

Ley Pfandbrief – Los bancos Pfandbrief proponen la ampliación del vencimiento

Otmar Stöcker, Managing Director, Association of German Pfandbrief Banks (vdp)

A finales del mes de octubre de 2015, la Asociación de Bancos Pfandbrief Alemanes (vdp, por sus siglas en alemán) remitió al Ministro Federal de Finanzas su opinión acerca de introducir la posibilidad de ampliar el vencimiento en la Ley Pfandbrief. A continuación se presentan los argumentos y el contenido de esa propuesta.

Considerando que, desde la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, ya no se puede descartar ni el incumplimiento de un gran banco internacional, los inversores, analistas y agencias de calificación plantean reiteradamente cuestiones muy profundas sobre qué pasaría a un *covered bond* si se iniciara un proceso de quiebra contra el emisor. Hasta ese momento, las preguntas más comunes se referían solamente a si, llegados a ese punto, estaría disponible un *pool* de cobertura y cuál sería su calidad. Desde entonces, el foco de atención recae cada vez más en las consecuencias en caso de que el *pool* de cobertura resulte insuficiente.

Procedimiento de Quiebra Separado con respecto al *Pool* de Cobertura

La Ley Pfandbrief contiene desde hace tiempo una clara respuesta en su § 30, párrafo 6, 2º enunciado : si el *pool* de cobertura no es realizable o carece de liquidez, además del procedimiento de quiebra frente al Banco Pfandbrief, deberá iniciarse un proceso de quiebra separado con respecto al *pool* de cobertura o -más concretamente- con respecto al "*banco Pfandbrief con una actividad comercial limitada*", (*Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit*), en los términos establecidos por la Ley Pfandbrief desde 2010. Pero teóricamente ¿cómo podría darse en la actualidad un caso así de falta de liquidez? La Ley Pfandbrief ofrece al administrador del *pool* de cobertura (*Sachwalter*) - quien ha de ser designado cuando se inicie el procedimiento de quiebra frente al banco Pfandbrief junto con el administrador concursal (*Insolvenzverwalter*) - una serie de opciones para procurar la liquidez necesaria con el fin de garantizar el pago puntual de los Pfandbriefe. Entre ellas, se incluye por ejemplo la utilización de la provisión de liquidez de 180 días; la posibilidad de suscribir préstamos garantizados con entidades de crédito y el banco central; y la emisión de nuevos Pfandbriefe a corto plazo para hacer frente a la falta de liquidez; así como la liquidación del total o de parte de la cartera de cobertura, o la transferencia de los activos, incluidos los Pfandbriefe, a otro banco Pfandbrief o a otra entidad que sirva de puente. El éxito de la opción escogida por el administrador del *pool* de cobertura dependerá de las circunstancias concretas: no solo de los activos de cobertura y de los Pfandbriefe, sino especialmente también de la situación de los mercados de capitales y bancarios. Si el administrador del *pool* de

cobertura se enfrentase a una situación de crisis similar a la apertura del procedimiento de quiebra de Lehman Brothers y necesitase liquidez, podría encontrarse con que otros participantes del mercado o no puedan o no quieran conceder un préstamo garantizado o comprar activos de cobertura. Con esta situación en mente, siendo el peor de los casos posibles, la vdp ha recapacitado largo y tendido sobre si un segundo procedimiento quiebra -como el previsto hasta ahora- sería la única vía para hacer frente a ese problema: ya que es posible que esta paralización durase solo unas pocas semanas o meses - como ocurrió tras la quiebra de Lehman.

Otros países

Para situaciones como las descritas, muchos emisores de *covered bonds* en otros países desde hace tiempo apuestan por emitir *covered bonds* con estructuras denominadas *soft bullet*. Por ahora, la gama es tan amplia que resulta complicado decir exactamente en qué constituye un *soft bullet*. Normalmente, no obstante, se trata de una ampliación del vencimiento casi automática, que depende de un acontecimiento predefinido que lo desencadene o que, por ejemplo, se incumpla alguno de los requisitos mínimos contenidos en las condiciones de la emisión. Hasta ahora, tan solo Polonia ha detallado legalmente qué constituye un *soft bullet*.

Normalmente, los requisitos de las agencias de calificación en materia de sobrecolateralización y del colchón de liquidez han sido y son la razón para que esto sea así. Tales requisitos a veces entran en conflicto con el objetivo de las autoridades de supervisión, concretamente con la reducción del ratio de afectación de activos (*asset encumbrance*). En última instancia, la introducción de estructuras *soft bullet* se ve normalmente influenciada por los *ratings*: la voluntad de obtener el mismo *rating* con menos sobrecolateralización o la de obtener una mejora del *rating* con la misma sobrecolateralización.

La posición de la vdp

No obstante, la posición de la vdp no está influenciada ni por consideraciones relativas al *rating*, ni la vdp quiere que se reduzca la sobrecolateralización ni el colchón de liquidez. En su lugar el objetivo es el que, en situaciones extremas del mercado y ante la falta de liquidez en el corto plazo, el administrador del *pool* de cobertura no se vea forzado a iniciar procedimientos de quiebra especiales relacionados con el *pool* de cobertura a través de la Autoridad Supervisora de Servicios Financieros (BaFin) si existe una posibilidad razonable de subsanar los problemas de liquidez pronto. Por este motivo, el vdp denomina a esta posibilidad "ampliación del vencimiento" en lugar de "soft bullet". Tras un largo y profundo debate interno, a finales de octubre de 2015, la Asociación envió al Ministro Federal de Finanzas una propuesta a favor de introducir una norma que permita al administrador del *pool* de cobertura aplazar el pago de los *Pfandbriefe* próximos a vencimientos como máximo 12 meses en cada caso.

