

**COMUNICACIÓN DICIEMBRE 2014
DE LA FEDERACIÓN HIPOTECARIA EUROPEA**

El Ministro de Finanzas de los Países Bajos presenta la nueva legislación de covered bonds a los miembros del ECBC

El 1 de enero de 2015, entrará en vigor la nueva legislación en materia de *covered bonds* de los Países Bajos, la cual introduce importantes cambios. Por este motivo y en reconocimiento a la labor del European Covered bond Council (ECBC), como principal foro de discusión de la industria, algunos delegados del ministerio de Finanzas de los Países Bajos y del Banco Central de los Países Bajos celebraron en Bruselas el 9 de diciembre de 2014 una reunión con miembros del ECBC para hacer una presentación sobre los principales cambios que se producirán en su marco jurídico y para debatir sus principales implicaciones.

En este contexto, el primer artículo de la edición del Mortgage Info de este mes, escrito por Joost Beaumont de ABN, presenta una perspectiva del mercado holandés de *covered bonds* y un análisis sobre las implicaciones de la nueva legislación. Al artículo le sigue una nota de posición oficial sobre la regulación de los *covered bonds* en 2015, firmada por el Ministro de Finanzas de los Países Bajos.

Reforma de la legislación neerlandesa en materia de covered bonds

Joost Beaumont, Senior Fixed Income Strategist, ABN AMRO

La nueva ley sobre *covered bonds* entrará en vigor el 1 de enero de 2015, y con ella se mejorará de forma general nuestro marco jurídico. Además, la nueva legislación se adaptará a las buenas prácticas propuestas por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés). La nueva normativa también se ajustará totalmente al Reglamento sobre Requerimientos de Capital (RRC). Algunos cambios introducidos también eran necesarios para mantener el trato preferente de la ponderación del riesgo de los *covered bonds* de los Países Bajos, así como para eliminar cualquier incertidumbre sobre su elegibilidad para el LCR.

¿Cuál es el tamaño del mercado de covered bonds de los Países Bajos?

El mercado de *covered bonds* de los Países Bajos lo componen en la actualidad cuatro emisores (ABN AMRO, ING Bank, SNS Bank, NIBC Bank), y en la actualidad cuenta con un volumen en circulación de 58 MM €. De este total, aproximadamente 40 MM de € están incluidos en el índice iBoxx (5% del total).

Incorporación de la nueva norma a la legislación

Durante la reunión organizada por el ECBC en Bruselas el pasado 9 de diciembre, los delegados del Ministerio de Finanzas y del Banco Central de los Países Bajos presentaron los principales cambios que la nueva normativa introduce en la legislación. El marco legislativo actual data de 2008, por lo que estaba claro que era necesario introducir ciertas reformas para mantenerlo actualizado. Uno de los cambios más importantes será que la base jurídica del nuevo marco se incorporará a la legislación nacional, mientras que anteriormente se incorporó a un reglamento, de rango inferior. Así, los legisladores tendrán mayor capacidad para intervenir y reforzar el marco jurídico desde una perspectiva legal.

Claridad respecto de los activos de cobertura

Además, habrá una mejora de la transparencia. Se requerirá a los emisores que informen al regulador sobre la naturaleza específica de los activos que forman parte de la cartera de cobertura en el momento del registro

(información que no puede cambiarse con posterioridad). Podrán ser activos de cobertura: los préstamos al sector público, las hipotecas residenciales, las hipotecas comerciales y los préstamos para la compra de embarcaciones. Esto implica que los préstamos a las PYMEs, que en un principio fueron incluidos, ya no serán activos elegibles para la cartera de cobertura. Sin embargo, esto puede cambiar en un futuro, ya que el regulador tiene la facultad de autorizar la inclusión de otros activos (como los préstamos a PYMEs) dentro de la cartera de cobertura.

No obstante, no se permite mezclar distintos tipos de activos, con la finalidad de mantener carteras de cobertura “limpias”. La única excepción la constituyen los préstamos hipotecarios con finalidad residencial y comercial. Estas clases de activos podrán incluirse en una misma cartera de cobertura, aunque es necesario que el emisor especifique (y mantenga) un ratio fijo entre ambos tipos de activos. Todo ello se encuentra en la línea de lo que la EBA ha establecido como buena práctica. En el caso de emisores de los Países Bajos, cabe mencionar que realmente todas las carteras de cobertura existentes en la actualidad están formadas únicamente por préstamos hipotecarios con finalidad residencial.

Sobrecolateralización mínima del 5%

Otra importante novedad es la inclusión de un nivel obligatorio de sobrecolateralización. Esta medida era necesaria para mantener el tratamiento preferencial de los *covered bonds* de los Países Bajos y para eliminar cualquier incertidumbre respecto de su elegibilidad para el LCR. La nueva normativa exige un nivel mínimo de sobrecolateralización del 5%, frente al requisito de que fuera “mayor que cero” que establecía la anterior normativa.

No obstante, la principal cuestión es cómo se calculará el 5%. Para que el método de cálculo sea simple, el criterio del 5% se basa en el nivel nominal de sobrecolateralización: el importe nominal de los activos de la cartera de cobertura dividido por el importe nominal de los *covered bonds* en circulación. En nuestra opinión se trata de un método justo, ya que en caso de quiebra del emisor, éste responde ante el inversor con el total de la cartera de cobertura, a la vez que se garantiza la transparencia. En la actualidad, la sobrecolateralización nominal en las carteras de cobertura nacionales oscila entre el 38% y el 65%, lo cual queda bastante por encima del 5% requerido.

Además del requisito del 5%, se introduce una segunda medida relativa a la sobrecolateralización, que tiene en cuenta los límites del RRC al LTV - del 80% para hipotecas residenciales y 60% para comerciales y para adquisición de embarcaciones-. De este modo, estamos ante un método mucho más prudente de valorar la cartera de cobertura, que presenta muchas similitudes con el test de la cartera. El resultado de este cálculo (que se realiza préstamo a préstamo) debería ser al menos igual al 100% del valor de los *covered bonds* en circulación.

