Milán "es posible que la Consulta de la Comisión sobre los Covered Bonds repercuta en el mercado de los *covered bonds* en Europa." El objetivo final es diseñar el futuro mapa bancario de Europa y construir una Unión de los Mercados de Capitales. Estos dos pilares sostendrán la capacidad del Sector para acometer la agenda del crecimiento de la Comisión y para ofrecer financiación a largo plazo para la economía real.

A la hora de considerar la forma óptima de obtener estos resultados, podemos identificar varios aspectos sobre los que reflexionar:

- La función de los *covered bonds* y el firme compromiso del sector de alcanzar una mayor transparencia y una armonización basada en principios, en línea con los objetivos de la UE y las preferencias del mercado.
- La función de las entidades de crédito europeas en el marco de la financiación inmobiliaria y a las pequeñas y medianas empresas, y el crédito a la economía real son cada vez más polifacéticas a raíz de la introducción de la Unión de los Mercados de Capitales.

El Sector se enfrenta al desafío de endurecer estas nuevas dinámicas y de contribuir al proceso de integración. Pretende hacerlo desarrollando una función proactiva en la construcción de la Unión de los Mercados de Capitales para garantizar la estabilidad financiera, la capacidad de conceder crédito y, en última instancia, apoyar el crecimiento

económico. Cada vez son más los legisladores y reguladores que reconocen la importante función que desarrollan los *covered bonds* para el sistema bancario y para la estabilidad financiera. Esto refuerza la necesidad de un tratamiento reglamentario apropiado a cualquier nivel.

Los *covered bonds*, de hecho, representan una herramienta de financiación crucial en el núcleo del futuro sector bancario de Europa. En este contexto, el Sector ha dado los pasos concretos en esa dirección. Se ha demostrado que a través de iniciativas del mercado, como es el Covered Bond Label, el buque insignia del Sector, y concretamente su modelo de transparencia armonizado (Harmonised Transparency Template), es posible conseguir una mayor transparencia y una mayor integración. En cuanto a la integración, de hecho, la Comisión Europea, en su Consulta Pública sobre los Covered Bonds lanzada a finales de septiembre de 2015, ha propuesto dos opciones: a) convergencia voluntaria de las legislaciones nacionales en materia de *covered bonds*; o b) un marco legislativo europeo para los *covered bonds*. En la mesa redonda del ECBC se subrayó que un enfoque basado en principios hacia la armonización de los *covered bonds* sería el enfoque óptimo.

No debería extrañarnos que tanto el **Covered Bond Label** como el **Harmonised Transparency Template** apunten en esa dirección. El ECBC también apoya plenamente el objetivo europeo de reforzar la inversión y la financiación para el largo plazo, así como la necesidad de construir un auténtico mercado único de capitales - una Unión de los Mercados de Capitales para los 28 Estados miembros. No hay una única medida conducente a la creación de la Unión de los Mercados de Capitales sino un compendio de soluciones que prepararán el camino para la consecución de este objetivo. La propuesta concreta del ECBC en este área representa una iniciativa del mercado basada en el consenso, que podría reducir significativamente la fragmentación del mercado a través de la creación de un nuevo instrumento de financiación europeo basado en un enfoque de abajo a arriba. Esta iniciativa requerirá una intervención legislativa limitada a escala nacional, que podría estar apoyada por la Comisión Europea y por otras Instituciones Europeas que funcionen como catalizadores. Además, podría aplicarse en un plazo relativamente corto. Lo que es más importante, esta iniciativa responde a varias de las prioridades para cada acción prevista en el Libro Verde sobre la Unión de los Mercados de Capitales de la Comisión, en concreto: (i) aumentar la base de inversores para Pymes, y (ii) crear una titulación sostenible de elevada calidad.<sup>1</sup> Tanto la Comisión Europea como el Banco Central Europeo (BCE) estuvieron representados en la Mesa Redonda y expresaron su interés en comprender mejor las posibilidades de la iniciativa del ESN y las opiniones del mercado sobre este asunto. Reconocieron el trabajo realizado por el ECBC para mejorar la convergencia, la transparencia y la armonización en los mercados de *covered bonds* con el Covered Bond Label. El BCE en concreto dio cuenta de los esfuerzos realizados por el ECBC para mejorar y ampliar la transparencia de los emisores y de las emisiones, y el nuevo Template, que mejorado significativamente el régimen de información.

