

Financiación basada en activos & Mercados de capitales integrados en Europa

Andreas (Andy) Jobst, Senior Economist – European Department, International Monetary Fund (IMF)

Nota previa: Las opiniones expresadas en el presente artículo son las del autor y no representan necesariamente las opiniones del FMI o sus políticas, ni las de la EMF-ECBC.

CONTEXTO MACROPRUDENCIAL Y DESAFÍOS POLÍTICOS ACTUALES

La actividad económica en la zona euro ha mejorado recientemente pero la recuperación no es uniforme. Las cifras de crecimiento del cuarto trimestre de 2014 han sorprendido al alza y los indicadores de frecuencia apuntan hacia datos positivos. Con la recuperación cíclica, se ha alejado el riesgo de estancamiento pero no se ha disipado totalmente. La débil demanda agregada en la eurozona sigue afectando a la economía real y continúa arrastrando la inflación a niveles actuales y esperados muy por debajo del objetivo de estabilidad de precios del BCE. Aunque la rebaja del precio del petróleo ha impulsado de forma temporal el crecimiento a partir del último trimestre de 2014, también provocará una mayor caída de la inflación. Una menor inflación aumenta los niveles actuales y futuros de deuda, pues empresas, hogares y bancos continúan reparando sus balances. A pesar de la mejora de las condiciones crediticias y del aumento de la demanda, sus elevados costes y las expectativas de crecimiento limitado están reteniendo la inversión en países con déficit de producción, grandes cargas de deuda y elevado niveles de desempleo¹. Para las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMEs) de las economías europeas más vulnerables, que representan un porcentaje importante de la producción y el empleo, es especialmente complicado obtener financiación crediticia.

Es necesaria una estrategia general para aprovechar este impulso positivo y contener los riesgos a la baja, en la que se incluyan acciones complementarias para hacer frente a los desafíos políticos actuales como: (i) estímulos a la demanda agregada a través de una expansión considerable del tamaño del balance del BCE para aumentar la inflación; (ii) apoyo fiscal a la inversión, que es muy necesaria; y (iii) un mayor número de reformas estructurales encaminadas a fomentar el crecimiento de los mercados laboral y de productos para fomentar su crecimiento potencial. Con el comienzo en marzo del programa de expansión cuantitativa (Quantitative Easing - QE), el BCE ha dado un importante paso para enfrentarse a la caída de la inflación, que ofrece una oportunidad para adoptar medidas de política fiscal orientadas a reforzar la recuperación cíclica, de política financiera para fomentar el crédito, y reformas estructurales para aumentar la productividad. Pero garantizar una recuperación sólida también exigirá una estrategia más decisiva para reducir el elevado nivel de morosidad crediticia en el sector bancario, para poder mejorar el mecanismo de transmisión monetaria, y una mayor integración de los mercados de capitales de la eurozona (IMF, 2015). Puestas en práctica simultáneamente, estas acciones podrían reforzarse mutuamente, enviando con ello una señal más clara de la dirección de las políticas tanto a corto como a medio plazo.

La complementariedad entre los covered bonds y la titulización influirá en las políticas destinadas a resolver los actuales desafíos normativos. Ambos instrumentos de refinanciación basada en activos no solo han sido impulsores de la evolución del QE, cuando inicialmente el BCE limitó sus compras de activos a los covered bonds y a los bonos de

¹ Ver también IMF (2014b) and Barkbu and others (2015).

titulización de activos (*Asset-backed Securities- ABS*), también son fundamentales para mejorar la eficacia de futuras flexibilizaciones monetarias una vez el Eurosistema empiece a comprar deuda soberana bajo el programa de ampliación de compra de activos (*Expanded Asset Purchase Programme - EAPP*). No obstante, la función de ambos instrumentos de refinanciación va mucho más allá de cómo influya a corto plazo en la eficacia del QE. Tal como destacó la Comisión Europea recientemente (2015) en su Libro Verde para la Creación de un Mercado Único de Capitales, una mayor integración de los mercados de capitales se beneficiará de la capacidad de la refinanciación basada en activos de ampliar el acceso a la financiación a largo plazo a las empresas más pequeñas. Tanto los *covered bonds* como la titulización facilitan la integración de los mercados de capitales mediante: (i) la mejor transmisión de la política monetaria por una mayor determinación por parte del mercado de los costes de la financiación externa (algo que también influye en el nivel general de los tipos de interés); (ii) la mayor resistencia del sector financiero por la gran diversidad de fuentes de financiación; y (iii) la contribución al reequilibrio dentro de la eurozona al permitir una mayor inversión transfronteriza.

RELAJACIÓN MONETARIA Y FINANCIACIÓN BASADA EN ACTIVOS

En la actualidad, el peso de resolver los desafíos normativos actuales recae en gran medida en la política monetaria. Pero el sobreendeudamiento del sector privado y el aumento de los niveles de deterioro de los activos han absorbido el impacto de las inyecciones de liquidez del BCE impulsadas por la demanda y destinadas a facilitar el crédito. Los tipos de política económica más bajos y las operaciones de refinanciación a más largo plazo (LTROs, por sus siglas en inglés) han aliviado la presión sobre la financiación bancaria en los últimos tres años, aunque la transmisión de la política monetaria ha permanecido restringida y los tipos de interés reales han subido con la caída de la inflación, aumentando las cargas por el servicio de la deuda. El mayor coste del riesgo (es decir, las provisiones para insolvencias genéricas y las revalorizaciones y saneamientos totales o parciales de préstamos), a raíz de la menor ratio de esfuerzo para los prestatarios, y los problemas derivados de la adecuación del capital (más que de liquidez) han hecho que las entidades bancarias tengan una menor disposición a prestar dinero, especialmente a las PYMES². Considerando las bajas expectativas de inflación, es posible que las empresas con un elevado apalancamiento perciban que los beneficios futuros no serán suficientes para garantizar la inversión, aunque se produzca una caída de los tipos de interés a largo plazo. Por ello, las empresas no son capaces de aplicar proyectos de inversión (*lumpy*) si el coste del acceso a la financiación externa sigue siendo muy elevado en términos reales.