Esta reforma legislativa también deberá ser de aplicación a los *Pfandbriefe* actualmente en circulación, puesto que esta es la única forma de garantizar la protección deseada para un banco *Pfandbrief* con actividad comercial limitada. Además, así se evitaría la división del mercado de *Pfandbriefe* entre bonos nuevos y viejos. Una opinión legal encargada por la Asociación confirma que la reforma de la Ley *Pfandbrief* en esos términos sería constitucional.

Diseño de la Ampliación del Vencimiento

Además de esta parte fundamental, habría que tener en cuenta una serie de detalles importantes:

- La ampliación debe servir solo como una opción para el administrador del *pool* de cobertura y, en ningún caso, como una medida que entre en vigor automáticamente.
- Se aplicará como una disposición legal a todos los *Pfandbriefe* de todos los bancos *Pfandbrief* alemanes: tanto a *Pfandbriefe* nuevos como a los ya emitidos.
- La ampliación no será en ningún caso superior a un año. La amortización anticipada sigue siendo posible si se dispone de liquidez para evitar tener que reinvertir a bajos tipos de interés.
- Solamente se podrá aplazar el pago del principal, puesto que probablemente las agencias de *rating* considerarían el impago de los intereses como incumplimiento.
- Si se aplica a todos, debe recurrirse a una ampliación del vencimiento como último recurso y, en última instancia, constituiría solo una posibilidad más para que el administrador del *pool* de cobertura pueda hacer frente a la falta de liquidez temporal. Por este motivo, la opción de la ampliación del vencimiento no debe tenerse en cuenta a la hora de calcular la cobertura.
- Se mantendrá la provisión de liquidez de 180 días para principal e intereses.
- La decisión del administrador del *pool* de cobertura de ampliar el vencimiento de un *Pfandbrief* próximo a vencimiento podría alterar el orden de los vencimientos. No obstante, hoy en día el administrador de un *pool* de cobertura ya cuenta con la posibilidad de emitir nuevos *Pfandbriefe* para hacer frente a la falta de liquidez a corto plazo.
- Además, podría recomprar un pequeño volumen de *Pfandbriefe* inscritos cuyo vencimiento esté previsto para más adelante, mientras se cumplen con los compromisos de pago de un amplio volumen de bonos de referencia (*benchmark*) en el momento del vencimiento acordado. Estas medidas también tendrían como consecuencia el cambio del orden de los vencimientos. Sin embargo, adicionalmente el administrador del *pool* de cobertura tendría la opción de aplazar varios *Pfandbriefe* próximos a vencimientos hasta una nueva nueva fecha de pago para evitar revertir el orden de los vencimientos. El punto clave es que el administrador del *pool* de cobertura solamente puede llevar a cabo la ampliación si tiene el convencimiento de que el *Pfandbrief* puede responder plena y puntualmente al pago -a excepción de este aplazamiento limitado-.
- Sería necesario establecer en la Ley *Pfandbrief* los tipos de interés para evitar que los inversores tuvieran que estudiar de forma individual los folletos de cada emisión. En este contexto, la vdp está a favor de fijar un tipo de interés variable aplicable al periodo de prórroga. La disposición en cuestión podría quedar redactada como sigue: "Durante el periodo posterior al vencimiento acordado inicialmente, el tipo de interés será 0,5 puntos porcentuales por encima del tipo de referencia habitualmente utilizado por el sector bancario para periodos de pago de un mes en su respectiva moneda." Si el término "tipo de referencia" ha de ser concretado o definido, o si se elige una redacción alternativa, será objeto de debate.

- El administrador del *pool* de cobertura debe considerar la ampliación del vencimiento como último recurso. Esta opción le permite evitar la apertura de un proceso de quiebra separado cuyo efecto sería acelerar todos los pagos del *Pfandbrief*. Por este motivo, no debe existir la ampliación del vencimiento automática. De hecho, una ampliación del vencimiento solamente debería producirse si el administrador del *pool* de cobertura así lo decidiese. El objetivo es garantizar que el administrador del *pool* de cobertura tiene la flexibilidad suficiente para continuar teniendo capacidad de actuación y para tener liquidez a su disposición ante una eventual situación de estrés.

En sus primeras reacciones públicas al tema, las agencias de rating Fitch y Moody's han extraído conclusiones positivas de las sugerencias realizadas por la vdp. En una nota de prensa, Fitch afirmó que si la ley se reformara adecuadamente, la *Ley Pfandbrief* "sería más fuerte que las disposiciones estándar vigentes en los mercados de *covered bonds*". El comentario de Moody's en su informe sobre tendencias crediticias también fue positivo: "*Una ampliación del vencimiento reduciría el riesgo de impago derivado de una falta de liquidez o de aspectos operativos justo después de la quiebra del emisor y mejoraría la calificación crediticia del Pfandbrief alemán*".