El ESN ha sido diseñado por el sector de los *covered bonds* europeos, en respuesta al Libro Verde de la Comisión Europea sobre la Unión de los Mercados de Capitales. "La Unión de los Mercados de Capitales..." -afirmó el representante del BCE durante el encuentro- "...puede completar la Unión Bancaria, reforzando la Unión Económica y Monetaria y profundizando en el Mercado Único". También añadió que "El ESN podría ser beneficioso, especialmente si consideramos que, según la Consulta de la Comisión, suele ser poco probable que los préstamos Pymes se incluyan en los *covered bonds* regulados." La Comisión tomó nota de esta iniciativa en tanto que su objetivo sería fomentar la convergencia de las buenas prácticas transfronterizas de los mercados. La Comisión Europea también expresó su disposición a debatir con el Sector y acogió la voluntad del ECBC de comprometerse con la Comisión en futuras iniciativas regulatorias. La comunidad de emisores también destacó su apoyo a la iniciativa, y hubo un claro consenso sobre que el nuevo tipo de instrumento necesita estar claramente diferenciado del *covered bond*. Marcar una clara demarcación entre la iniciativa del ESN y el Covered Bond Label es crucial para evitar cualquier confusión. Esto es, naturalmente, evitar cualquier perjuicio a la clase de activos y mejorar la armonización en el ámbito de los *covered bonds*.

---

<sup>1</sup> Para más información sobre la propuesta del ESN, consulte la respuesta del ECBC al Libro Verde sobre la Construcción de la Unión de los Mercados de Capitales [aquí](#).

En la actualidad, el BCE está inyectando liquidez en el sistema con medidas estándar y no convencionales. Esta situación extraordinaria de liquidez abundante y barata no durará para siempre. Por este motivo, el Sector tiene la responsabilidad de desarrollar un enfoque con perspectivas de futuro. Es necesario contribuir a la creación de un conjunto de herramientas de financiación a largo plazo que sea fuerte para un nuevo panorama europeo. Las entidades de crédito, como consecuencia, deberán operar algún día en un mercado único, siguiendo la aplicación del paquete legislativo post crisis en la UE. Para poder prosperar, el Sector debe impulsar este cambio, siendo siempre proactivo. De cara al futuro, el ECBC se siente con la responsabilidad de continuar actuando como el foro de debate del sector y el "guía" del mercado, desarrollando una clara visión de los desafíos y oportunidades en el horizonte entre los participantes del mercado y, posteriormente, guiando al sector a través de estas aguas turbulentas. Estamos debatiendo cómo reforzar los instrumentos de financiación ya existentes y cómo crear tantas oportunidades como sea posible para las entidades de crédito que apoyen la agenda del crecimiento y garanticen tanto la estabilidad financiera como la financiación a largo plazo. El valor real de esta iniciativa es su enfoque europeo, y su éxito dependerá de la coordinación de la regulación transfronteriza, que esperamos ser capaces de desencadenar. Existe una lista de tareas por hacer para los participantes del mercado pero también para las autoridades nacionales y las Instituciones europeas.

Nuestro objetivo final para los próximos años es cooperar para construir unas herramientas de financiación a largo plazo para el sector financiero y la economía real, y ofrecer una serie de rápidas soluciones transfronterizas a escala europea.

## ¿Cuál es la función de las entidades de crédito hipotecario y de los emisores de *covered bonds* en la financiación de la eficiencia energética?

Jennifer Johnson, Head of Legal & Economic Affairs, EMF-ECBC

El rendimiento energético tradicionalmente ha estado entre las prioridades de las agendas políticas de los países de la UE (y mundialmente) y los edificios con gasto energético nulo son un objetivo político de la UE para los próximos años, tal como ha quedado reflejado en la **Directiva sobre la eficiencia energética de los edificios (DEEE)**. La DEEE exige que para 2020 todos los nuevos edificios cumplan la estricta normativa energética y obtengan gran parte de sus requisitos energéticos de fuentes renovables. El sector público deberá contar con edificios con un consumo de energía casi nulo en 2018. Sin embargo, hasta la fecha no se ha planteado normativa alguna referente a los edificios ya existentes.