La persistencia de una deficiente transmisión de la política monetaria motivó acciones más específicas, dirigidas a la compra de instrumentos financieros basados en activos, con el fin de reducir aún más los costes de financiación y estimular así el crecimiento del crédito. En octubre de 2014, el BCE comenzó la compra de *covered bonds* y ABS - tanto en los mercados primarios como secundarios-, dejando de ser un "intermediario como último recurso" (a través de operaciones de liquidez). Se esperaba que el efecto directo de estas compras fuera un traspaso a la actividad real mediante la reducción de los costes de financiación privada en la eurozona. Al facilitar la transferencia del riesgo y liberar capital regulatorio, la titulización incentiva a los bancos a sanear sus balances. Sin embargo, el reducido tamaño del mercado de titulización y la escasez de liquidez en el mismo siguen siendo una limitación, especialmente para operaciones que no están financiando crédito relacionado con el inmobiliario. Mientras los *covered bonds* respaldan un importante volumen de las compras del BCE (y contribuyen a los que los bancos emisores expandan su perfil de vencimiento y la resistencia de su estructura de refinanciación) no aportan el beneficio de la transferencia del

² Según la edición de octubre del IMF's Global Financial Stability Report (IMF, 2014a), muchos bancos de la zona euro siguen sin tener capacidad en sus balances para apoyar la concesión de crédito. Las implicaciones macrofinancieras de esta situación son incluso mayores en las economías más vulnerables de la eurozona, en las que la financiación de las PYMEs se concentra normalmente en los bancos (nacionales) más pequeños, con muchas más limitaciones de capital que las de los grandes bancos con actividad internacional. Los tipos de interés para los préstamos de pequeño importe en estos países son más elevados que los aplicados a préstamos similares en las principales economías. Además, la baja inflación en esos países (por debajo del objetivo) en relación con la de economías principales ha derivado en tipos de interés reales más elevados (en circunstancias idénticas), lo cual lastra la inversión y limita el acceso futuro al crédito.

riesgo crediticio normalmente asociada a la titulización y, por tanto, supondría un menoscabo de sus esfuerzos de desapalancamiento³. Aunque las compras de activos privados han tenido un importante impacto en los precios, estos continúan lejos de estar provocando un estímulo monetario por el aumento de la liquidez agregada hasta niveles que invertirían la contracción del balance del BCE y mejorarían las malas perspectivas de inflación.

La ampliación del programa de compra de activos del BCE para incluir activos del sector público supone un impulso a la redistribución del riesgo a favor de fuentes de refinanciación sensibles desde el punto de vista del mercado. Las compras de activos soberanos realizadas desde el 9 de marzo de 2015 han reforzado el carácter marcadamente acomodaticio de la política monetaria y ha reforzado eficazmente la capacidad del BCE para cumplir con su objetivo de estabilidad de precios.⁴ La escala de compras adicionales (de al menos 810 € MM) hasta (al menos) septiembre de 2016 indica una importante expansión del balance del BCE, lo que ayuda a fijar las expectativas de inflación y a reducir el riesgo de contar con una inflación baja durante un periodo prolongado. Las compras de activos soberanos cambian la composición de las carteras del sector privado mediante el aumento de las exposiciones del agregado monetario amplio y el descenso de las de la deuda soberana, especialmente para periodos más largos. A menos que el dinero sea un sustituto perfecto del activo vendido (y menos aún si las reservas tienen intereses nominales negativos), los vendedores orientarían su cartera hacia activos más arriesgados para compensar la menor duración, trasladando los balances con exceso de liquidez a los vendedores de tales activos.

Estos vendedores pueden volver a valorar las tenencias de activos y sus elecciones de inversión, lo que refuerza el efecto de restablecimiento de equilibrio y reduce el riesgo de precio de mercado; también podrían ser emisores de instrumentos de capital y de deuda que buscan financiarse a tipos reducidos (consecuencia de un aumento general de los precios de los activos). No obstante, a medida que existe exceso de liquidez en el sistema, la caída de la prima en la financiación externa motivada por la menor aversión al riesgo también puede fomentar la asunción de riesgos financieros a través de un apalancamiento más barato, lo cual exige una mayor vigilancia tanto micro como macro prudencial.⁵

En este contexto, los instrumentos de refinanciación basados en activos se encuentran en una situación única para que la QE sea más eficiente apoyando una mayor financiación basada en el mercado. Puesto que los inversores buscan preservar la rentabilidad ajustada al riesgo y a la duración del activo con la venta de activos soberanos, demandarán títulos con vencimientos más largos (como los *covered bonds*) o con primas de riesgo más elevadas (como las estructuras de activos menos comunes en los mercados de titulización: préstamos a PYMEs, que son costosos de titular y relativamente poco rentables por su elevado nivel de sobrecolateralización). Este efecto sustitutivo motivado por las menores primas de riesgo (de mercado) podría ampliar la ya fuerte demanda de *covered bonds*, normalmente considerados sustitutos de la deuda soberana por su doble recurso⁶ y ya atraen a una diversa

3 Las compras de *covered bonds* tienen un mayor impacto en las condiciones de liquidez que las del ABS, debido a su amplia base de inversores y al relativamente bajo nivel de afectación de activos (*asset encumbrance*) de las operaciones de refinanciación con el BCE a unos recortes de valoración de los activos (*haircuts*) más bajos.

4 El anuncio realizado por el Consejo del Gobierno del BCE el 22 de enero relativo a la inclusión de los activos soberanos en su programa de compra de activos y a la reducción de los tipos de interés de las futuras operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTROs, por sus siglas en inglés).

5 La QE de bonos soberanos no está exenta de riesgos, pero éstos pueden mitigarse. Los riesgos para la estabilidad financiera deben abordarse a través de políticas macroprudenciales. Estos problemas, no obstante, deben analizarse en un contexto de mayores riesgos derivados de una baja inflación o de deflación continuada.

6 Los *covered bonds* están garantizados por una cartera de activos específica (o "de cobertura") y el emisor es el responsable de realizar el pago de principal e intereses. Esta característica garantiza que los intereses del emisor respecto del comportamiento de la cartera de cobertura coincidan plenamente con los intereses del inversor. Esto contrasta con la mayoría de la titulización antes de la crisis, en la que los emisores tenían escaso interés en el comportamiento de los títulos emitidos contra la cartera de referencia.

base de inversores institucionales de fuera del sector financiero. Un aumento de la demanda de operaciones de titulización permitiría a los emisores acceder a más fuentes de refinanciación para permitir el crecimiento del crédito, con un menor consumo de capital en estructuras fuera de balance y mejorando así la eficiencia de la transmisión de la flexibilización de la política monetaria a los costes de financiación a través del crédito bancario. La reducción de los costes de financiación también podría fomentar las operaciones basadas en mercado respaldadas por activos, que son más costosas de titular o que han permanecido en su mayoría fuera de la esfera de los *covered bonds*, como es el caso de los préstamos a PYMEs.⁷ Al mismo tiempo, los programas de compras de *covered bonds* y titulizaciones (CBPP3 y ABSPP) del Eurosistema aumentan la escasez y fomentan la mayor asunción de riesgos.