Colchones de liquidez

Con el fin de mantener la legislación actualizada, también se han introducido requisitos a los colchones de liquidez. Dependiendo de la estructura del *covered bond*, es necesario que el colchón de liquidez cubra el pago de intereses, principal y otros costes (administrativos) que deban efectuarse en los siguientes seis meses. En el caso de estructuras *soft bullet* con un periodo de extensión de seis meses o más y para las estructuras *pass-through* condicionales, no es necesario incluir en el colchón próximos vencimientos de principal. Además, los emisores podrán incluir flujos de caja provenientes de contratos de derivados en los cálculos del colchón, así como los flujos de caja esperados provenientes de los activos de cobertura. Algunas agencias de *rating* ya han indicado que consideran positiva la inclusión en los colchones de liquidez, ya que aumentará la probabilidad del pago puntual a los inversores.

Otras modificaciones

También cabe destacar que será necesario que los emisores proporcionen al regulador planes sobre el proceso operativo que se seguirá tras la quiebra del emisor, con el fin de ofrecer mayores garantías en caso de que ésta se produzca. Además, se mantendrá el denominado “ratio saludable” e incluso será reforzado mediante algunos test de estrés. El Banco Central de los Países Bajos quiere garantizar la existencia de un equilibrio “sano” entre los *covered bonds* en circulación del emisor y el tamaño total de su balance. El motivo es la protección de otros acreedores y depositarios frente a un exceso de activos comprometidos (*asset encumbrance*), mientras que al mismo tiempo se garantiza que los emisores cuenten con activos de cobertura extra para reponer sus activos de

cobertura en caso necesario. Se introducirán pruebas de estrés para garantizar que este equilibrio también se mantiene en épocas de estrés. Desafortunadamente, el ratio no se revelará. Será acordado entre el regulador y el emisor, lo cual permite cierta flexibilidad por un lado, pero por otro resta transparencia.

Se elimina el requisito de *rating* mínimo

Un aspecto que será eliminado de la legislación es el requisito de calificación mínima necesaria para poder emitir *covered bonds*. En la actualidad, es necesario que un programa de *covered bonds* tenga una calificación mínima de A-. Pero a comienzos de año este requisito desaparecerá, con lo que los emisores de los Países Bajos serán menos dependientes de las agencias de rating.

¿Es necesario que todos los programas estén adaptados el 1 de enero?

No, los programas existentes de *covered bonds* así como los que están pendientes de registro tienen un año para adaptarse a la nueva legislación. Esto será especialmente relevante para documentar los procesos posteriores a la quiebra. En la mayoría de los casos, los programas de los Países Bajos ya cumplen con la nueva normativa.

Veredicto global

Somos positivos respecto de los cambios que introducirá la nueva legislación, ya que reforzará el marco actual, al estar más basado en la legislación en comparación con el anterior régimen, basado exclusivamente en principios. Consecuentemente, los inversores estarán más protegidos. Aunque queda por ver si con esta reforma se reducirán los costes de financiación para los bancos, ya que factores técnicos como las dinámicas de la oferta-demanda son los que dominan en la actualidad la evolución de los mercados. Además, este año los *spreads* de los *covered bonds* de los Países Bajos se sitúan en el entorno de los de la mayoría de los países (semi)core.

Debate de seguimiento en Ámsterdam en marzo

El ECBC celebrará su reunión plenaria este año en Ámsterdam, en el mes de marzo, y será acogida por la Asociación Holandesa de Emisores de *Covered bonds* y por ABN AMRO. Es probable que durante las sesiones del plenario se dedique tiempo a examinar el impacto de los cambios en la legislación sobre *covered bonds*.

Nota informativa del Ministerio de Finanzas de los Países Bajos

La nueva regulación 2015 sobre *covered bonds* de los Países Bajos

Advertencia

Esta nota informativa ha sido elaborada por el ministerio de Finanzas de los Países Bajos con la finalidad de ofrecer a inversores y a los interesados una visión del contenido de las reformas que se van a introducir en la regulación de los “covered bonds”. El significado exacto de las regulaciones en materia de covered bonds de los Países Bajos será el publicado en el Boletín Oficial de los Países Bajos. Se aconseja consultar los textos oficiales. Esta nota no debe usarse para interpretar tales textos oficiales. El Estado neerlandés no se responsabiliza de cualquier omisión o malinterpretación de la normativa que pueda contener la presente nota informativa.

Introducción

En 2008, se introdujo en los Países Bajos un marco legal para la regulación de los *covered bonds* (“la normativa de 2008”). Esta norma legal permitía a los bancos con domicilio en los Países Bajos emitir *covered bonds* regulados que cumplieran con las condiciones para tener un tratamiento preferencial según el artículo 52.4 de la Directiva sobre los OICVMs (o UCITS, por sus siglas en inglés).

En 2012, el Ministerio de Finanzas lanzó una consulta a participantes del mercado (bancos de inversión, bancos comerciales, inversores nacionales y extranjeros y agencias de *rating*), para averiguar si había posibilidad de introducir mejoras en la normativa. El resultado fue que, aunque la norma de 2008 había permitido el desarrollo de un mercado nacional que funcionaba correctamente para los *covered bonds*, se consideraba que sería beneficioso establecer normas de calidad más detalladas para los *covered bonds* regulados.

Por ello, el Ministerio de Finanzas decidió acometer una reforma total del marco legal de los *covered bonds* neerlandeses. Esta reforma se realizó contando con la estrecha colaboración del supervisor, el Banco Central de

los Países Bajos (DNB) y se consultó a los bancos emisores y a juristas especializados. El resultado de este proceso es un nuevo marco legal que está previsto entre en vigor a partir del 1 de enero de 2015 (“la normativa de 2015”).