Según la Comisión Europea<sup>2</sup>, los edificios son responsables del 40% del consumo de energía y del 36% de las emisiones de CO<sup>2</sup> de la UE. En la actualidad, alrededor del 35% de los edificios de la UE tienen más de 50 años. Para mejorar la eficiencia energética de los edificios, la Comisión Europea sugiere que el total del consumo energético de la UE debería reducirse entre un 5-6% y las emisiones de CO<sup>2</sup> podrían reducirse en torno al 5%. La eficiencia energética de los edificios es un objetivo estratégicamente importante para la UE debido a su elevada dependencia de la energía importada (desde fuera de la UE) y el aumento de los precios de la energía. Los mecanismos de apoyo financiero en los Estados miembros, como las ayudas e incentivos fiscales, pueden financiar la inversión en eficiencia energética de los edificios residenciales por ejemplo. Sin embargo, estas políticas varían significativamente entre distintos Estados miembros y normalmente se adoptan por un tiempo limitado. En los últimos meses, la EMF ECBC y sus miembros han debatido sobre cómo el sector hipotecario y de *covered bonds* podrían apoyar este movimiento tan importante,

<sup>2</sup> DG Energy, <https://ec.europa.eu/energy/en/topics/energy-efficiency/buildings>



independientemente de la intervención gubernamental, a través de la financiación privada de una forma coordinada a escala europea. En varios Estados miembros, de la parte de la originación ya se están produciendo avances en relación con las hipotecas "verdes" y también de la parte de la financiación, con la emisión de *Pfandbriefe* "verdes" o *covered bonds* de criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG). La EMF ECBC desea analizar los acontecimientos a escala nacional y comprender cómo podrían aprovecharse las buenas prácticas con vistas a realizar una contribución importante y sostenible en esta área.

Concretamente, la EMF ECBC está estudiando el potencial de crear una calificación "de eficiencia energética" para las hipotecas y los *covered bonds*, basada en la definición europea común y sustentada por una plataforma tecnológica. Como en el caso del **ECBC Covered Bond Label**, la EMF ECBC está bien posicionada para actuar como catalizador del mercado y garantizar el desarrollo coordinado de una iniciativa europea en este área. La EMF ECBC considera que esto podría facilitar la creación de un auténtico mercado de la eficiencia energética para las hipotecas y garantizar la simplicidad y la transparencia. Asimismo, se facilitaría la *due diligence* para las entidades de crédito, emisores e inversores, a partir de la información positiva de los participantes del mercado. De hecho, hay un amplio espectro de participantes del mercado, entre los que se encuentran gobiernos, entidades de crédito /emisores, inversores, prestatarios y la sociedad en general, que podrían implicarse y beneficiarse de tal evolución (véase la cadena de incentivos identificada a continuación). Si la EMF ECBC fuera capaz de desarrollar una base de datos cualitativa y cuantitativa sobre hipotecas y *covered bonds* "energéticamente eficientes", el siguiente paso sería analizar las tendencias del mercado y las características técnicas en mayor profundidad, por ejemplo la probabilidad de impago de este tipo de hipotecas. Un estudio de 2013 desarrollado por la University of North Carolina Chapel Hill <sup>3</sup> sugiere que era un 32% menos probable que los propietarios de viviendas energéticamente incurrieran en el impago de su hipoteca y que el riesgo de impago continúa siendo menor a medida que mejora la calificación energética de la vivienda. Si la probabilidad de impago de una hipoteca energéticamente eficiente en la UE fuera inferior a la de una hipoteca convencional, el posible efecto rebote podría suponer una mejor ponderación de riesgo para calcular los requerimientos de capital.