Sin embargo, el exceso de liquidez del sistema reduce los incentivos a realizar nuevas emisiones de *covered bonds* y titulizaciones hasta que los efectos del QE hayan restablecido un crecimiento sostenible del crédito. Es posible que los menores costes generales asociados al crédito reduzcan el *spread* de activos en los nuevos préstamos que pueden incluirse como activos de referencia. Puesto que los costes de financiación para la banca apenas pueden reducirse más, con tipos de interés cercanos al cero, los activos próximos a vencimiento con rendimientos más elevados deben ser reemplazados por nuevos préstamos (o títulos) a intereses más bajos, que comprendan márgenes de interés netos (y retornos de la inversión), a menos que los emisores encuentren oportunidades de crédito y de inversión de riesgos desproporcionados. Además, la reducción del crédito debido al desapalancamiento aumenta el *asset encumbrance* del balance con respecto al volumen de *covered bonds* en circulación). Esto hace que el coste de las nuevas emisiones sea mayor por cada vez más exigentes requisitos de sobrecolateralización en un momento en el que el coste de acceder a la financiación del banco central es marginal.

INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN BASADOS EN ACTIVOS Y CREACIÓN DE UNA UNIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

Una ampliación de las fuentes de financiación no bancaria respaldaría la transmisión de la política monetaria en un momento en que los bancos siguen centrados en reunir capital y están saturados de activos deteriorados.⁸ Si solo las grandes empresas no financieras pueden acceder directamente a los mercados de capitales, las compañías más pequeñas (y, a fortiori, los hogares) dependen excesivamente de la financiación bancaria. Un sorprendente 75% de la financiación necesaria para que las empresas crezcan se gestiona a través de bancos. Es necesario mejorar el acceso de las empresas al capital, especialmente en economías vulnerables, donde los elevados costes del capital continúan limitando la inversión.

Ilustraremos probablemente mejor la urgencia de emprender acciones de naturaleza política en con las fuentes bancarias y el usos de fondos en la eurozona. En economías más grandes, el sector bancario está dominado por

⁷ La mayoría de los marcos legales en materia de *covered bonds* en Europa limitan los activos elegibles que pueden formar parte de la cartera de cobertura a los préstamos hipotecarios o deuda pública (i) cuyo rendimiento cumpla con las obligaciones de pago de los *covered bonds*, y (ii) frente a los cuales los tenedores de los bonos son acreedores preferentes (junto con los derechos sobre la deuda *senior* no garantizada del emisor en caso de quiebra), según el requisito de "doble recurso" establecido en el Artículo 52 (4) de la Directiva UCITS. No obstante, recientemente se han introducido la posibilidad de incluir los préstamos PYMEs en el marco legal en Italia (*obbligazioni bancarie collateralizzate*) y en España, donde la normativa en materia de titulización reformada recientemente incluye los *covered bonds* estructurados respaldados por préstamos a PYMEs. En Alemania, Commerzbank lanzó un programa de *covered bonds* estructurado al margen del marco legal de los Pfandbriefe alemanes en 2012 (https://www.commerzbank.com/en/hauptnavigation/aktionaere/informationen_f_r_fremdkapitalgeber/emissionsprogramme/sme_structured_covered_bond_programme/sme_programm.html)

⁸ La fuerte dependencia del crédito bancario también ha limitado la recuperación de la oferta crediticia a raíz de la reciente crisis financiera (Al-Eyd and others, 2014; Aiyar and others, 2014).

bancos nacionales con una estructura de propiedad nacional e intereses en negocios nacionales. Por tanto, la falta de una financiación diversificada y de una integración internacional perpetúa las diferencias en términos de financiación y limita tanto la distribución eficiente de ahorros e inversiones, como la diversificación eficaz de riesgos dentro de la eurozona (debido a la insuficiente correspondencia entre inversores y riesgos financieros).⁹ Un mejor acceso a la financiación reduciría la exposición de los prestatarios a las eventuales dificultades del sector bancario (nacional) y contribuiría a garantizar el flujo transfronterizo de crédito y de formas alternativas de financiación, como el capital privado, para pequeñas empresas viables, lo cual también mejoraría la eficacia de la transmisión de la política monetaria más allá del canal bancario. Con la supervisión bancaria ya unificada, parece posible la expansión de la liquidez transfronteriza bajo el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y facilitará el proceso de ajuste.

Es necesario avanzar en la integración de los mercados de capitales. Europa exige un sistema financiero más integrado que sea reflejo del Mercado Único para bienes y servicios, como un pilar clave de la unión monetaria (además de la adhesión común a la disciplina fiscal bajo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento). Una Unión de los Mercados de Capitales completaría la unión bancaria con la ampliación del acceso para las empresas a fuentes alternativas de financiación externa y contribuiría a garantizar el flujo del crédito hacia empresas viables, reduciendo por tanto la vulnerabilidad de la economía a las crisis financieras. O tal y como expresó el miembro del Consejo del BCE, Yves Mersch, en un reciente encuentro de alto nivel entre el BEI y el FMI sobre titulización (Aiyar and others, 2014): "la economía de la eurozona es un avión con un solo motor - el crédito bancario- y el desarrollo de un segundo motor – los mercados de capitales- contribuiría a diversificar la financiación de las PYMEs y a ofrecer más financiación a largo plazo."

El desarrollo de mercados que funcionen correctamente para la financiación basada en activos y la financiación transfronteriza podría respaldar una transferencia eficiente del riesgo desde las entidades bancarias a una base más amplia de inversores (no bancarios), lo que facilitaría la integración de los mercados de capitales. Un importante paso en esta dirección consistiría en promover los *covered bonds* a la vez que se fomenta el acceso directo a los mercados de capitales, reduciendo la fuerte dependencia de la banca como intermediario en las titulizaciones:

(i) La titulización contribuiría a reducir las presiones que los requisitos de capital ejercen sobre el crédito bancario y podría facilitar la reactivación del crédito ofreciendo incentivos para que los bancos saneen sus balances, reforzando los beneficios del nuevo crédito sin incrementar el apalancamiento y reduciendo los costes en términos de capital, y, por tanto, mejorando los colchones de liquidez (Al-Eyd and others, 2015 & 2014). La titulización ofrece un medio indirecto para canalizar los fondos basados en el mercado hacia los prestatarios si los riesgos se transfieren eficazmente a los inversores. Asimismo, este instrumento puede mejorar la estabilidad financiera si los riesgos inherentes al proceso de titulización queda adecuadamente recogidos en requisitos regulatorios y en normas de supervisión (Segoviano and others, 2015).

(ii) Para los bancos que ya han completado el saneamiento de sus balances, la emisión de *covered bonds* contribuye a alargar el perfil de vencimiento de su estructura de refinanciación de forma muy eficiente en términos de costes a causa del endurecimiento de las recomendaciones del BCE.

El desarrollo de soluciones alternativas similares a los *covered bonds* ("instrumentos de doble recurso") para una mayor variedad de clases de activos, incluidos los préstamos a las PYMEs, junto con el reinicio de la titulización podría ayudar a mitigar las limitaciones estructurales a la oferta crediticia para las empresas más pequeñas y fomentaría el uso de procesos estandarizados y más eficientes de originación y de fijación de precios para los créditos, lo que llevaría a una reducción de los costes de transacción.