La normativa de 2015 pretende proporcionar mayores garantías a los tenedores de *covered bonds*, a la vez que se respetan otros intereses que están vinculados a la emisión de *covered bonds*, como es evitar un grado no deseado de activos comprometidos (*asset encumbrance*). La normativa de 2008 era un marco limitado, basado en principios, que dotaba a los bancos emisores de una gran flexibilidad. Aunque se mantiene una gran cantidad de flexibilidad, el nuevo marco contiene prescripciones más pormenorizadas para aumentar la transparencia y proteger a los inversores. El resultado es un marco que establece requisitos detallados cuando es posible y utiliza reglas basadas en principios cuando es deseable, a la vez que sigue respetando en gran medida la flexibilidad para los bancos emisores según sus necesidades y la voluntad de los inversores.

Bajo el nuevo marco normativo, los *covered bonds* regulados deberán cumplir con las condiciones necesarias para el tratamiento preferencial del artículo 52.4 de la Directiva sobre OIVCM, con el artículo 129 del RRC y con las buenas prácticas descritas por la EBA en su Informe sobre los marcos legales de *covered bonds* de la UE y tratamiento de capital publicado el 1 de julio de 2014 (“buenas prácticas de la EBA”).

Reforma

Mientras la normativa de 2008 era parte de un decreto gubernamental y ministerial, las nuevas regulaciones también incluirán normas con rango de legislación parlamentaria. Las normas contenidas en el decreto gubernamental y ministerial serán sometidas a una revisión total. A continuación se resumen los principales cambios introducidos en el marco regulador de los *covered bonds*:

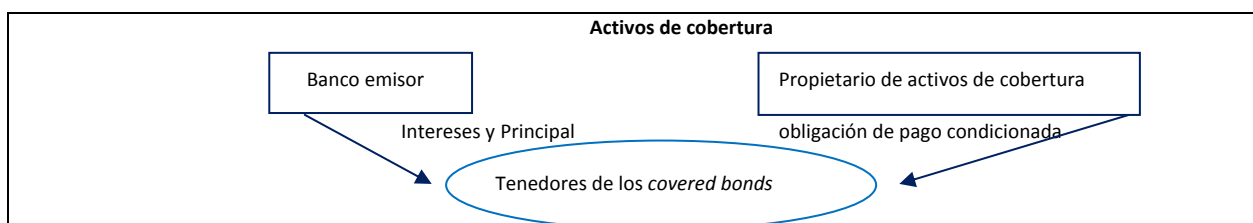
A) Bases legales y sanciones

La base de la regulación de los *covered bonds* quedará establecida en una ley parlamentaria, a través de una reforma de la Ley de Supervisión Financiera (“Wet op het financieel toezicht”). En ella se incluye la definición de *covered bonds*, basada en la Directiva sobre los OICVMs, el registro de los programas de *covered bonds* por parte del supervisor y un acto delegado para establecer disposiciones adicionales mediante decreto gubernamental o ministerial.

La inclusión de la normativa en el rango de legislación parlamentaria permite un régimen sancionador más extensivo y proporcionado. Según la normativa de 2008, el supervisor puede eliminar el registro de un *covered bond* si el banco emisor no cumple los requisitos. El supervisor no tiene otros poderes sancionadores. Con arreglo al nuevo régimen, se posibilita la introducción de otras sanciones (como el caso de multas). Además, el supervisor puede eliminar el registro de un banco emisor, tras lo cual el banco emisor no podrá emitir más *covered bonds*. El registro de un programa de *covered bonds* ya no puede cancelarse.

B) Garantías estructurales mejoradas

La estructura utilizada para separar los activos de cobertura del banco emisor seguirán siendo los mismos. El aislamiento de los activos de cobertura se realizará mediante transferencia (“overgang”) de los activos de cobertura a una persona jurídica distinta (también denominada *Covered bond Company* o “CBC”). Este propietario de los activos de cobertura tendrá la obligación de pagar los intereses y el principal a los tenedores de los bonos, en caso de impago por parte del emisor. La estructura puede resumirse gráficamente de la siguiente forma:



El riesgo de insolvencia del propietario de los activos de cobertura con respecto al banco emisor será remoto. Para garantizar esto, tanto la normativa de 2008 como la de 2015 establecen que el banco emisor no puede ser propietario ni controlar al propietario de los activos de cobertura.

Se han previsto garantías adicionales para garantizar que el recurso de los tenedores de los bonos no quede limitado por cualquier otra operación que pueda suscribir el propietario de los activos de cobertura. El propietario de los activos de cobertura solo puede suscribir operaciones cuyo resultado sean obligaciones con rango igual o superior al de las obligaciones de los tenedores de los bonos, si estas son suscritas en interés de la gestión, de la gestión del riesgo o de la administración de los *covered bonds* o para facilitar el pago a los tenedores de los bonos.

Se incluye una nueva disposición, formulada a modo de principio, que establece que las condiciones de un programa de *covered bonds* no podrá incluir disposiciones susceptibles de suponer un obstáculo a la supervisión de los *covered bonds*. El banco emisor tendrá libertad para estructurar el *covered bond* según estime conveniente, siempre sujeto a las condiciones establecidas en la norma legal. Esta norma sirve para evitar que el banco emisor haga uso de esta flexibilidad de forma irresponsable.

C) Cantidad de activos

Para evitar aspectos relativos al pago inmediato por parte de propietario de los activos de cobertura en caso de quiebra del banco emisor, se deberá crear un colchón de liquidez que cubra el pago de intereses, el pago del principal y otros costes con vencimiento en los siguientes seis meses. En el caso de estructuras con un periodo de extensión de al menos seis meses, no será necesario hacer provisión de liquidez alguna para los pagos de principal.