Esto tendría un impacto beneficioso tanto para emisores como para inversores, lo que en última instancia redundaría en mayor asequibilidad para los consumidores y la externalización positiva para un gran número de participantes del mercado. En este contexto, el 1 de octubre de 2015 en París, la EMF ECBC reunió a la Comisión Europea, Naciones Unidas, expertos en eficiencia energética europeos y estadounidenses, representantes de organizaciones de sostenibilidad, expertos en valoración inmobiliaria y representantes del sector hipotecario y de los *covered bonds* para proponer ideas, desde todas las perspectivas, sobre la forma y elementos que deben componer esta iniciativa liderada por el mercado. La mesa redonda se organizó en torno a tres paneles y algunos casos nacionales para: (i) analizar los motivos por los que la eficiencia energética es tan importante y cómo pueden definirse las hipotecas y los *covered bonds* energéticamente eficientes; (ii) identificar y debatir los desafíos para financiar la eficiencia energética en términos de oferta, demanda y los procesos relacionados con ambas - como la valoración inmobiliaria; y (iii) establecer los que los sectores hipotecarios y de *covered bonds* pueden hacer para seguir impulsando la agenda en este área. El evento resultó ser todo un éxito y hubo tanto interés por sacar adelante este proyecto que la EMF ECBC organizará un segundo evento, de seguimiento, el 26 de febrero de 2016. Hasta entonces, por su parte, la EMF ECBC examinará los pasos concretos que el Sector necesita dar para hacer este proyecto realidad. Consulte próximas ediciones de este boletín de noticias para actualizaciones acerca de nuestros progresos.

---

<sup>3</sup> *Home Energy Efficiency & Mortgage Risk*, University of North Carolina at Chapel Hill, March 2013.

## Expertos de la EMF y de la ENHR hablan sobre los mercados hipotecarios inmobiliarios del futuro

Paolo Colonna, Economic Adviser, EMF-ECBC

Como se ha indicado en el artículo de portada de esta edición, en los últimos meses, la EMF ECBC ha comenzado a analizar importantes tendencias que pueden afectar a los mercados hipotecarios e inmobiliarios en el futuro, con el fin de identificar eventuales respuestas de las entidades de crédito hipotecarios y los emisores de *covered bonds* frente a estos acontecimientos, e incluso cómo evitarlos, para obtener los mejores resultados para los ciudadanos de la UE. Como parte de este proceso, el 23 de octubre de 2015, la EMF ECBC reunió a importantes expertos inmobiliarios y académicos europeos que forman parte de la **European Network for Housing Research (ENHR)** y los expertos del **Comité Estadístico de la EMF** para debatir sobre los desafíos relacionados con la oferta de viviendas, el cambio demográfico, los tipos de tenencia de vivienda y la intervención regulatoria.

Se trataron diferentes aspectos y se intercambiaron muchos puntos de vista sobre asuntos complejos que son difíciles de reflejar aquí; sin embargo, a continuación señalamos algunos de los aspectos que serán objeto de consideración en los próximos meses por parte de la EMF ECBC:

### Oferta de vivienda

- Mercados inmobiliarios sanos y eficientes requieren un mix apropiado de viviendas utilizadas por sus propietarios, inmuebles privados en alquiler y vivienda social -siendo este último un tema recurrente durante el seminario.
- La oferta de vivienda ha caído desde el inicio de la crisis en muchos países de la UE y es probable que la crisis migratoria actual presione aún más esta tendencia a la baja. La oferta de inmuebles utilizados por sus propietarios es muy sensible a la demanda; la oferta de inmuebles privados puestos en alquiler es sensible a los incentivos fiscales.
- El número y la naturaleza de viviendas vacías en la UE garantiza un análisis mayor, así como la función de los edificios energéticamente eficientes en la oferta de nuevas viviendas.

### Cambio demográfico

- El cambio demográfico, que incluye el envejecimiento de la población, el retraso en la edad de maternidad, la caída de las tasas de nacimientos y el aumento del número de divorcios, está afectando a la naturaleza y estructura de los mercados de viviendas y, por tanto, a los mercados hipotecarios.
- Los compradores jóvenes o en primer acceso y los más mayores son dos grupos especialmente preocupantes, aunque por distintos motivos. La intervención gubernamental normalmente se centra en ayudar a los compradores en primer acceso, pero las personas mayores están enfrentándose a problemas de accesibilidad en términos económico y de falta de financiación. Los mecanismos orientados a este mercado en el pasado, como los productos para la movilización del patrimonio, han sido soluciones imperfectas. Los acuerdos de patrimonio compartido podrían explorarse como una solución de utilidad para este segmento de la población.
- Existe un vínculo entre las hipotecas, la vivienda en propiedad y el bienestar, considerándose normalmente la vivienda en propiedad como un vehículo para la acumulación de riqueza. Es algo que resulta destacable en el contexto actual de las pensiones en muchos de los Estados miembros de la UE.