(iii) La financiación basada en activos quedaría idealmente completada con una mayor financiación de capital. En algunas economías vulnerables de la eurozona, el sobreendeudamiento de las empresas no financieras sigue siendo

⁹ El sistema actual no tiene capacidad para absorber fácilmente crisis nacionales, puesto que la carga compartida con sector privado por los *bail -ins* de las entidades que atraviesan dificultades se suele dar en el ámbito nacional.

importante. Debido a que el proceso de desapalancamiento sigue en una etapa inicial, la menor capacidad para conceder créditos hace que el capital (en vez del crédito) sea la fuente preferida de financiación para invertir en un entorno en el que el crédito se encuentra restringido.

En su Libro Verde sobre la Construcción de una Unión de los Mercados de Capitales (2015a), la Comisión Europea reafirma su opinión sobre los mercados de *covered bonds* y de titulización como fuentes esenciales de financiación a largo plazo alternativas.¹⁰ Se identifican áreas para mejorar y ampliar el acceso a la financiación para las empresas más pequeñas y para eliminar las diferencias reglamentarias nacionales con el fin de complementar el crédito bancario, partiendo de lo que ya se ha adquirido a través del Mercado Único. No obstante, elementos importantes de la infraestructura del mercado de capitales, como las plataformas de *trading*, la interoperabilidad de contrapartes centrales, y los servicios *post-trading*, siguen estando fragmentados. Vale la pena estudiar las propuestas recientes en este sentido - eliminación de barreras a las operaciones transfronterizas de liquidación y compensación, revisión de las normas prudenciales para contrapartes centrales y de registros de operaciones autorizados en el Reglamento sobre Infraestructura del Mercado Europeo (conocido como Reglamento EMIR, por sus siglas en inglés) y otras medidas de reformas estructurales. Como parte del proceso de consulta, la Comisión ha dado prioridad al desarrollo de una propuesta legislativa para una titulización de elevada calidad (HQS, por sus siglas en inglés) como una medida a corto plazo (Comisión Europea, 2015b). Entre los objetivos a largo plazo que han de cumplirse en 2019, cuando la Unión de los Mercados de Capitales entre en vigor, se encuentran el desarrollo de un marco unificado de *covered bonds* y una mayor estandarización de las emisiones de deuda corporativa.

La gran cantidad de intermediarios que se dan en la financiación de las empresas más pequeñas sugiere un énfasis aún mayor en la Unión de los Mercados de Capitales en las reformas estructurales desde la perspectiva de una financiación basada en activos.¹¹ La heterogeneidad de las carteras de préstamos a PYMEs en términos de tamaño, actividad de negocio y localización geográfica también aumenta el coste de una valoración exhaustiva del riesgo crediticio para los inversores en financiación basada en PYMEs, lo cual se amplía por la falta de datos prudenciales armonizados y de uniformidad de informes de crédito. La capacidad para hacer valer los derechos de los acreedores garantizados (especialmente en procesos de ejecución) tiene una influencia directa en la valoración del crédito de operaciones basadas en activos pero dependen de varios factores legales. Es importante contar con un marco eficaz para garantizar que los créditos garantizados tengan un acceso preferente al colateral. Los regímenes de ejecución de la deuda varían sustancialmente entre países de la UE, y van desde ejecuciones extrajudiciales a largos procesos judiciales, con grandes diferencias en la velocidad y en la tasa de recuperaciones. La existencia de sistemas laxos de ejecución colectiva de derechos de crédito en varios países de la UE puede perjudicar a la financiación basada en activos, a pesar de que la pluralidad de acreedores en procesos de insolvencia suele implicar que la capacidad de cobro, aunque se trate de créditos garantizados, es mucho más pequeña. Los desafíos que plantean los procesos de ejecución costosos y prolongados pueden ser mayores para las PYMEs, ya que los regímenes de insolvencia se diseñan normalmente para las grandes compañías, lo que implica elevados costes por la reestructuración de deudas en relación con el tamaño de los préstamos a PYMEs. Los diferentes marcos que regulan la insolvencia en los países de la UE también representan una dificultad para que los bancos agrupen préstamos a PYMEs de diferentes países europeos. Esto representa un obstáculo para los inversores, reduciendo por tanto el ámbito de flujo de capital libremente entre fronteras nacionales y la posibilidad de aliviar restricciones a la financiación de las empresas más pequeñas (Anderson and others, 2015; Bergthaler and others, 2015).¹²

¹⁰ Desde la perspectiva de los canales de financiación, el Libro Verde se hace eco de las conclusiones del Grupo de Expertos de Alto Nivel de la Comisión sobre Financiación a PYMEs e Infraestructuras (2013) y de las recomendaciones publicadas en la Comunicación sobre la Financiación a Largo Plazo de la Economía Europea (2014).

¹¹ La financiación a PYMEs también puede beneficiarse de forma indirecta de medidas que mejoren la disposición de los bancos y su capacidad para conceder crédito, ya que a mayor disponibilidad de fuentes de financiación basadas en el mercado disminuyen las condiciones generales de financiación (o se mitigan las limitaciones globales de capital).

¹² Téngase en cuenta que la heterogeneidad de datos también se explica por el elevado número de empresas pequeñas (con menos de 50 empleados) en Italia, Portugal y España (en contraposición a Alemania y Francia, donde

Es necesaria una estrategia múltiple para la integración de los mercados de titulización y de *covered bonds* dentro de la Unión de los Mercados de Capitales y conseguir así que la financiación a largo plazo de PYMEs pueda apoyarse en la financiación basada en activos. Además de las medidas presentadas en el Libro Verde, sería necesario combinar reformas regulatorias y el desarrollo de infraestructuras con el apoyo dirigido del sector oficial: Avanzar hacia la Unión de los Mercados de Capitales también apoya el desarrollo de los mercados para los activos deteriorados y facilita la reestructuración del sector bancario en un entorno de aumento de las exposiciones dudosas.¹³

(i) La complementariedad de los *covered bonds* y la titulización quedaría mejor reconocida a con una mayor diferenciación reglamentaria para los títulos según su calidad dentro de las diversas formas de financiación basada en activos, a la vez que fomentaría la demanda por parte de inversores institucionales no bancarios (Aiyar and others, 2015).

(ii) Las reformas estructurales que van más allá de las normas comunes relativas a requisitos de *reporting* de préstamos en diferentes países podrían facilitar la inversión transfronteriza al considerar las necesidades específicas de las PYMEs.¹⁴ Algunos ejemplos son la mejora del acceso para los inversores a los datos de los créditos, el desarrollo/armonización de registros de crédito, una mayor integración de los regímenes fiscales, la armonización de legislaciones nacionales en materia de ejecución de deudas e insolvencia.

