

La Unión de los Mercados de Capitales: una hoja de ruta para los títulos garantizados de Europa.

✎ Carsten Tirsbæk Madsen, Chief Executive Officer, BRFKredit & Chairman, European *Covered bond* Council

El European Covered Bond Council (ECBC) agradece la oportunidad que se le brinda de responder a la consulta pública sobre la Construcción de una Unión de los Mercados de Capitales, lanzada por la Comisión Europea el 18 de febrero de 2015. Apoyamos plenamente el objetivo de reforzar la inversión y la financiación a largo plazo, así como la necesidad de construir un auténtico mercado único de capitales para los 28 Estados miembro. Una única medida no servirá para conseguir la Unión de los Mercados de Capitales, sino que para conseguir este objetivo será necesario un compendio de soluciones. En este contexto, el ECBC también quiere destacar la función extremadamente crucial de la Comisión Europea en la coordinación de las iniciativas del mercado e institucionales, tanto a escala nacional, como europea e internacional. El ECBC, en el contexto de la consulta actual, quiere aportar información práctica sobre el mercado y agradecer a la Comisión Europea su constante compromiso por mantener un diálogo constructivo.

Las propuestas concretas del ECBC en esta área representan una iniciativa del mercado basada en el consenso, que podría reducir significativamente la fragmentación en el mercado con la creación de un **nuevo instrumento de refinanciación paneuropeo**, que esté basado en un enfoque de abajo arriba. Esta iniciativa requeriría una intervención legislativa limitada a escala nacional y podría estar apoyada por la Comisión Europea y otras Instituciones europeas, que actuarían como catalizadores y que podrían aplicarse en un plazo relativamente corto. Lo que es más importante, esta iniciativa respondería a varias de las prioridades para su pronta adopción, prevista en el Libro Verde, en concreto: (i) ampliar la base de inversores para las PYMEs; y (ii) crear una titulización sostenible de elevada calidad.

El presente informe está dividido en dos partes:

- La primera parte representa la respuesta del ECBC al Libro Verde, en la que se destaca una propuesta de utilización de instrumentos de financiación de doble recurso, denominado tentativamente para simplificar **European Secured Notes (ESN)**.
- La segunda parte presenta la base de esta propuesta; es decir el trabajo realizado por el Grupo de Trabajo del ECBC sobre Financiación a Largo Plazo¹;
- En el Anexo 1 se muestra un estudio con información sobre crédito a PYMEs.

La respuesta del ECBC al Libro Verde sobre la Construcción de una Unión del Mercado de Capitales pretende ofrecer la base a la iniciativa de crear un instrumento de financiación a largo plazo europeo de doble recurso, que permitiría ofrecer financiación para clases de activos diferentes a los colaterales tradicionales de los *covered bonds* (es decir, préstamos hipotecarios y activos del sector público). En concreto, la propuesta considera soluciones de financiación a largo plazo para colaterales no tradicionales como las pequeñas y medianas empresas (PYMEs) o préstamos destinados a las obras de infraestructura que podrían financiarse utilizando una de las siguientes opciones:

¹ El ECBC creó un Grupo de Trabajo sobre Financiación a Largo Plazo a finales de 2014. El Grupo está compuesto por 20 expertos provenientes de 11 países con amplia experiencia internacional en las mejores prácticas y técnicas de financiación a largo plazo. El objetivo de este grupo era analizar y realizar un inventario de las iniciativas actuales en materia de soluciones de financiación a largo plazo y para PYMEs en la UE, así como estudiar cualquier posible interés o intención de los legisladores nacionales y europeos por utilizar las técnicas de los *covered bonds* como modelo para instrumentos de doble recurso con nuevas clases de activos de cobertura.

- un instrumento de doble recurso dentro de balance utilizando técnicas de financiación derivadas de las utilizadas para los *covered bonds*; o
- una solución fuera de balance utilizando técnicas de la titulización de elevada calidad también podría ofrecer una distribución del riesgo y menor consumo de capital.

Esta iniciativa, diseñada fuera del entorno tradicional del *covered bond*, pretende establecer los pilares para la creación de una cartera de financiación a largo plazo europea, que combine las técnicas existentes y las buenas prácticas aprendidas durante la crisis, para establecer una herramienta de financiación anti-cíclica para las entidades de crédito y que también sea accesible en escenarios de estrés.