### Régimen de tenencia de viviendas

- El régimen de tenencia de la vivienda normalmente no es una elección sino un resultado y viene determinado por actitudes, el mercado y la intervención política.
- Existe una correlación entre el nivel de PIB per cápita y el porcentaje de viviendas utilizadas por sus propietarios frente a los inmuebles arrendados. Los niveles más elevados de PIB se suelen corresponder con los mayores niveles de arrendamiento privado y los niveles más bajos de inmuebles utilizados por sus propietarios, y viceversa.
- Los incentivos y las medidas de apoyo normalmente están relacionados con la construcción de vivienda y la vivienda en propiedad.
- Entre los asuntos relacionados con el mercado del alquiler entramos la oferta de vivienda de calidad, la accesibilidad y la seguridad de tenencia.
- Los apoyos a un sector normalmente afectan al otro y debería promoverse un debate sobre la neutralidad fiscal.

### Intervención regulatoria y el impacto en los mercados

- Los reguladores cuentan con una amplia variedad de herramientas a disposición para orientar los mercados hipotecarios y de vivienda, entre las que se encuentran la limitación al loan to value (LTV) o a la relación préstamo/ingresos que se están implantando en diferentes grados, en diferentes formas y normalmente por diferentes motivos en toda la UE.
- Aumentar los tipos de interés también puede calentar los mercados hipotecarios e inmobiliarios -tipos de interés del 1% y el 2% no deberían considerarse "normales".
- Es necesario alcanzar un equilibrio entre fijar "límites a la velocidad" en los mercados hipotecarios e inmobiliarios y garantizar el acceso al crédito.
- La intervención regulatoria en el mercado hipotecario normalmente no se corresponde con la intervención política en el mercado de la vivienda, lo que resulta en desequilibrios y consecuencias imprevistas, como el caso de los límites al LTV que pueden restringir el acceso al crédito, aumentar la demanda de alquileres privados y, por tanto, hacer que los alquileres lleguen a niveles inaccesibles.

La EMF ECBC considerará estos y otros asuntos debatidos durante la jornada, con vistas a determinar cómo pueden contribuir proactivamente los sectores hipotecarios y de los *covered bonds* para obtener resultados eficientes y sostenibles para los ciudadanos de la UE en un mundo cambiante.

## Resumen de la Consulta de la Comisión Europea sobre "Covered Bonds en la Unión Europea"

Maria Pavlova, Policy Adviser, EMF-ECBC

### Introducción

Como se anunció en el boletín de noticias del último mes, el 30 de septiembre de 2015, la Dirección General de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales (DG FISMA) de la Comisión Europea lanzó un el Plan de Acción para la Unión de los Mercados de Capitales<sup>4</sup> cuyo objetivo es crear un mercado único para los capitales en la Unión Europea (UE). Basada en la iniciativa de la Unión de los Mercados de Capitales, y siguiendo el Informe de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) sobre Marcos de Covered Bonds &

---

<sup>4</sup> Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, el Consejo, el Comité Económico y Social de Europa y el Comité de Regiones: Plan de Acción para la Construcción de una Unión de los Mercados de Capitales, *OM (2015) 468 final* de 30 de septiembre de 2015.

Tratamiento de Capital<sup>5</sup>, la Comisión Europea publicó un Documento de Consulta sobre los Covered Bonds para recopilar la información proporcionada por el sector en relación con las implicaciones legales y prácticas para los mercados de *covered bonds* europeos. El principal objetivo es determinar normas comunes de elevada calidad que mejorarían las condiciones de financiación y facilitarían las oportunidades de inversión transfronterizas.