(iii) Ampliar la gama de fuentes de financiación basadas en el mercado para las PYMEs podría aumentar los canales de financiación y atraer a inversores regulados con normas de inversión restrictivas. Por ejemplo, un nuevo instrumento de "doble recurso" (fuera de los marcos existentes de *covered bonds*) para refinanciar préstamos a PYMES (Bertalot, 2015)¹⁵ podría combinar el recurso del inversor frente al emisor en caso de impago (como los *covered bonds*) y los exigentes requisitos de transparencia para los ABS, pero evitando los elevados costes de capital y estructura de las titulaciones.¹⁶

Estas medidas deben fundamentarse en el desarrollo de un marco europeo para los *covered bonds* y las titulaciones de elevada calidad, que implique estructuras simples, transparentes y comparables con un tratamiento regulatorio favorable. Esto podría mejorar la comerciabilidad a través de una mayor estandarización y facilitaría el desarrollo de soluciones transfronterizas dentro de un mercado de capitales más integrado y mejorado.

las PYMEs suelen ser mayores). Por ejemplo, en España son elementos disuasorios para el crecimiento (y que limitan la financiación externa al crédito bancario): los tipos impositivos más elevados y auditorías más rigurosas para las empresas medianas (con más de 50 empleados) o el predominio de empresas familiares, reacias a abrir a terceros la propiedad de la empresa. (Anonymous, 2015).

¹³ Las importantes diferencias y la debilidad de los sistemas de insolvencia aumentan los costes legales de la reestructuración de la deuda e impiden la resolución oportuna del sobreendeudamiento.

¹⁴ Aunque los bancos podrían continuar con su actividad crediticia, actuando como originadores de titulaciones PYMEs, el acceso mejorado a datos comparables de financiación a PYMES respalda el desarrollo de financiación basada en activos que no cuenta con la intermediación bancaria.

¹⁵ Si tenemos en cuenta el tradicional uso de los *covered bonds* por parte de los bancos en algunos países, podría mejorarse el posible impacto económico de la información mejorada sobre la calidad del crédito a las PYMEs (Jobst, 2015).

¹⁶ Estos esfuerzos deberían preceder el desarrollo de un marco común para los *covered bonds* y el desarrollo de opciones políticas para alcanzar una mayor integración en los mercados de *covered bonds* (Comisión Europea, 2015).

CONCLUSIÓN

En general, un enfoque global con un impacto positivo, en forma de una recuperación más duradera y sostenida en la zona del euro tendrá que considerar el desarrollo de los mercados de *covered bonds* y de titulización. Combinar el apoyo a la demanda a través del estímulo monetario con medidas estructurales encaminadas a la integración de los mercados de capital se está convirtiendo en un reto político más apremiante. La financiación basada en activos puede mejorar la eficacia de la transmisión de la política monetaria y promover el reequilibrio dentro de la eurozona, facilitando la inversión transfronteriza. También son fuentes alternativas (basadas en el mercado) de financiación a largo plazo que, para las empresas viables, pueden suponer una reducción en los costes de financiación, apoyando una mayor rentabilidad futura esperada. Todo ello contribuirá a aumentar tanto el nivel como la tendencia de crecimiento económico potencial.

REFERENCIAS

Aiyar, Shekhar, Barkbu, Bergljot and Andreas A. Jobst, 2014, "Seminar on SME Financing: Europe Needs to Revitalize Finance for Small and Medium Enterprises," *IMF Survey Magazine*, November 5, disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2014/CAR110514A.htm>.

Aiyar, Shekhar, Al-Eyd, Ali, Barkbu, Bergljot and Andreas A. Jobst, 2015 (*forthcoming*), "Revitalizing Securitization for Small and Medium-Sized Enterprises in Europe," IMF Staff Discussion Note No. 15/07, May (Washington, D.C.: International Monetary Fund).

Al-Eyd, Ali, Barkbu, Bergljot, Berkmen, S. Pelin, Bluedorn, John, Jobst, Andreas A. and Alexander Tieman, 2014, "Capital Market Development: SME Financing in the Euro Area," Euro Area Policies: Selected Issues, IMF Country Report No. 14/199, July 14 (Washington, D.C.: International Monetary Fund), pp. 43-66, disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14199.pdf>.

Anderson, Niki, Brooke, Martin, Hume, Michael and Miriam Kürtösiová, 2015, "A European Capital Markets Union: Implications for Growth and Stability," Financial Stability Paper 33, February 27 (London: Bank of England), disponible en http://www.bankofengland.co.uk/research/Documents/fspapers/fs_paper33.pdf.

Anonymous, 2015, "Spanish Businesses: Supersize Me," *The Economist*, Vol. 414, No. 8926, February 21 (Brussels: European Commission), p. 59.

Bergthaler, Wolfgang, Kang, Kenneth, Liu, Yan and Dermot Monaghan, 2015, "Tackling SME Problem Loans in Europe," Staff Discussion Note 15/04 (Washington, D.C.: International Monetary Fund), disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1504.pdf>.

Bertalot, Luca, 2014, "Towards the Capital Markets Union: Role of the Banking Sector, *Covered bonds* and Long-Term Financing", *Mortgage Info*, October 14 (Brussels: European Mortgage Federation – European *Covered bond* Council), pp. 1-3, disponible en <http://www.hypo.org/Content/default.asp?PageID=425>.

Barkbu, Bergljot Bjørnson, Berkmen, S. Pelin, Lukyantsau, Pavel, Saksonovs, Sergejs and Hanni Schölermann, 2015, "Investment in the Euro Area:

Why Has It Been So Weak?," IMF Working Paper No. 15/32, February (Washington, D.C.: International Monetary Fund), disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1532.pdf>.

European Commission, 2015a, "Building a Capital Markets Union," COM(2015) 63 Green Paper, February 18 (Brussels: European Commission), disponible en http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf.

European Commission, 2015b, "An EU Framework for Simple, Transparent and Standardised Securitization," Consultation Document, February 18 (Brussels: European Commission), disponible en http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/securitisation/index_en.htm.

European Commission, 2014, "Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on Long-Term Financing of the European Economy," COM(2014) 168 Final, March 27 (Brussels: European Commission), disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/financing-growth/long-term/140327-communication_en.pdf.

European Commission, 2013, "Finance for Growth," High Level Expert Group on SME and Infrastructure Financing, December 11 (Brussels: European Commission), disponible en http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf.

International Monetary Fund (IMF), 2015, "Enhancing Policy Traction and Reducing Risks," *Global Financial Stability Report*, Chapter 1, April (Washington, D.C.: International Monetary Fund), disponible en <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/01/pdf/c1.pdf>.

International Monetary Fund (IMF), 2014a, "Chapter 1: Improving the Balance Between Financial and Economic Risk Taking," *Global Financial Stability Report*, Monetary and Capital Markets Department, World Economic and Financial Surveys, October (Washington, D.C.: International Monetary Fund), disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2014/02/pdf/c1.pdf>.