La iniciativa propuesta debe estar basada en la adopción común del mismo conjunto de fundamentos micro y tecnológicos, en concreto en términos de criterios de elegibilidad, definiciones, parámetros de riesgo, revelación de datos y soluciones IT en Europa. Además, esta iniciativa que adopta un enfoque de abajo arriba basado en el consenso del mercado y en las buenas prácticas del mercado, podría aplicarse relativamente rápido en el entorno legislativo actual. Esta aplicación legislativa rápida garantizaría un nivel de reconocimiento regulatorio de un producto de elevada calidad que funciona bajo un marco legislativo y supervisor claro, que sería capaz de propiciar un ciclo virtuoso a escala europea al facilitar a emisores e inversores *due diligence* en términos de análisis crediticio y fijación de precios.

Creemos que en el actual entorno normativo en constante cambio, cada vez es más complejo garantizar la capacidad de conceder crédito en apoyo de la economía real. Mejorar la capacidad de conceder crédito y, al mismo tiempo, garantizar la estabilidad financiera solamente pueden acometerse simultáneamente si se garantiza la coordinación coherente y la alineación de la regulación europea, junto con las recomendaciones internacionales.

Por tanto, el ECBC siente la responsabilidad de contribuir al diseño de la agenda para el crecimiento de Europa y apoya la iniciativa de la Comisión de identificar las trabas regulatorias proponiendo iniciativas del mercado que podrían aportar soluciones de mercado sin la necesidad de una fuerte intervención reguladora.

En este contexto, el ECBC centra sus respuestas y aclaraciones en dos mensajes clave:

- Los *covered bonds* tradicionales han garantizado la estabilidad financiera y el acceso a los mercados de capitales durante la crisis gracias a sus características macroprudenciales precisas. Si, debido al aumento de los factores de riesgo, se relajaran estas características de calidad, se podría perjudicar la importancia sistémica de esta clase de activo.
- A la luz del debate actual sobre el crédito a PYMES y la inversión en infraestructuras y sobre las técnicas y normas relativas a la titulización de elevada calidad, es importante identificar una línea de demarcación entre el ámbito del *covered bond* tradicional y el posible uso de técnicas de doble recurso para otros tipos de activos como colaterales.

A modo de conclusión, en respuesta al llamamiento para recabar ideas y datos sobre el mercado del Comisario Hill a través del Libro Verde sobre la Construcción de una Unión de los Mercados de Capitales, y para desarrollar una mejor regulación a través de iniciativas del mercado susceptibles de apoyar el crecimiento y el crédito a la economía real, en su función como catalizador del mercado, el ECBC sigue estando a disposición de la Comisión Europea para contribuir y apoyar el desarrollo futuro de cualquier iniciativa del mercado. Creemos que el sector privado puede tener una función aún más crucial en la financiación del crecimiento y de la economía real si se le permite tanto asumir riesgos y ponerles precio mediante plataformas de mercado europeas, que ofrezcan la base para realizar un adecuado análisis de mercado transfronterizo.

Puede acceder a la Respuesta del ECBC al Libro Verde sobre la Construcción de una Unión de los Mercados de Capitales de la Comisión Europea (disponible [aquí](#)).

La importancia de las PYMEs en la economía europea²

Las PYMEs en cifras:

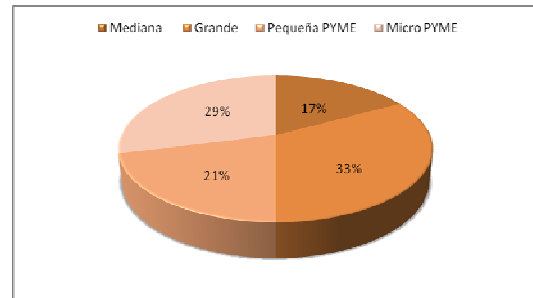
- Emplean a 88,8 millones de personas
- 3,666 billones de EUR de valor añadido (28% del PIB UE)
- 99 de cada 100 negocios de la UE

Las necesidades de las PYMEs son muy diferentes y se enfrentan a diferentes riesgos, es necesario considerar todos ellos a la hora de analizar los retos de financiación para las PYMEs.