### Estructura

El Documento de Consulta está dividido en tres secciones: La Parte I sobre "Análisis Económico de los Mercados de Covered Bonds" presenta un resumen de un análisis pormenorizado de los datos sobre mercados de *covered bonds* y las tendencias identificadas en los últimos años, que se encuentra más detallado en un Apéndice al Documento de Consulta. Básicamente, los datos del mercado muestran comparativamente fuertes emisiones a lo largo de los años de la crisis financiera e indica un aumento en los niveles de afectación en los balances de las entidades de crédito europeas. A este respecto, la Comisión Europea tiene interés en recibir información, justificada con datos estadísticos relevantes, sobre la convergencia / divergencia de los mercados de la UE durante el periodo de la última crisis financiera.

La Parte II sobre "Examen de la posibilidad de un Marco Más Integrado" considera las incongruencias existentes entre marcos regulatorios nacionales por una parte, y las prácticas supervisoras correspondientes utilizadas en varios Estados miembros, que podrían haber contribuido al actual estado de fragmentación del mercado. La Comisión Europea sugiere que tal disparidad, como muestra el Informe de la EBA, podría suponer obstáculos a la estandarización del mercado en determinados aspectos, como la formalización y las prácticas de información, y podría presentar dificultades en la provisión de liquidez y de acceso a los inversores. En relación con estas preocupaciones, la Comisión Europea destaca dos posibles opciones que podrían contribuir a abordar los problemas anteriormente mencionados:

- La convergencia voluntaria de las legislaciones nacionales en materia de *covered bonds* que están en vigor en los Estados miembros, algo que podría alcanzarse con medidas no legislativas como las recomendaciones dirigidas por parte de la Comisión Europea;
- Legislación de la UE directa centrada en los *covered bonds*, lo que podría pretender armonizar las legislaciones nacionales existentes o como un marco normativo alternativo. A este respecto, la Comisión Europea hace referencia al valor de las iniciativas lideradas por el mercado, como el Covered Bond Label del ECBC, cuyo objetivo es mejorar las normas de calidad y la transparencia de los programas de *covered bonds* y busca información sobre si estas iniciativas son suficientes o si la Comisión Europea debería considerar completarlas con medidas legislativas adicionales para una mejor integración del mercado.

La Parte III sobre "Elementos para un Marco Integrado para los *Covered bonds*" analiza un diseño de elevado nivel para un hipotético marco normativo para los *covered bonds*, que estaría en gran medida basado en la estructura y abarcaría los elementos identificados en el Informe de la EBA. En esa nota, la Comisión Europea plantea cuestiones relativas con respecto a la definición legal de *covered bonds*, el marco legal y de supervisión del *pool* de cobertura, tipos de préstamos relacionados, sobrecolateralización, riesgos de mercado y de liquidez, entre otros.

Por último pero no menos importante, los requisitos de transparencia, con arreglo a los establecido en el Artículo 129 (7) del Reglamento sobre Requisitos de Capital (CRR, por sus siglas en inglés), también se identifican como importantes, especialmente en vistas de los diferentes modelos de emisor, tipos de activos de cobertura y marcos regulatorios a escala nacional. En este contexto, el Documento de Consulta hace referencia al Modelo Común y

---

<sup>5</sup> EBA Report on EU Covered Bond Frameworks and Capital Treatment: Respuesta a la petición de asesoramiento de la Comisión de diciembre de 2013, en relación con el Artículo 503 del Reglamento (UE) N.º.575/2013 y a la Recomendación del ESRB sobre el funcionamiento de las entidades de crédito de diciembre de 2012 (ESRB/12/2) de 1 de julio de 2014.

Armonizado de Transparencia (**Common Harmonised Transparency Template**) que es una iniciativa del ECBC y que permite a los inversores comparar una serie de datos armonizados de distintos países sobre los emisores de *covered bonds* que cuenta con el Covered Bond Label.

### Próximos pasos

La Secretaría de la EMF ECBC ya ha movilizado a su Comité Supervisor del ECBC, que está formado por expertos nacionales en materia legal, para organizar, en un plazo debido, la comentarios recibidos por parte del Sector a todas las cuestiones planteadas en el Documento de Consulta. Como parte de este ejercicio, la Secretaría de la EMF ECBC también ha involucrado a los seis Grupos de Trabajo del ECBC, junto con los Grupos sobre Transparencia y Financiación a Largo Plazo para recopilar información técnica y bases de datos estadísticos sobre sus respectivos mandatos. La respuesta final del ECBC será un documento de posición en el que más de 700 expertos provenientes de más de 25 mercados de *covered bonds*, que representan el 98% de los *covered bonds* en circulación a escala mundial, se presentarán con una única voz sectorial.