International Monetary Fund (IMF), 2014b, "Euro Area Policies: 2014 Article IV Consultation–Staff Report," IMF Country Report No. 14/198, European Department, July 14 (Washington, D.C.: International Monetary Fund), disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14198.pdf>.

Jobst, Andreas A., 2015, "Monetary Policy and Capital Market Integration in the Euro Area: What is the Role of Covered bonds?," *Journal of Structured Finance*, Vol. 20, No. 4, pp. 107-19.

Segoviano, Miguel, Jones, Bradley, Lindner, Peter and Johannes Blankenheim, 2015, "Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead," Staff Discussion Note 15/01 (Washington, D.C.: International Monetary Fund), disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1501.pdf>.

La FHE publica un Documento de Posición sobre la Ratio de Apalancamiento

Wolfgang Kälberer, Chairman of the EMF Economic Affairs Committee & Department Head – EU Office, vdp

ANTECEDENTES

La Ratio de Apalancamiento es un requisito introducido por el Reglamento sobre Requisitos de Capital (CRR, por sus siglas en inglés). Su objetivo es crear una medida no basada en el riesgo para los requisitos de capital ponderados en función del riesgo y, por tanto, limitar los riesgos generados por un apalancamiento "excesivo". En octubre de 2014, la Comisión Europea publicó un Acto Delegado que especificaba cómo debe calcularse la Ratio de Apalancamiento, sin establecer ninguna calibración vinculante del mismo. El Acto Delegado expone que: "De conformidad con el artículo 511 del CRR, la Comisión Europea debe presentar, antes de que finalice 2016, un informe sobre la Ratio de Apalancamiento al Consejo y al Parlamento. Ese informe se basará en la información proporcionada por la Autoridad Bancaria Europea (ABE) e irá acompañado, si procede, de una propuesta legislativa sobre la introducción de una Ratio de Apalancamiento vinculante o diferentes ratios de apalancamiento para diferentes modelos empresariales, aplicable a partir del 1 de enero de 2018."

La Federación Hipotecaria Europea (FHE), con fecha 30 de abril de 2015, ha publicado un documento sobre la Ratio de Apalancamiento, en el que se recoge su posición y se exponen sus preocupaciones en relación con el diseño propuesto para el requisito. El documento se centra en los posibles efectos que la Ratio de Apalancamiento puede tener en las entidades especializadas de crédito hipotecario, concretamente en relación con el umbral propuesto en el Comité de Basilea del 3%, así como con el requisito mínimo sugerido, que es más elevado. Con este documento pretendemos contribuir al trabajo realizado por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) y la Comisión Europea encaminado a establecer la calibración de una Ratio de Apalancamiento para la Unión Europea, informando a los reguladores de cuáles son las preocupaciones del sector en relación con los detalles propuestos para el requisito.

RATIO DE APALANCAMIENTO PARA ENTIDADES DE CRÉDITO ESPECIALIZADAS DE LA UE

Según el análisis de impacto realizado por la EBA¹⁷, la Ratio de Apalancamiento medio de los bancos de la UE se sitúa entre el 3,1% y 3,9%, dependiendo del tratamiento de las operaciones de financiación de valores del CRR que se adopte y del tamaño de la entidad. De media, se sugiere que los bancos de la UE tendrían que ser capaces de cumplir con una Ratio de Apalancamiento del 3%, aunque de media, necesitarían destinar importantes cantidades de capital para poder cumplir con una Ratio de Apalancamiento mayor (por ejemplo del 4%). No obstante, es importante destacar que estas medias enmascaran -y de hecho, potencialmente ni siquiera consideran- algunas diferencias importantes que se han observado entre las entidades especializadas de crédito hipotecario, así como entre entidades de crédito cuyas carteras están fuertemente orientadas al crédito hipotecario. Esto tiene una mayor relevancia en el crédito al sector público, es decir a bancos con grandes exposiciones a entidades del sector público. La Ratio de Apalancamiento para estos bancos está, en algunos ejemplos, considerablemente por debajo del umbral del 3%. La Ratio de Apalancamiento para estas entidades es inferior al de los bancos universales porque el crédito hipotecario es una actividad de bajo riesgo y, por tanto, las entidades de crédito hipotecario pueden reservar porcentajes inferiores de capital para la supervisión prudencial y los requisitos de capital.

En caso de que la Ratio de Apalancamiento mínimo se estableciese en un nivel demasiado restrictivo, las entidades especializadas en crédito hipotecario deberían acometer una combinación de las siguientes opciones:

¹⁷ Basado en datos de junio de 2013.

(i) reorientar sus actividades hacia negocios más arriesgados (para obtener mayores beneficios y compensar el elevado coste de obtener capital); (ii) reducir considerablemente el crédito hipotecario (para poder reducir la medida de exposición y aumentar la Ratio de Apalancamiento); y (iii) obtener capital (trasladando mayores costes a los prestatarios).

En resumen, esto no solo aumentaría el nivel de riesgos asumidos por las entidades de crédito, sino que también tendría un impacto negativo en la economía de la UE, lo que supondría un grave perjuicio para uno de los motores del crecimiento y el desarrollo por un requisito regulatorio que, en este caso, ni siquiera aumentaría la estabilidad del sistema financiero por su impacto en las entidades de crédito hipotecario. Además, con el consiguiente aumento de los costes para los prestatarios y de la menor disponibilidad de crédito de bajo riesgo -como las hipotecas- se iría en contra de los esfuerzos de los legisladores, quienes buscan lo contrario: reducir tipos de interés y fomentar el crédito para estimular la inflación y el crecimiento.

PROPUESTA PARA AVANZAR

El Documento de Posición de la FHE hace hincapié en que la Ratio de Apalancamiento (en caso de aplicarse de forma universal a todas las entidades financieras) no debe, en ningún caso, superar el 3% propuesto por el Comité de Basilea. Un requisito de Ratio de Apalancamiento del 4% constituiría una importante diferencia en términos de capital adicional que las entidades necesitan reunir y supondría una grave amenaza para las entidades de crédito hipotecario tradicionales que han desempeñado una función muy importante de apoyo a la economía de la UE sin representar amenaza alguna al sistema financiero. El CRR especifica que la EBA debe considerar diferentes "modelos de negocio" a la hora de desarrollar esa valoración para informar a la Comisión Europea. La FHE reconoce la dificultad particular que implica definir modelos de negocio y, por ello, sugiere que se haga mediante un "enfoque de carteras". Este enfoque implicaría que diferentes "modelos de negocio" quedaran definidos según la importancia que cada tipo de crédito tiene dentro de la cartera de la entidad. Dicho de otra forma, las ponderaciones deben asignarse a tipos concretos de crédito, que de otro modo se verían negativamente afectados por la introducción de una Ratio de Apalancamiento. Así se reconocería la importante función del crédito hipotecario en la UE y se evitarían las consecuencias indeseadas que se identifican en el Documento de Posición de la FHE.