El requisito deberán cumplirlo mediante los flujos de caja generados por los activos de cobertura en los próximos seis meses. Si esto no fuera suficiente para constituir un nivel de cobertura adecuado, el propietario de los activos de cobertura tendrá que retener activos líquidos. Serán activos líquidos los préstamos al sector público y las exposiciones frente a las instituciones descritas en el art. 129.1 del RRC. Los flujos de caja provenientes de instrumentos derivados y para la gestión del riesgo se considerarán a la hora de calcular la liquidez necesaria y disponible.

Con la introducción del nivel mínimo de sobrecolateralización del 5% se protegen los intereses de los inversores. Esto implica que el valor nominal de los activos de cobertura deberá representar el 105% del valor nominal de los *covered bonds* en circulación bajo el respectivo programa.

Un requisito adicional de sobrecolateralización, que será calculado de forma separada, será que el tamaño nominal de los activos de cobertura considerados en la normas de corte para los activos de colateralización del artículo 129.1 RRC que se refieren al valor del inmueble pignorado así como a pignoraciones previas, sea al menos igual al valor nominal de los *covered bonds* en circulación.

D) Calidad de los activos

Según la normativa de 2008, no había restricciones a la naturaleza de los activos en la cartera de cobertura. En la práctica, las carteras de cobertura de los bancos emisores neerlandeses están compuestas exclusivamente por préstamos para la adquisición de inmuebles residenciales. La normativa de 2015 restringe los activos de cobertura primarios a aquellos activos que pueden utilizarse de forma ilimitada según el artículo 129 RRC: préstamos al sector público, créditos inmobiliarios con finalidad residencial; créditos inmobiliarios con finalidad comercial; créditos para la adquisición de embarcaciones. Además, hasta el 20% de los bonos en circulación bajo un programa podrán estar garantizados por activos de sustitución. Estos son los activos líquidos permitidos por el RRC (parcialmente, hasta cierto límite): exposiciones frente al sector público y frente a instituciones; los RMBS y CMBS quedan excluidos debido a consideraciones relativas a la transparencia y de simplificación.

El ámbito geográfico de los activos de cobertura seguirá siendo prácticamente el mismo: activos del EEE y de países que hayan sido aceptados como jurisdicciones por aplicar requisitos regulatorios y de supervisión equivalentes.

La normativa de 2015 también incluirá normas relativas a la valoración de los activos de cobertura. Como norma principal, los activos de cobertura se valorarán a su valor nominal. Los activos de sustitución tendrán que ser valorados a valor de mercado, con arreglo a las normas contables internacionalmente aceptadas. Varias categorías de activos no obtendrán valor alguno cuando se cumplan los requisitos para ser considerados para la sobrecolateralización y liquidez (ver apartado c). Esto aplica a:

1. Préstamos en mora, en los términos descritos en el artículo 178 RRC;
2. Activos con una carga legal específica con preferencia de titularidad para el propietario de los activos de cobertura, hasta el valor de dicha carga legal;
3. activos que consisten en una exposición del propietario de los activos de cobertura frente al banco emisor o frente a una entidad del mismo grupo.

Los bancos emisores deberán nombrar un controlador de los activos, éste será un auditor externo que deberá llevar a cabo una auditoría anual de determinados aspectos del proceso de administración y valoración. Más concretamente, el auditor externo deberá:

1. Verificar el cálculo de la cobertura dentro del requisito de sobrecolateralización;
2. Verificar el cálculo del requisito del colchón de liquidez;
3. Verificar una muestra anual de los expedientes en relación con los activos de cobertura.

El Artículo 208 del RRC sobre los requisitos de admisión para garantías reales sobre bienes inmuebles y el artículo 229.1 del RRC tienen que aplicarse en el proceso de valoración. Los activos de cobertura constituidos por préstamos inmobiliarios (con finalidad residencial o comercial) deberán ser valorados anualmente. En la línea de lo establecido por el Art. 208 RRC, las entidades podrán utilizar métodos estadísticos para verificar el valor del bien. El supervisor podrá solicitar valoraciones más frecuentes si percibe razones para hacerlo, por ejemplo en épocas de tensiones en el mercado.

E) Transparencia

Con el fin de aumentar la transparencia de los programas, los bancos emisores están obligados a dejar constancia de determinadas características esenciales en el registro del programa. Estas características no pueden alterarse con posterioridad. Se trata de los siguientes aspectos esenciales:

1. clase de activo de cobertura.
2. periodo de ampliación.
3. jurisdicción de los activos de cobertura.

Para las características bajo el epígrafe 1 y 2, la normativa de 2015 contiene un número limitado de opciones entre las que podrá elegir el banco emisor. Para las clases de activos, el banco emisor tendrá que elegir entre:

1. préstamos al sector público.
2. créditos inmobiliarios con finalidad residencial.
3. créditos inmobiliarios con finalidad comercial.
4. créditos para la adquisición de embarcaciones.
5. una combinación de 2 y 3 en una relación fija, a elección del banco.

Para el periodo de ampliación, habrá dos opciones: en primer lugar, el banco emisor podrá elegir emitir *covered bonds* sin periodo de ampliación o con una ampliación de hasta 24 meses como máximo o, en segundo lugar, podrá registrar un programa con un periodo de ampliación superior a los 24 meses. En cuanto a la jurisdicción de los activos de cobertura, se permitirá a los bancos emisores elegir cualquier combinación de jurisdicciones en el momento del registro, siempre que éstas estén aceptadas por el marco regulador (ver apartado D).

Otro elemento de transparencia es la información obligatoria al inversor, que permite a los tenedores de los bonos controlar su inversión. La información que los bancos emisores estarán obligados a aportar se basa en el artículo 127 RRC y en las buenas prácticas de la EBA.

F) Garantías tras la quiebra del emisor

En la normativa de 2008 el ejercicio de la supervisión tras la quiebra del emisor no se prevé de forma pormenorizada. Para remediar esta carencia, se han introducido varias normas nuevas.