Con respecto a la disponibilidad de información relativa a los créditos a las PYMEs, académicos, agencias de *rating*, bancos de inversión y varios *think tanks* han publicado estudios sobre el comportamiento de los valores respaldados por activos (*Asset Backed Securities - ABS*) PYMEs en las diferentes jurisdicciones de la UE, cubriendo un número considerable de años y obteniendo estadísticas valiosas sobre el comportamiento de las carteras PYMEs, incluidos periodos de estrés. Para más información, diríjase al Anexo I de la Respuesta del ECBC al Libro Verde sobre la Unión del Mercado de Capitales.

Gráfico 1 % de trabajadores de PYMEs en la UE

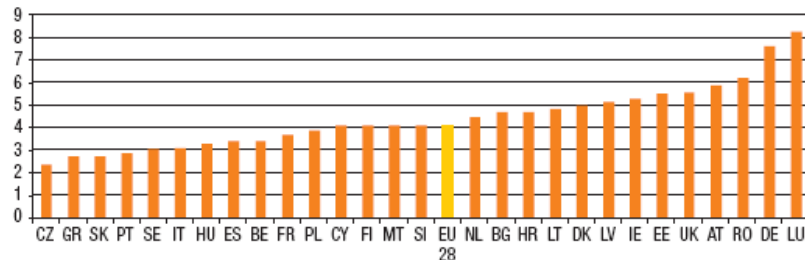
2/3 de los trabajadores de la UE son empleados de PYMEs



Tamaños de las PYMEs: **Micro:** <10 empleados; **Pequeña:** <50 empleados; **Mediana:** <250 empleados.

Fuente: Comisión Europea, EMF - ECBC

Gráfico 2 _Número medio de empleados por PYMEs por países



Fuente: Comisión Europea, EMF - ECBC

² http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2014/annual-report-smes-2014_en.pdf.

Banca & Mercados de Capitales: Una revolución moderna, impulsora del crecimiento y del desarrollo social desde el Renacimiento

Luca Bertalot, Secretary General, EMF-ECBC

Si echamos un vistazo a las páginas amarillentas de los antiguos libros de historia económica del viejo continente, no pasará desapercibida la importancia estratégica que ha tenido el sector bancario en la tradición financiera europea. Este sector siempre ha sido uno de los mayores impulsores de la convergencia de mercados y de la estabilidad de los recursos a largo plazo, necesarios para el crecimiento económico. A cambio, se ha impulsado la innovación financiera y el desarrollo de un sólido sector financiero privado, lo cual ha permitido liberar recursos públicos para destinarlos a fines sociales y de bienestar.

La estabilidad y la amplitud de este canal de financiación han sido tradicionalmente un importante apoyo para el crecimiento económico y social. En concreto, su función ha sido especialmente relevante a la hora de filtrar riesgos y garantizar el acceso a largo plazo a recursos para grandes empresas, PYMEs, familias y ciudadanos. En un contexto financiero muy heterogéneo, la importancia de la función catalizadora del sector bancario puede considerarse como transversal, característica que es común a la mayoría de los países europeos.

Las raíces de la banca moderna pueden encontrarse en la Florencia de Lorenzo “*Il Magnifico*”, de la Familia de los Medici y en la Ciudad Libre de Augsburgo, de la Familia Fugger, que financiaron las actividades comerciales de la época, artistas, infraestructuras, guerras y tecnología en toda Europa durante el siglo XV. Este espíritu innovador hizo que el continente pasara de la Edad Media a uno de los periodos de la historia más efervescentes en términos culturales: el Renacimiento.

De hecho, en Europa, el desarrollo de la industria bancaria europea está intrínsecamente vinculada en términos económicos al crecimiento y a la evolución de la clase media y del sector privado. Además, la evolución de la banca está relacionada, en términos culturales, con el contexto económico algo que a cambio estimuló la era de la ilustración y, en términos políticos, fue prelude del espíritu de la democracia y de las ideas divulgadas por la Revolución Gloriosa, por la Revolución Francesa, la Revolución Industrial, etc.