## ¿Comprarán los inversores European Secured Notes (ESNs)?

Cristina Costa, Senior Covered Bond Analyst, Société Générale Corporate & Investment Banking

Los European Secured Notes (ESN) podrían llamar la atención de los inversores mientras el rendimiento de los *covered bonds* esté en niveles bajos. Con vistas a la Mesa Redonda organizada por el ECBC sobre Covered Bond & European Secured Note celebrada en Milán el 9 de octubre de 2015, realizamos un estudio con inversores en la segunda mitad de septiembre de 2015 para medir las intenciones de los inversores respecto del instrumento ESN propuesto<sup>6</sup>. El cuestionario incluía 11 preguntas y estaba dirigido a comprender qué estructura es la preferida y qué criterios y características comunes serían necesarias para atraer la demanda. El estudio estaba dirigido a los inversores de "real money" (gestores de fondos, compañías aseguradoras), conocidos por invertir también en crédito y titulización. Recopilamos 16 respuestas de inversores con un total agregado de activos bajo gestión equivalente a 5 € MM.

Aunque el estudio no sea representativo en términos estadísticos, ofrece información importante sobre la opinión de los inversores de *covered bonds* de "real money". La financiación a bajo coste y los obstáculos regulatorios se citan como las principales razones para la baja oferta de instrumentos senior de financiación de doble recurso a bajo coste se citan como las principales razones para la baja oferta de instrumentos de doble recurso. La falta de información transparente sobre el *pool* y de comparabilidad entre clases de activos también se cita como un factor importante. Otras razones esgrimidas fueron el coste así como la disponibilidad de liquidez general a bajo coste en el mercado. Para los emisores, el valor relativo de un *trade* de esas características, cuando podrían recurrir alternativamente a la financiación con TLTRO o financiación del BCE, emitir *covered bonds* o garantizar el balance restante con depósitos, implica que los intereses quedarían limitados, especialmente mientras los programas de Quantitative Easing del BCE están en funcionamiento. Resulta interesante que tanto la escasez de demanda por parte de inversores como las preocupaciones de las agencias de *rating* no quedaran reflejadas entre las principales preocupaciones. La mayoría de los inversores parecen preferir ESN dentro de balance, con Colateral Transparente y Granular.

Con respecto al diseño del producto, la mayoría de los encuestados preferir la estructura dentro de balance en lugar de los formatos ESN que permiten compartir el riesgo. Sin embargo, muchos inversores destacaron que la elección de estructura dependería en última instancia en la prima ofrecida a los instrumentos tradicionales para compensar por la

---

Para más información sobre la propuesta del ESN, consulte la respuesta del ECBC al Libro Verde sobre la Construcción de la Unión de los Mercados de Capitales [aquí](#).

complejidad adicional. Para muchos inversores, la liberación de capital de la estructura del ESN recuerda a la titulización y, si tuvieran que elegir entre ambos, optarían por la vía de la titulización. En última instancia, si los reguladores consideraran la penalización los ABS europeos, la iniciativa fuera de balance, liberadora de capital podría quedar obsoleta.

Se prefiere la Regulación por encima de las características contractuales. Los inversores tienen una clara preferencia por que el ESN sea consagrado por ley en lugar de a través de características contractuales. La gran mayoría prefiere la regulación a escala de la UE frente a la nacional. Además, los inversores prefieren analizar *pools* granulares y segregados. Así, la mayoría de encuestados prefieren *cover pools* homogeneizados (un tipo de activo, un *pool*) y algunos de ellos piden que se defina un límite por clase de activos.

El tratamiento regulatorio preferencial es crucial para el desarrollo del producto. Los inversores de "real money" citaron la ponderación del riesgo preferencial, elegibilidad para el LCR y exclusión del *bail-in* como características importantes que el ESN tendría que tener, destacando su preferencia por que el ESN sea adecuado para la tesorería de las entidades también. Otros de los aspectos mencionados fueron la inclusión de índices y el *rating*. La liquidez también es fundamental, ya que el ESN necesitaría ser un producto vendible.