La FHE también quiere tomar parte activa junto con los legisladores con el fin de determinar la forma óptima de aplicar la diferenciación entre "modelos de negocio", pero destacamos la importancia de que cualquier método en ese sentido sea conducente a los resultados anteriormente mencionados.

Puede consultar el Documento de Posición de la FHE íntegro en la web de la FHE:
<http://www.hypo.org/Content/default.asp?PageID=427>

En caso de que la ratio de apalancamiento mínima se estableciese en un nivel demasiado restrictivo, las entidades especializadas en crédito hipotecario deberían acometer una combinación de las siguientes opciones:

- (i) reorientar sus actividades hacia negocios más arriesgados (para obtener mayores beneficios y compensar el elevado coste de obtener capital);
- (ii) reducir considerablemente el crédito hipotecario (para poder reducir la medida de exposición y aumentar el ratio de apalancamiento);
- (iii) obtener capital (trasladando mayores costes a los prestatarios).

En resumen, esto no solo aumentará el nivel de riesgos asumidos por las entidades de crédito, sino que también tendría un impacto negativo en la economía de la UE, lo que supondría un grave perjuicio para uno de los motores del crecimiento y el desarrollo por un requisito regulatorio que, en este caso, ni siquiera aumentaría la estabilidad del sistema financiero a través de su impacto en las entidades de crédito hipotecario.

Además, el resultante aumento de los costes para los prestatarios, así como la menor disponibilidad de crédito de bajo riesgo -como son las hipotecas- iría contra los esfuerzos de los legisladores, quienes intentan conseguir lo opuesto: reducir tipos de interés y fomentar el crédito para estimular la inflación y el crecimiento.

Covered bonds Verdes ¿Un éxito sostenible?

Patrick Seifert, Executive Director & Head of FIG & SSA Origination, LBBW

Los covered bonds verdes ya no son solo una ilusión.

El 27 de abril de 2015, el emisor alemán Berlin Hyp los hizo realidad con una exitosa emisión de EUR 500 m. con un vencimiento de 7Y (años) en forma de Green Pfandbrief.

Basada en la ley alemana que regula los Pfandbrief; la emisión de Berlin Hyp cumple con todos los criterios de calidad por los que el Pfandbrief es generalmente reconocido. Una supervisión pública especial, el principio de cobertura, las provisiones para cobertura de liquidez y la improbabilidad de quiebra son los principales atributos en los que se basa el producto y gracias a los cuales ha mantenido su popularidad entre los inversores durante más de 200 años.

Llevando el concepto más lejos, el nuevo Pfandbrief verde cuenta con la estructura exigida por los Principios para los Bonos Verdes. La segunda opinión sobre su sostenibilidad de la agencia de rating oekom confirma la sostenibilidad de los bonos y el valor añadido ecológico de los mismos. Lo más importante, el destino de los beneficios queda claramente definido. En este sentido, el emisor ha asignado a la cartera hipotecaria de cobertura ya existente préstamos para la construcción de edificios ecológicos. De hecho, esto tan solo refleja que Berlin Hyp ha aumentado durante años su cuota de hipotecas garantizadas por edificios ecológicos. Los beneficios, a cambio, se destinarán directamente a la nueva financiación de edificios construidos según criterios estrictos de carácter medioambiental y de sostenibilidad.

Solamente los edificios certificados serán elegibles, según las normativas LEED, BREEAM, DGNB o HQE. En la página web de Berlin Hype puede encontrar información periódica al respecto www.green-Pfandbrief.com. Esta cadena de valor completa, que va desde la originación hasta la refinanciación de los activos, hace que los Pfandbriefe verdes sean atractivos para los inversores socialmente responsables que buscan diversificar sus inversiones con covered bonds. En la fase de preparación de la operación, el emisor y su grupo Joint-Lead Managers realizaron una larga gira por Europa. Siendo Berlin Hyp una firma con una larga tradición, el objetivo era ofrecer a los inversores la oportunidad de familiarizarse con las especificidades del Pfandbrief verde. La cantidad de cuestiones planteadas por los inversores sobre la política de sostenibilidad del emisor refleja la creciente importancia de la materia para los inversores y la necesidad de abordarla desde un enfoque holístico. Además, los inversores mostraron gran interés en comprender cómo los criterios de sostenibilidad pueden aportar valor añadido a la cartera de cobertura. Es interesante señalar que esto sucede en mercados menos regulados en materia de construcción o con una mayor diversidad de normativa al respecto. En estos mercados, los edificios ecológicos son una forma de diferenciación y de añadir valor al colateral. Dicho de otro modo, conjugar sostenibilidad y consideraciones económicas lleva a una selección premium: mercados como Francia o Reino Unido.

Al final, todos se agruparon y conformaron una cartera cercana a los 2 MM de €, que permitiría un trade de 500 M de €. Con más de 70 emisores en la cartera, Berlin Hyp fue capaz de atraer a casi el 50% de los inversores ecológicos/sostenibles. Por tanto, lanzar el Pfandbrief verde permitió al emisor diversificar su base de inversores, una prioridad estratégica en época de la QE del BCE. En un contexto más amplio, cabe destacar que el primer covered bond verde constituye tan solo una fracción del mercado de bonos ecológicos. Durante los primeros tres meses de 2015 se han producido 44 operaciones de bonos verdes, con un volumen total de 7,2 MM de USD. Tras un comienzo relativamente lento, el importe de emisiones de bonos verdes está creciendo mes a mes, triplicando en marzo el número de operaciones de enero. Probablemente sea justo esperar otro año fuerte para los bonos verdes, pues hay una buena actitud ante la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático. Cabe esperar un mercado de bonos verdes amplio y con liquidez para no solo aumentar los volúmenes de emisión, sino también para diversificar entre diferentes monedas y ratings. Mientras el 1T de 2015 ha hecho que las emisiones varíen entre calificaciones AAA y B-, la sostenibilidad continúa siendo un patrón común para las calificaciones más altas por ahora.

Los analistas de mercados comprobarán que Berlin Hyp reconfirma el éxito de su colega alemán Münchener Hypothekenbank, con su primera emisión de ESG *Pfandbrief* en 2014. Con estos últimos centrados en viviendas socialmente responsables, se dirige a inversores similares que Berlin Hyp con sus *Pfandbriefe* verdes. Hablando desde nuestra propia experiencia, Landesbank Baden-Württemberg ha tenido el placer de apoyar ambos proyectos y contribuye con su experiencia a esta importante innovación de productos.