El administrador del propietario de los activos de cobertura deberá ser una sociedad fiduciaria con licencia, sometida a la supervisión del Banco Central de los Países Bajos en los términos previstos por la legislación neerlandesa en materia de supervisión de sociedades fiduciarias (“Wet toezicht trustkantoren”). De forma alternativa, el administrador podrá ser una sociedad constituida al amparo de una legislación internacional, que deberá cumplir los mismos criterios regulatorios y de supervisión. La supervisión del administrador del propietario de los activos de cobertura abarca la integridad del personal, el rigor de la administración financiera y los controles internos.

En la línea de las buenas prácticas de la EBA, el banco emisor estará obligado a remitir al supervisor un plan para la gestión de los activos de cobertura en caso de quiebra del emisor. El plan contendrá, entre otros aspectos, una descripción de las actividades que se están acometiendo para gestionar el riesgo, el pago y administración de los activos de cobertura y qué actividades deberán ser transferidas al propietario de los activos de cobertura en caso de quiebra del banco emisor. El plan deberá considerar la parte operativa de la transferencia de actividades, incluidos los aspectos de IT y de personal.

Tras la quiebra del banco emisor, el supervisor continuará verificando si los *covered bonds* cumplen con el art. 129 RRC y lo hará constar en su registro. Para poder valorar estos aspectos, el propietario de los activos de cobertura deberá proporcionar los datos necesarios al supervisor. El registro se mantendrá siempre que se proporcionen los datos requeridos y se cumplan los requisitos.

Por último, la normativa de 2015 contiene determinadas garantías relativas a derivados y a otros instrumentos para la gestión del riesgo (como las líneas de crédito) y de la eventual quiebra del emisor. Los derivados y otros contratos relevantes no deberán contener cláusulas que otorguen a la contraparte el derecho de cancelar el contrato tras la quiebra o la pérdida de solvencia del banco emisor.

G) Refuerzo del requisito de mantener un ratio proporcionado a través de pruebas de estrés

De forma similar a lo previsto en la normativa de 2008, se prevé en la normativa de 2015 que los bancos emisores deberán mantener un “ratio proporcionado” entre los *covered bonds* en circulación y sus balances. Este requisito garantiza el respeto de los intereses de otros acreedores (no garantizados). El supervisor podrá prohibir a los bancos emitir *covered bonds* si con ello se compromete el requisito de mantener un ratio proporcionado.

El nivel máximo de emisión de *covered bonds* según este requisito lo establecerá el supervisor basándose en un análisis discrecional tanto de las características de los *covered bonds* (ej. Valor nominal total, nivel de sobrecolateralización), como de las características del balance del banco (ej. *Asset encumbrance*). Al contrario de lo que sucede en otros países, los Países Bajos no eligieron imponer un límite fijo a los bancos, ya que esto podría suponer un límite demasiado alto o demasiado bajo, dependiendo del caso individual. El requisito del ratio proporcionado también implica que el banco emisor está obligado a mantener disponibles en su balance los suficientes activos no comprometidos (*unencumbered*) que pueden utilizarse como activos de cobertura-

Como elemento nuevo, el banco emisor estará obligado a realizar anualmente pruebas de estrés para valorar si se mantendría el ratio proporcionado en escenarios adversos. Entre los riesgos que han de considerarse se incluye el riesgo de crédito, riesgo de interés, riesgo de cambio y riesgo de liquidez.

H. Eliminación del requisito de *rating*

Según la normativa de 2008, un programa de *covered bonds* debe obtener un *rating* mínimo de AA- (Fitch o S&P) o Aa3 (Moody’s). Si no se consigue este *rating*, o un programa desciende de categoría por debajo de este nivel, el banco emisor no podrá emitir *covered bonds* bajo el respectivo programa.

El requisito de *rating* será eliminado de la normativa de 2015. Con ello se contribuirá a la estabilidad de los bancos emisores en épocas de tensión en el mercado, ya que podrán acceder al mercado de *covered bonds* tras una rebaja de su calificación crediticia. También se reducirá la dependencia de los *ratings* en la normativa.

Entrada en vigor

Se prevé que la normativa de 2015 entre en vigor el 1 de enero de 2015. Los programas ya existentes y los programas pendientes de registro (que hayan solicitado el registro con anterioridad al 1 de enero de 2015) tendrán que estar adaptados a la nueva normativa el 1 de enero de 2016.

EMF HYPOSTAT 2014

*Christian Nilsson, Swedish Bankers' Association & Chairman of the EMF Statistics Committee,
Lorenzo Isgro, Economic Adviser, EMF-ECBC*

A finales de noviembre, la EMF-ECBC publicó la edición 2014 del Hypostat (que puede descargarse a través de la web de la EMF-ECBC). Hypostat es una fuente consolidada de información, estadísticas y análisis de los mercados hipotecarios e inmobiliarios de Europa. La publicación incluye series históricas anuales de 24 indicadores que abarcan, en la medida de lo posible, los 28 Estados miembros de la Unión Europea (UE) y de fuera de ella. Como en ediciones anteriores, Hypostat 2014 ha reunido a más de 30 contribuidores que han elaborado Informes por países para cada uno de los 28 Estados miembros, en los que se aportan detalles sobre sus respectivos mercados y se analiza la evolución de estos en el último año. Además, cada edición incluye artículos externos de diferente temática. Este año, el centro de atención se ha fijado en las perspectivas para los mercados hipotecarios e inmobiliarios en algunas de las principales economías europeas: un asunto de particular relevancia en la situación actual de incertidumbre y de recuperación de las crisis económica y financiera. Otra de las colaboraciones externas se fija en la financiación hipotecaria en Croacia, y analiza los desafíos que supone la introducción de técnicas de refinanciación sofisticadas en mercados hipotecarios jóvenes, a la vez que celebra la entrada de Croacia en la UE en 2013.