El salto revolucionario inicial tuvo lugar cuando la República de las Siete Provincias Unidas decidió equipar a su país con la primera forma de banco central de Europa - el Banco de Ámsterdam, “*Amsterdamsche Wisselbank*”. Se trata de uno de los primeros proyectos de banco central, si no el primero. Avalado por la ciudad de Ámsterdam, el banco se fundó en 1609. Esta innovación democrática arrebató a la monarquía absoluta el control de la política monetaria y la gestión de la financiación pública y del comercio por primera vez en la historia. Se permitió una convergencia masiva del mercado y estimuló el desarrollo de un sector bancario fuerte y de un mercado de capitales dinámico. Se puede incluso argumentar que la creación del Banco de Ámsterdam contribuyó al inicio de una edad de oro holandesa, mediante el uso de los recursos del sector privado para la financiación a largo plazo de actividades comerciales e infraestructuras. La República de los Países Bajos dominó el comercio mundial en el siglo XVII, conquistando un amplio imperio colonial y operando la mayor flota mercante del mundo. Durante ese periodo, Holanda era la región más rica y urbana del mundo.

Ilustres seguidores hacían referencia a este ejemplo de éxito de integración de mercado y del concepto de banco central cada vez que surgía una necesidad de unificar e intensificar el crecimiento. Solamente mencionaremos algunos casos: la creación del Banco de Inglaterra en 1694; del Reichbank en 1876; la Banca d'Italia en 1893; el Banco Central Europeo en 1998; y, más recientemente, la creación de la Unión Bancaria en 2014. En la mayoría de estos casos, la creación de un banco central y de un sector bancario fuerte sentó las bases previas para un ciclo expansivo en términos culturales y económicos, como por ejemplo la Revolución Industrial en Europa.

En paralelo a estos acontecimientos, siguiendo el ejemplo holandés de utilizar los recursos del sector privado para la financiación a largo plazo, se empezaron a usar instrumentos como los *covered bonds* para financiar el sector agrícola, el inmobiliario o el naval. En 1769, Federico el Grande introdujo el sistema *Pfandbrief* en Prusia. Un instrumento de refinanciación similar, el *Realkreditobligationer*, fue introducido en Dinamarca en 1797, y en 1852 la *Obligation Foncière* se introdujo en Francia. En todos estos países, estos instrumentos desempeñaron una función vital como herramientas para la gestión de crisis, garantizando la recuperación económica y social en escenarios de crisis.

Consideramos que al comparar el modelo de EEUU con el modelo europeo, como se suele hacer, es importante tener en cuenta que los sectores inmobiliario, agrícola y naval de Estados Unidos se financian mayoritariamente con el apoyo de recursos públicos, es decir con impuestos a los contribuyentes. Por el contrario, como hemos indicado en la introducción, en varios países europeos, el uso tradicional de instrumentos del sector privado y de recursos como los *covered bonds* han liberado históricamente fondos del sector público para otros propósitos como el estado de bienestar, infraestructuras y otros objetivos sociales. Es necesario realizar esa distinción para garantizar que todas las regiones se encuentran en igualdad de condiciones, a la hora de debatir en el seno del Comité de Basilea las reformas futuras de los requisitos de capital y de la aplicación del LCR, del NSFR o de la ratio de apalancamiento.

La función del sector de los servicios financieros sigue siendo un aspecto crítico del panorama político y social de Europa. Comprender los canales de transmisión que existen entre el sector financiero y otros sectores de la economía es de suma importancia a la hora de analizar la estabilidad financiera. Se consideran sistemas financieros fuertes aquellos que no provocan de forma negativa la propagación y amplificación de perturbaciones que afectan al propio sistema, y a aquellos que son capaces de resistir los *shocks* y limitar la interrupción en la asignación de ahorros a oportunidades de inversión rentables.

Hasta ahora, hablando en términos políticos, el sector de los servicios financieros ha sido el chivo expiatorio de la crisis, de la fragmentación del mercado y de la inestabilidad política. En este ambiente político desafiante, las Instituciones de la UE han iniciado una importante reforma del sector financiero con el objetivo de garantizar la estabilidad financiera a largo plazo y el crecimiento económico. Para ello, los reguladores han recorrido un camino difícil y peligroso, y continúan recorriéndolo en busca del equilibrio entre la armonización / convergencia de un lado y del otro, el respeto por las tradiciones de los mercados nacionales, a la vez que al mismo tiempo se tiene cuidado de evitar consecuencias imprevistas y se garantiza la cohesión social.