Por ahora el mercado de *covered bonds* tiene que alcanzar el nivel de estandarización que otorgan a los emisores SSA gracias a sus modelos de negocio. Por ahora, los principios de SRI son los "mejores de la clase" y los emisores no suelen sentir presión por acelerar la intervención del BCE en el mercado. El repetido éxito de Münchener Hypothekenbank and Berlin Hyp debería, no obstante, fomentar que otros emisores de calidad vean con buenos ojos los *covered bonds* verdes. Aquí es donde entran en juego las asociaciones de *covered bonds* y donde pueden contribuir a fijar normas. El momento es el adecuado, pues la sostenibilidad cuenta con un marcado apoyo político. Las recientes recomendaciones de la Comisión Europea y de la Autoridad Bancaria Europea son una clara muestra de lo que cada vez será más una realidad para los *covered bonds* (como el *Pfandbrief* verde de Berlin Hyp).

Nuevo y simplificado modelo de vencimiento para los *covered bonds* daneses

Jørn Strunge, Senior Business Analyst, Nykredit¹⁸

Introducción

Los emisores daneses de *covered bonds* contarán con un modelo nuevo y simplificado para gestionar los vencimientos de los *covered bonds* daneses. Los *covered bonds* afectados son bonos con flujos de dinero anuales. La actual normativa separa los holdings en dos holdings diferentes, denominados reembolsos, seis semanas antes de la fecha de vencimiento. El vencimiento ocurrirá en la fecha prevista, fecha en que también se procesarán los pagos como en el modelo actual. Así se simplificará la gestión práctica y técnica de los *covered bonds* daneses. Como resultado, los *covered bonds* daneses serán más atractivos para un mayor número de inversores. Los bancos de inversión daneses y los Depositarios Centrales Internacionales de Valores, (ICSDs, en su acrónimo inglés) ya han anunciado que el método simplificado allanará el camino a más inversores internacionales.

CONTEXTO

El nuevo modelo está basado en las normas europeas en materia de actuación social y en el requisito de cumplimiento de estas normas que deben observar los títulos para ser compatibles con la nueva plataforma de liquidación de valores TARGET2 - Securities (T2S). El nuevo modelo verá la luz en otoño de 2015, siendo el 1 de octubre la fecha prevista para su entrada en vigor, aproximadamente un año antes de la entrada del mercado danés en la T2S.

MODELO DE VENCIMIENTO ACTUAL

El modelo actual de vencimiento, como se muestra en el gráfico 1, contiene tres pasos en los que participa el depositario central de valores del emisor (CSD).

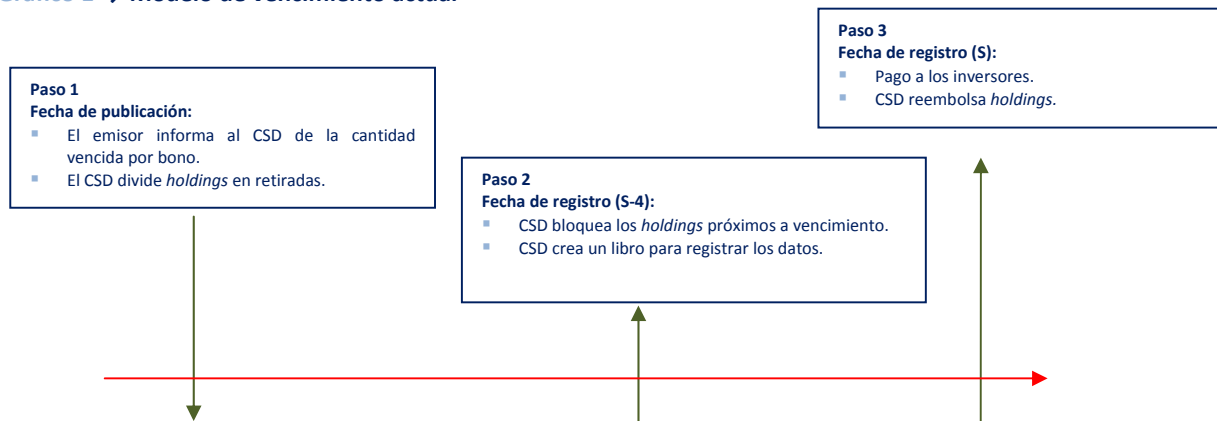
En el primer paso, la cantidad amortizada se anuncia (reembolso) y el CSD crea unos paquetes en *holdings*. Este paso normalmente comienza seis semanas antes de la fecha de vencimiento. Tres días antes de la fecha de publicación, los bonos se cotizarán *ex vencimiento*, y los precios de los bonos se corregirán. En el siguiente periodo, los dos *holdings* tienen diferentes precios. El *holding* próximo a vencimiento vencerá seis semanas después a la par (normalmente

¹⁸ Jørn Strunge, MSc Economics, monitors changes in domestic and international regulation, and financial infrastructures with effect on Nykredit's mortgage business.2015

100), y el precio de la parte continuada no amortizada del *holding* de un inversor se fijará con arreglo a las condiciones de mercado y los datos estáticos de los bonos. Ambos *holdings* son negociables y liquidados siguiendo el procedimiento normal.

El segundo paso ocurre en la fecha de registro, que es cuatro días antes de la fecha de vencimiento. El *holding* próximo a vencimiento queda bloqueado y deja de ser negociable. El tercer paso sucede en la fecha de vencimiento, que coincide con la fecha de liquidación (S). Se produce el vencimiento del bono y se paga al inversor. Los inversores vuelven a tener un *holding* continuado. El proceso de tres pasos se repetirá para cada fecha de vencimiento durante la vida del bono.

Gráfico 1 → Modelo de vencimiento actual



NUEVO MODELO DE VENCIMIENTO ARMONIZADO CON LA UE

El nuevo modelo de vencimiento consta de solo un paso, no incluye la división en dos *holdings* distintos. En la fecha de vencimiento, que es la fecha de liquidación, parte del *holding* vencerá y los inversores recibirán su pago simultáneamente, al igual que sucede con la liquidación según DvP. Esto es fácil de gestionar, incluso si se utilizan cuentas ómnibus. El Gráfico 2 ilustra este nuevo modelo.

A partir de la fecha de publicación, es posible que los inversores hagan previsiones sobre *holdings* próximos a vencimiento. Cada día a partir de la publicación de la fecha de vencimiento, se calculan cantidades vencidas estimadas por el CSD del emisor y se publican en la bolsa en la que los bonos estén cotizados. Con la desaparición de los denominados reembolsos, también veremos los movimientos *ex vencimiento* pasar a 2 (T+ 2) días antes de la fecha de vencimiento. En la fecha *ex vencimiento* y después, los precios de negociación se harán sin la parte vencida y el precio del nuevo *holding* diferirá del viejo en el que se incluirá el *holding* vencido.

Gráfico 2 → Nuevo modelo de vencimiento