El contexto macroeconómico

Hypostat 2014 destaca algunas de las tendencias más interesantes que se han observado en los mercados inmobiliarios e hipotecarios en la UE. Esta evolución debe valorarse dentro de un contexto macroeconómico más amplio. Las cifras de crecimiento de la UE en 2013 fueron modestas (0,1%), revirtiéndose por tanto la tendencia iniciada en 2012, cuando la economía se contrajo 0,4%. Sigue existiendo no obstante un gran nivel de fragmentación entre los datos de crecimiento del PIB de los países de la UE. Sin embargo, esta tendencia se ha suavizado a medida que el PIB de los países del Sur de Europa se ha contraído mucho menos en 2013 que en 2012, y se espera que crezca en 2014. Las principales economías de la UE han mostrado un comportamiento débil en términos de PIB, de forma general, mientras que Reino Unido y Suecia han experimentado la mayor expansión entre los países más grandes. El desempleo sigue en niveles altos y altamente fragmentado: con países en los que la tasa de desempleo es del 5% y otros, donde se alcanza la máxima, del 25%. La inflación ha caído de forma generalizada en la UE, principalmente debido a la caída de los precios de los productos básicos y de la energía. De forma similar a lo que ocurre con el desempleo, el carácter inamovible de los precios también implica que su ajuste a los cambios en la economía en general es más lento.

El mercado inmobiliario

En este contexto, Hypostat 2014 describe y analiza la evolución de algunos mercados en términos inmobiliarios e hipotecarios. Por ejemplo, los precios de vivienda en la UE en general continuaron cayendo, aunque a tasas más lentas que las experimentadas en los años posteriores al comienzo de la crisis. La situación entre las distintas jurisdicciones ha continuado siendo muy desigual, con algunos mercados en fase de recuperación y otros que continúan su declive. No obstante, la tasa de contracción de los precios se ha ralentizado en la mayoría de los países, aunque la recuperación sigue siendo débil. La evolución de los precios no es solo heterogénea entre los diferentes países de la UE, sino también dentro de sus fronteras. Los precios en varios países han evolucionado a ritmos distintos dependiendo de la región o de la ciudad, experimentando subidas en las capitales y las grandes ciudades, mientras que en las zonas rurales y en las regiones más alejadas han bajado en términos medios. Al

igual que en 2012, en 2013 se contrajo la oferta de viviendas (según el número de visados de construcción concedidos, proyectos iniciados y obras finalizadas). Esta contracción de la oferta de viviendas refleja principalmente el exceso de viviendas provenientes del boom inmobiliario y que continúan sin venderse, y que sigue presionando los precios a la baja y, por tanto, la rentabilidad del negocio de la construcción.

El mercado hipotecario

El mercado hipotecario siguió sin mostrar signos claros de recuperación durante 2013. La tasa de crecimiento del crédito hipotecario siguió contrayéndose, continuando la tendencia a la baja que comenzó después del boom inmobiliario. El saldo vivo hipotecario prácticamente permaneció invariable respecto de 2012, al igual que el volumen de la nueva contratación. De nuevo, la situación en Europa continuó siendo muy desigual, aunque en la segunda mitad de 2013 en algunos países se produjo una mejoría en algunos países con unas condiciones crediticias más restrictivas. Los tipos de interés de los préstamos hipotecarios han caído en la mayoría de los países de la UE, reflejando parcialmente el entorno de demanda contenida, aunque principalmente como reacción a la política monetaria expansiva del BCE y de otros bancos centrales de la UE.

Perspectivas de futuro

En general, en línea con la situación macroeconómica en la UE en 2013, la perspectiva para los mercados hipotecarios en inmobiliarios apunta a unos tímidos signos de recuperación en algunos países, aunque la desigualdad entre países seguirá siendo la principal característica que muestran la mayoría de los indicadores de Hypostat 2014. La fragmentación está también presente dentro del territorio de cada país, como consecuencia de los múltiples factores específicos de índole física o de localización que influyen fuertemente en el comportamiento del mercado inmobiliario, a lo que hay que sumarle los elementos macroeconómicos. Hypostat 2014 también pretende contribuir a formar una idea del comportamiento de los mercados en los próximos meses. Para la mayoría de los países, se espera que la situación mejore junto con las perspectivas macroeconómicas. Algunos países esperan que las nuevas regulaciones tengan su efecto en el corto o medio plazo. De todos modos, la incertidumbre respecto del medio-largo plazo es común a la mayoría de los países de la UE y refleja en parte la incertidumbre que planea sobre la evolución macroeconómica a largo plazo de la UE.

Nota: la EMF-ECBC publicará a finales de mes el Informe trimestral de la FHE sobre los mercados hipotecarios de Europa correspondiente al 3T de 2014 ("Quarterly Review of European Mortgage Markets"). El informe correspondiente al 4T de 2014 estará disponible a finales de marzo de 2015.

El marco regulador de las cédulas: domando al toro.

*Agustín Martín, Head of European Credit Research,
Aaron Baker, Senior Covered bonds & ABS Analyst, BBVA*

El 22 de octubre, las autoridades reguladoras de España (Tesoro, Banco de España y CNMV) lanzaron una consulta pública sobre posibles cambios en el marco legal de las cédulas. El plazo concedido por el Tesoro para formular comentarios a la propuesta concluía el 24 de noviembre.

El propósito de esta reforma es alinear el marco jurídico de las cédulas, que no ha sufrido grandes cambios desde 2008, con las recomendaciones de la EBA sobre buenas prácticas y cumplir los requisitos necesarios para beneficiarse del tratamiento de capital preferencial. En los últimos años, las agencias de *rating* y los analistas han señalado con frecuencia las deficiencias del marco jurídico de las cédulas, mientras la mayoría de las jurisdicciones más importantes de Europa, y las no pertenecientes a la UE, han actualizado o abordado aspectos clave en sus regulaciones en materia de *covered bonds*, como por ejemplo: a) la limitación/exclusión de los préstamos hipotecarios con finalidad comercial; b) el cálculo del LTV y frecuencia de las actualizaciones; c) colchón de activos líquidos; d) pruebas de estrés a la cartera de cobertura; y e) introducción de la figura del *cover pool monitor* independiente, entre otros.