El ECBC está firmemente convencido de que contar con un sector financiero eficiente y fuerte es fundamental para el crecimiento, así como de que una cierta armonización es esencial para construir un mercado de capitales europeo. Por tanto, continuaremos colaborando con las Instituciones europeas para conseguir una nueva arquitectura de la gobernanza y para preparar con ello el terreno para un nuevo panorama financiero.

Con estas ideas y los debates actuales sobre la Unión de los Mercados de Capitales y "Basilea IV" en mente, consideramos que el principal desafío al que se enfrenta el Comisario Hill es establecer el equilibrio apropiado entre el crédito bancario y el acceso alternativo a los mercados de capitales, así como encontrar el punto óptimo entre crecimiento y estabilidad financiera. Nos gustaría recordar que este debate va de la mano de garantizar la igualdad de condiciones entre las diferentes regiones. En el contexto de las actuales reflexiones en torno a "Basilea IV", las condiciones equitativas para todos debería ser una de las principales prioridades de los negociadores europeos presentes en la mesa del Comité de Basilea. Esperamos que el debate sobre la Unión de los Mercados de Capitales refuerce las capacidades de conceder crédito del sector privado garantizando la aplicación de una normativa coherente, la rentabilidad y la igualdad de oportunidad, sin menoscabo de la importante función que desempeña el sector bancario.

¿Dónde se encuentra el equilibrio óptimo entre el crecimiento, la estabilidad financiera, el crédito bancario y el acceso a los mercados de capitales? Esta es la pregunta clave a la que hay que responder.

La EMF-ECBC está en disposición de convertirse en el foro de debate del mercado y el catalizador en apoyo al desarrollo por parte de las Instituciones europeas de un completo y riguroso compendio de herramientas de financiación a largo plazo para las entidades de crédito europeas.

21ª Reunión del Pleno del ECBC Vídeos destacados y Presentaciones

Tenemos el placer de informar de que están disponibles en nuestro canal de Youtube [EMF-ECBC Channel](#) ocho nuevos vídeos con resúmenes de los debates que se desarrollaron en el seno de la 21ª Reunión plenaria del ECBC, celebrada en Ámsterdam el 26 de marzo de 2015:

- Panel sobre Cambios legales, acción del mercado y próximas innovaciones.
- Panel sobre Armonización & Transparencia en los Mercados de *Covered bonds*.
- Intervención a cargo de Ad Visser, Head of the Financial Markets & Collateral Section, Market Operations Analysis Division, Banco Central Europeo (BCE)
- Panel sobre la Unión del Mercado de Capitales: Implicaciones para los *Covered bonds* y la Titulización.
- Intervención a cargo de Changho Yoon, CEO, Postal Insurance Bureau, Korea Post.
- Panel sobre Financiación a largo plazo de la economía real
- Panel sobre Búsqueda de soluciones ecológicas: ¿Se mantienen los *covered bonds*?
- Conclusiones a cargo de Luca Bertalot, Secretario General de la EMF-ECBC

Además de estos vídeos, las **dos presentaciones principales** que tuvieron lugar en el evento (ver más adelante) también estarán disponibles en breve [en la página del ECBC](#)

- **La normativa sobre *covered bonds* en 2015 - Wolf Zwartkruis, Ministro Holandés de Finanzas**
- **La ampliación del programa de activos del BCE - Ad Visser, Banco Central Europeo (BCE)**

La FHE (EMF-ECBC) sirve de Plataforma para el Diálogo sobre los temas clave que afectan al crédito hipotecario y a los *covered bonds*.