Es necesario que haya *pools* granulares, comparables y fácilmente identificables. Los inversores consideran que para que el producto despegue, es necesario definir el colateral en parámetros de riesgo claros. Es necesario contar con informes de inversores periódicos y fácilmente comparables. En términos de frecuencia, los informes trimestrales son lo mínimo aunque los informes sobre los activos de periodicidad mensual serían lo ideal para hacer un seguimiento de la naturaleza dinámica del pool. Los encuestados mencionaron la disponibilidad de datos a nivel de préstamo como útil, aunque las tablas con información estratificada sobre los préstamos sería suficiente.

Los préstamos subyacentes (PYMEs, infraestructuras) son una clase de activos más compleja y no existe una información común sobre el historial de crédito o su comportamiento. De este modo, antes de que las iniciativas relacionadas con el ESN vean la luz, los inversores destacaron la importancia de contar con una plataforma centralizada en la que subir todos los datos y destacaron la necesidad de que toda la información relativa al pool sea pública sin restricciones para que ningún inversor pueda acceder a los datos e informes.

El precio y el posicionamiento de los ESNs. A la hora de considerar el precio, las respuestas mostraron cierta preferencia por que los spreads se sitúen cerca de los bonos no garantizados senior en lugar de cerca a los *covered bonds* tradicionales. Aunque el precio dependerá en última instancia de la calidad y expectativas de recuperación del pool de cobertura subyacente. Para la estructura fuera de balance y liberadora de capital, el valor relativo del producto en relación con la ABS será el principal factor determinante de la inversión.

No es necesaria garantía adicional para el desarrollo del ESN que libera capital. En la estructura fuera de balance, liberadora de capital del ESN, el ECBC propone que los organismos públicos desempeñen una función vital, tanto en la inversión como en la garantía de posiciones de riesgos más subordinados. Sin embargo, al ser preguntados, la mayoría de los inversores no ven la necesidad de que instituciones públicas (como EIB, KfW, etc) garanticen o sponsoricen los títulos ESN. De todos modos, aunque no es una condición necesaria, muchos encuestados señalaron que el producto podría ser mejorado con una garantía.

**Conclusión y Próximos Pasos:** En conclusión, la mayoría de los inversores parece preferir los ESN dentro de balance, con colateral granular y transparente. Es preferible la regulación a las características contractuales. Los inversores destacaron la importancia de los beneficios de la regulación a la vez que destacan que el ESN necesita permanecer diferenciado del *covered bond*. Los *covered bonds* pueden funcionar en paralelo para diferentes finalidades y satisfacer diferentes necesidades para los bancos (los ESN podrían pasar a ser la forma más barata de financiar a las

Pymes a través de los mercados de capitales) y para inversores (el ESN ofrece un perfil de riesgo / remuneración diferente al de los *covered bonds* o los bonos de titulización -ABS).

Antes de que este producto pueda desarrollarse, deben sentarse algunas bases (como por ejemplo, préstamos Pymes estandarizados, procesos de insolvencia similares, encontrar una definición compartida de Pyme; crear un sistema de calificación del crédito (*scoring*) para calificar a las Pymes europeas bajo criterios similares para que los inversores puedan comparar fácilmente y evaluar los riesgos originados en diferentes jurisdicciones.

Durante la Mesa Redonda celebrada en Milán, el representante de la Comisión Europea comentó que la lista de deseos del inversor en ESN sería la siguiente:

- Elegible para las operaciones REPO del BCE;
- Ponderación de riesgo preferencial: Difícil reabrir la CRD IV; por tanto esperar a Basilea IV;
- Elegible para el LCR; Podría lograrse si el instrumento genera un mercado secundario sólido y líquido;
- Excluido del *bail-in*: Difícil reabrir la Directiva de Recuperación y Resolución de Entidades; habrá que esperar a la Directiva de Recuperación y Resolución de Entidades II (probablemente no antes de 2018).

La Comisión Europea desea encontrar el equilibrio entre un adecuado tratamiento prudencial para los *covered bonds* y otras formas de crédito garantizado y el posible beneficio en términos de crecimiento económico que puede resultar de facilitar el crédito de calidad a la economía real.