El documento consultivo solicita comentarios sobre los aspectos considerados como debilidades del sistema actual. A continuación, resumimos lo propuesto en el texto de la consulta y nuestras opiniones como analistas de *covered bonds*:

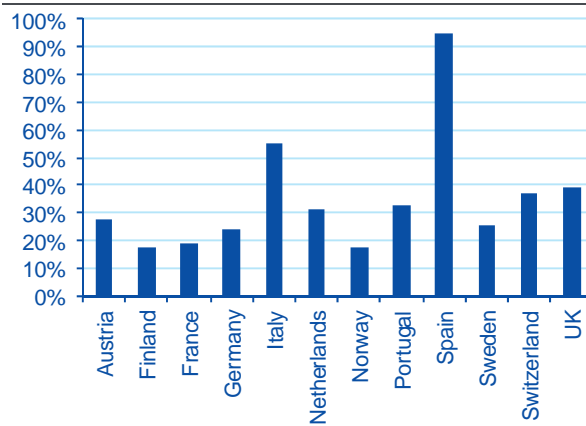
1. Posible reducción de los niveles de *asset encumbrance* en los balances de las entidades emisoras, especialmente en materia de *cédulas hipotecarias*.

En el documento se plantea excluir de la cartera de cobertura los **activos no elegibles**, lo cual implicaría una convergencia entre los activos totales y la sobrecolateralización, como una manera de reducir los elevados niveles de activos comprometidos de las entidades españolas y que es consecuencia de que, en caso de liquidación de la cartera de cobertura, **las *cédulas españolas* están respaldadas por el total de la cartera hipotecaria/préstamos al sector público del emisor**. Además, y centrándonos solo en el nivel de sobrecolateralización obligatoria elegible, los niveles en España (25% para las *cédulas hipotecarias* y 43% para las *cédulas territoriales*) son los más elevados de todos los marcos jurídicos de *covered bonds*, especialmente **debido a la ausencia de requisitos de actualización del LTV y mitigadores del riesgo ALM, que serán abordados en el nuevo marco**.

No obstante, y como resultado del creciente interés de las agencias de *rating* por los mitigadores del riesgo de refinanciación y de liquidez, el significativo exceso de sobrecolateralización ha tenido un impacto muy limitado, cuando menos, en los *ratings* concedidos a los *covered bonds* nacionales. Como podemos observar en los dos gráficos a continuación, el exceso considerable de sobrecolateralización de los emisores de *covered bonds* españoles con respecto a sus *ratings* actuales apunta al limitado valor que tanto inversores como agencias de *rating* conceden a este hecho.

Gráfico 1

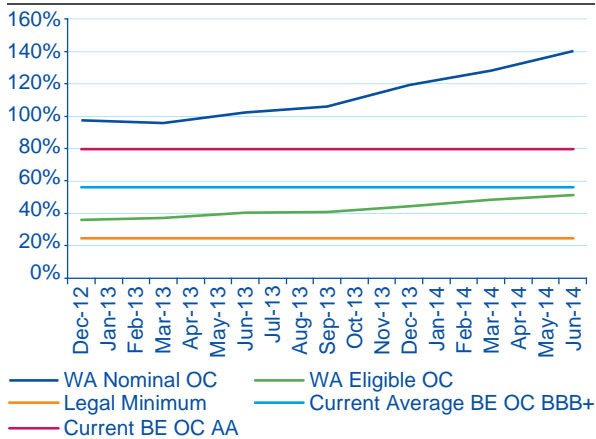
Exceso media ponderada Sobrecolateralización por país



Fuente: Fitch Ratings

Gráfico 2

Media ponderada Evolución de la sobrecolateralización de las *cédulas*



Fuente: Moody's

Además, los niveles totales de sobrecolateralización pueden reducirse de forma rápida mediante la titulización, la pignoración o venta de préstamos hipotecarios fuera del registro de cobertura, y esto complica cualquier análisis o revelación de información de la cartera hipotecaria. Por tanto, **el beneficio legal y económico de una sobrecolateralización tan elevada es cuestionable**.

Por último, también apoyamos la posible consideración de otras alternativas, tales como ajustar la sobrecolateralización mínima obligatoria a nivel del emisor, como ocurre en Alemania, del mismo modo que los requisitos específicos de capital bajo el Pilar 2.

2. Clarificación de los derechos de los cedulistas en caso de concurso de la entidad mediante la separación y aislamiento de la cartera de cobertura

El documento considera la posibilidad de crear un vehículo financiero **separado como la forma óptima para garantizar el aislamiento de la cartera de cobertura (como en Reino Unido, Italia y los Países Bajos, entre**

otros), o conseguir el aislamiento de los activos mediante la creación de una entidad especializada (SPV) al principio del procedimiento de insolvencia.

En nuestra opinión, seguimos prefiriendo la estructura dentro de balance, lo cual implicaría **la escisión automática del banco solvente, considerando que con la creación de un fondo de titulización tras la quiebra del emisor no se tienen las ventajas de una licencia bancaria y los covered bonds no se pagarían siguiendo el vencimiento programado.**

Además, el documento consultivo también explora la posibilidad de introducir un **administrador concursal separado, comparable con la figura del Sachwalter** de Alemania, lo cual reduciría las posibles incertidumbres ante conflictos de interés a la hora de velar por los derechos de los acreedores asegurados y de los no asegurados.

3. Actualización del valor de los préstamos que sirven de cobertura de las emisiones de cédulas y, cuando proceda, del valor de las garantías de estos préstamos.

La actualización de los LTVs ha sido una de las deficiencias estructurales clásicas de los covered bond españoles. El documento no ofrece más claves sobre la metodología para la actualización, pero deja abierta la posibilidad de introducir unos límites de elegibilidad *soft*, al tener en cuenta solo la parte del préstamo que permitiría al LTV estar dentro de los límites requeridos.