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

Justo cuando las cosas comienzan a calmarse en el ámbito de Basilea respecto de los requisitos de Basilea III y cuando las Instituciones europeas están trabajando a través de las trasposiciones del marco a la legislación europea, el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria acaba de comenzar a esbozar más cambios relevantes en la normativa bancaria global, centrándose en esta ocasión en los requisitos de capital. La relevancia de estas reformas es tal, que colectivamente ya se las denomina "Basilea IV". Es posible que las reformas de "Basilea IV" no entren en vigor hasta pasado un tiempo, pero la experiencia ha demostrado que nunca es demasiado pronto para comenzar a prepararse a escala de la UE para lo que con certeza traerá cambios fundamentales en relación con el riesgo operacional, el riesgo de mercado, el riesgo crediticio y las grandes exposiciones.

Las próximas reformas contenidas en "Basilea IV" fue uno de los principales temas a debate en la Mesa Redonda de la EMF - ECBC sobre asuntos prudenciales que afectan al crédito hipotecario y a los *covered bonds*, celebrada el 12 de mayo de 2015. Bajo el título "**Liquidez, Apalancamiento & Requisitos de Capital: Encontrar el equilibrio entre estabilidad y crecimiento**", el evento arrancó con una inauguración memorable a cargo de Kai Spitzer, Subdirector de la Unidad de Regulación y Supervisión Bancaria de la DG FISMA's (Comisión Europea) en la que ofreció una visión general sobre cuál es la posición de la Comisión en relación con estos asuntos.

Traducción al español: Asociación Hipotecaria Española

Mientras el foco en el ámbito de Basilea ya puede estar dirigiéndose a "Basilea IV", en la UE los legisladores continúan deliberando la calibración de la ratio de apalancamiento de Basilea III y la trasposición de sus requisitos de liquidez. Los dos primeros paneles de la mesa redonda se dedicaron por tanto a debatir cuál sería la forma óptima de alcanzar la diferenciación en la ratio de apalancamiento, -algo en lo que el Comisario Lord Hill ha insistido- y, de la parte de la liquidez, sobre el recientemente adoptado requisito de cobertura de la liquidez (LCR, en sus siglas en inglés) y sobre los requisitos del Coeficiente de Financiación Estable Neta (NSFR, en sus siglas en inglés), que está todavía por determinar. Junto con los representantes del sector hipotecario, Wolfgang Kälberer y Alain Carron, y los representantes del sector de los *covered bonds*, Frank Will y Mattias Persson, la EMF-ECBC tuvo el honor de contar con la participación en este panel de Gerbert van der Kamp de la Autoridad Bancaria Europea (EBA), Mike Thom de la DG FISMA y Paulina Przewoska de Finance Watch. El tercer y último panel reunió al representante del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria, Frank Pierschel, a los representantes del sector hipotecario Kim Laustsen y Jon Saunders y a Tanguy van de Werve, representante de los consumidores. En este panel se debatió sobre dos elementos clave de Basilea IV, los planes del Comité de Basilea de Supervisión Bancaria de revisar el enfoque estandarizado para el riesgo crediticio y para el diseño del marco de los límites mínimos de capital (*capital floors*).

Como en anteriores mesas redondas sobre valoración inmobiliaria y aspectos relevantes relativos a la actividad hipotecaria minorista, este evento constituyó una plataforma valiosa para el intercambio directo de opiniones entre el sector, consumidores, legisladores y reguladores y resultó extremadamente ilustrativo. Las conclusiones del encuentro contribuirán a que la EMF ECBC precise sus actividades en las próximas semanas y meses, y que su aportación al diseño de estos requisitos en el ámbito de la UE se hagan de la forma más eficaz.

¡Manténgase al tanto de las mesas redondas que organizaremos a finales de año!

Reunión anual con el Banco Central Europeo

👉 Lorenzo Isgro, Economic Adviser, EMF-ECBC

Continuando la tradición desde 2003, la EMF - ECBC mantuvo la reunión anual con el Banco Central Europeo (BCE), en Fráncfort el 6 de mayo de 2015. Por primera vez desde que el BCE cambiara su sede a la zona Ostend de Fráncfort, representantes del BCE recibieron a una delegación de la EMF ECBC para que participaran en un debate sobre asuntos de interés común. La Federación estuvo representada por los presidentes de varios comités y grupos de trabajos y por la Secretaría. Por su parte, el BCE contó con representantes de las Direcciones generales de Operaciones de Mercado, Estadísticas y Economía. Partiendo del debate tradicional, centrado exclusivamente en las estadísticas sobre el mercado hipotecario e inmobiliario, la reunión de este año abordó, además, una serie de asuntos políticos notables. El BCE mostró gran interés por conocer los puntos de vista del Sector sobre asuntos regulatorios importantes y dio su opinión sobre algunas cuestiones planteadas por la EMF - ECBC.