Aunque es cierto que el impacto de las actualizaciones de los LTV podría ser negativo en términos de elegibilidad, considerando las caídas de precios en el mercado inmobiliario español desde 2008, **cómo hacer una valoración preliminar es una cuestión compleja**, ya que las alternativas de constitución del sobrecolateral, como el modelo alemán (*Soft LTV limits*) de considerar todos los préstamos hipotecarios hasta el límite del LTV como elegibles, aumentaría la capacidad de la cartera de cobertura de forma importante (estimamos que prácticamente el 10% de media), compensando el impacto de las actualizaciones.

Además, **tres emisores españoles Tier 1 ya han acometido las actualizaciones de sus LTVs mientras mantenían cómodamente los ratios de sobrecolateralización por encima del 25% obligatorio. El probable escenario neto negativo para los covered bonds españoles en 2015 y 2016**, con vencimientos anuales cercanos a 40 mil millones de euros y las nuevas emisiones sin probabilidad de superar los 15 mil millones de €, también sería un factor adicional para mitigar el impacto negativo que los LTVs tendrían en la sobrecolateralización.

4. Reconsideración de los activos elegibles para cada tipo de covered bond

Se prevén criterios más estrictos para evitar el exceso de préstamos al promotor dentro de la cartera de cobertura, tales como reducir del 20% al 10% el porcentaje de préstamos hipotecarios elegibles y los créditos cuyo colateral consista en edificios en construcción. **No creemos que los préstamos hipotecarios con finalidad comercial sean excluidos de las carteras de cobertura**, si se considera el impacto negativo sobre las PYMEs y sobre los emisores más orientados a financiar a PYMEs.

En línea con la tendencia observada en Europa en el último año, el documento también solicita observaciones relativas a **la creación de un nuevo tipo de covered bond garantizado por préstamos concedidos a PYMEs y autónomos (siguiendo los pasos de los OBCs italianos), pero destaca el hecho de que los activos incluidos en la cartera de cobertura deben ser de una calidad elevada.**

5. Medidas adicionales de gestión de la liquidez

El documento de la consulta propone tres mecanismos para gestionar el riesgo de refinanciación: **los colchones de activos líquidos, los derivados empleados con fines de cobertura y los activos de sustitución.** De momento, no se hace mención al cambio de la naturaleza actual de los *covered bonds* españoles (*hard-bullet*) en una variante (*soft-bullet*), ni tampoco se mencionan las últimas innovaciones dentro de la clase de activos, como los *conditional pass-throughs*.

Creemos que existe una elevada probabilidad de que se introduzca el colchón de liquidez en el marco final, concretamente si se quiere preservar la naturaleza *hard-bullet* de los *covered bonds* españoles. La norma europea en la actualidad consiste en cubrir el máximo *gap* de liquidez neta (ingresos provenientes de amortizaciones de préstamos menos salidas por el pago de intereses y principal) dentro de los 180 días siguientes, calculado mensualmente por el *cover pool monitor*.

Con respecto a los **activos de sustitución**, que en nuestra opinión deberían coincidir con los activos en el colchón de liquidez, y por tanto ser incluidos en la cartera de cobertura, el documento considera la opción de introducir requisitos potencialmente más elevados que los actuales (5% de la cartera hipotecaria elegible, pero no utilizado hasta donde nosotros sabemos).

6. Transmisión de información más completa, transparente y homogénea por parte de los emisores

Siguiendo las recomendaciones de la EBA, el documento también considera que podría ser de utilidad para los emisores evaluar el comportamiento de las pruebas de estrés para evaluar la respuesta de sus programas de emisión ante diferentes factores, como el riesgo crediticio, de mercado y de liquidez.

7. Creación de la figura del controlador de la cartera de cobertura (*asset pool monitor*) para supervisar el estricto cumplimiento de las obligaciones del emisor.

El marco regulador de las cédulas es uno de los pocos en Europa que todavía no incluye la figura de un agente externo e independiente cuya función es, entre otras, verificar el proceso de selección de los activos que han de incluirse en la cartera de cobertura, el cumplimiento con los límites de emisión, la calidad de la rendición de cuentas y en el caso de las cédulas hipotecarias, la verificación de la actualización de las garantías hipotecarias. La introducción de esta figura remediaría una de las deficiencias estructurales del marco jurídico de las cédulas.

Las incógnitas son el proceso de aplicación y el plazo

El documento deja sin responder la cuestión relativa a si el nuevo marco jurídico, cuando sea aprobado, debería solo aplicarse a las nuevas emisiones o si, de forma alternativa, se preverá un periodo transitorio para permitir a los operadores adaptarse a las nueva normativa. De hecho, se piden observaciones relativas a la duración de ese hipotético periodo de transición.

En nuestra opinión, las medidas pendientes de debate representan claramente una mejora del marco actual, que refuerzan la calidad del colateral, mejora la concordancia entre activos y pasivos y la improbabilidad de quiebra (*bankruptcy remoteness*) de las carteras de cobertura y refrenda la mayoría de las buenas prácticas de la Autoridad Bancaria Europea. Por tanto, consideramos que el **escenario más probable una vez se apruebe el nuevo marco legal será el *grandfathering* de nuevas disposiciones para incluir los *covered bonds* vivos.**

Por otro lado, **será difícil aplicar la gestión de pasivos en este caso**, ya que si el ratio de aceptación está por debajo del 100% y en tanto que existen vivas viejas cédulas remanentes, el total de la cartera hipotecaria seguirá afectada. Además, la gestión de pasivos en multicédulas tiene importantes restricciones legales, lo cual complicaría el proceso total.

Un único marco jurídico para las cédulas vivas, que incluya las futuras y las heredadas, sería el escenario de aplicación más eficiente de las reformas previstas, para evitar posibles problemas de *cross-default* y para afrontar el *asset encumbrance*.