La reunión se centró en diversos expedientes regulatorios, especialmente en aquellos relacionados con el CRR/ CRDIV (Reglamento sobre Requisitos de Capital y paquete Directiva) y el Comité de Basilea. Más concretamente, la EMF presentó su recientemente publicado informe sobre la Ratio de Apalancamiento, y planteó los aspectos que preocupan al Sector en relación con las propuestas actuales. De forma similar, con respecto a las consultas del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) sobre la revisión del Enfoque Estandarizado para el Riesgo Crediticio y los requisitos mínimos de Capital, la EMF ofreció un resumen de sus documentos de posición y planteó al BCE una discusión de naturaleza técnica sobre los asuntos mencionados. Por parte del BCE, se presentó la respuesta a la Unión del Mercado de Capitales, proponiendo nuevas herramientas, basadas en las técnicas del *covered bond* (European Secured Note) para financiar el crédito a PYMEs, la cual podría convertirse en un conjunto de herramientas complementaria de utilidad para que los bancos financien la economía real en Europa. Además, en la línea de la política monetaria actual, el debate se trasladó al Programa de Compra de *Covered Bonds* 3 (CBPP3, en sus siglas en inglés) y su aplicación a un marco ampliado del Programa Ampliado de Compra de Activos (EAPP, en sus siglas en inglés), que incluye un completo programa de Expansión Cuantitativa (o Quantitative Easing, QE, en inglés). El BCE confirmó su intención de mantener un ritmo constante de compras bajo los distintos programas. La EMF ECBC destacó el impacto en el mercado hasta ahora de las compras y señaló algunas preocupaciones relativas a la exclusión y la restricción de los márgenes del crédito.

Traducción al español: Asociación Hipotecaria Española

Además, el BCE acogió la iniciativa del Grupo del ECBC sobre Transparencia de armonizar el mercado europeo de *covered bonds* a través de la homogeneización de las normas de información para los emisores. De forma similar, la iniciativa del Covered Bond Label fue aplaudida por el BCE por ser una fuente útil de información tanto para reguladores como para inversores. El diálogo constructivo e informativo fue, sin duda, enriquecedor para ambas partes, que están planeando permanecer en constante contacto y cooperar de cara al futuro, así como continuar manteniendo sus ya tradicionales reuniones anuales.

Seminario de Abecip analiza la regulación de los Covered Bonds en Brasil

➤ Marcos Garcia de Oliveira, Periodista

EN BRASIL SE ESTÁ GESTANDO UN MERCADO DE COVERED BONDS PROMETEDOR

Los desafíos y oportunidades que presentan los títulos con garantía inmobiliaria (*Letras Imobiliárias Garantidas*, o LIGs, en sus siglas en portugués), un instrumento financiero creado recientemente por el gobierno brasileño, han sido objeto de análisis en el 5º *Abecip Seminar – LIG, Ha llegado el momento de los Covered bonds en Brasil*. El evento, que tuvo lugar el 20 de mayo de 2015, atrajo hasta São Paulo a más de 220 participantes relacionados con el mercado de la financiación inmobiliaria en Brasil. Además el seminario despertó un gran interés entre los asistentes, lo que hizo que se produjeran fructíferos debates entre ponentes y moderadores. Con el apoyo del European Covered Bond Council (ECBC), al evento asistieron representantes de todos los sectores interesados en el proceso de regular estos nuevos títulos, algo que debe ocurrir a lo largo de 2015, a iniciativa del Consejo Monetario Nacional de Brasil - un organismo compuesto por los Ministerios de Finanzas y Planificación y el Presidente del Banco Central, cuyas responsabilidades incluyen formular la política monetaria y crediticia de Brasil-.

El Presidente de la Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança - (ABECIP), Octavio de Lazari Jr., inauguró el acto recordando que las turbulencias que afectan al sector actualmente constituyen una oportunidad, así como un estímulo para todos los involucrados en la tarea de crear una base sólida para los LIGs, títulos que pueden replicar en Brasil el éxito que los *covered bonds* han cosechado en Europa. *“Los LIGs están estrechamente relacionados con las políticas económicas previsibles en los próximos años”*, argumentó Lazari. Para él, las reformas económicas que está aplicando el gobierno brasileño deben generar resultados más positivos de lo que cabe esperar, *“y el mercado inmobiliario está en el núcleo de este proceso”*.

El principal ponente del evento fue el Secretario General del ECBC, Luca Bertalot, para quien la experiencia global demuestra que los *covered bonds* no solo son un instrumento que puede utilizarse en épocas de bonanza económica, sino especialmente en épocas de crisis. *“Se trata de una herramienta para gestionar crisis, tal como ocurrió en los noventa, cuando contribuyó a financiar la reconstrucción de Alemania tras la reunificación”*, destacó. Con la ayuda de un gráfico, Bertalot demostró que cuando aumenta la volatilidad financiera, también crecen los *covered bonds*. *“Su función positiva en las crisis puede constatarse a lo largo de los últimos 80 años”*, declaró.

Bertalot hizo hincapié en la suerte que tiene Brasil por poder apoyarse en la experiencia de otros países que ya han adoptado el modelo de *covered bond*, aunque tendrán que adaptarlo de forma consistente con la realidad económica. *“Cada mercado tiene sus características, las cuales es necesario respetar, pero no debemos perder de vista la necesidad de que los títulos resulten atractivos a los inversores extranjeros”*, explicó Bertalot, recordó por ejemplo la necesidad de adoptar el mismo nivel de transparencia que existe en los mercados desarrollados.

CAMPAÑA EDUCATIVA

El Secretario General del ECBC argumentó que Brasil debe emprender una campaña internacional para dar a conocer los LIGs a los inversores. *“Este es un largo proceso, pero es esencial para los títulos; es necesario que las autoridades brasileñas vayan a Europa y a Asia con información sobre el mercado inmobiliario del país y sobre los nuevos títulos”*, explicó.

La propuesta fue apoyada por el Subsecretario de Regulación e Infraestructura del Ministerio de Finanzas, Pablo Fonseca, quien dio una charla en el seminario sobre la creación del LIG, en la que tuvo una función muy activa. Para Fonseca, la participación de

Traducción al español: Asociación Hipotecaria Española

inversores extranjeros en el mercado brasileño sigue siendo muy incipiente, y es importante un compromiso para atraerles. *"Nuestro mercado es muy sólido, pero sigue careciendo de una mejor comprensión de nuestra realidad"*, declaró.

Las sesiones de apertura también contaron con las intervenciones de Ilan Golfajn, Chief Economist and Partner de Banco Itaú-Unibanco y Cláudio Bernardes, President de Housing Sector Union (Secovi-SP), el mayor representante del sector de la construcción y la promoción en Brasil. Bernardes mostró su apoyo a la creación de los *covered bonds* brasileños, independientemente de que su amplia aplicación dependa de los tipos de interés, que en la actualidad se encuentran en niveles altos.

Durante el seminario, se desarrollaron otros cinco paneles para debatir los distintos aspectos que deben tenerse en cuenta en el proceso regulatorio de los nuevos títulos inmobiliarios. En uno de estos paneles, relativos a los aspectos jurídicos de los LIGs, moderado por el experto jurista Prof. Melhim Chalhoub, uno de los puntos destacados fue la necesidad de regulaciones que definan claramente el papel del comisario responsable de la cartera de activos subyacentes que garantizan los títulos. Tal y como explicó Sérgio Dias, abogado de Banco Itaú BBA, según la ley brasileña, el comisario es responsable de controlar los activos, además de gestionar la cartera en caso de quiebra de la entidad financiera. *"Para regular esta función, el CMN debe tener en cuenta la naturaleza de la legislación brasileña, que aumenta los costes de los fideicomisos"*, aclaró.

Otro asunto sometido a debate fue el control de las garantías, en el cual se recordó que los LIGs surgen para complementar las fuentes de financiación del mercado inmobiliario, y que es necesario encontrar el equilibrio entre la cautela y la fortaleza y transparencia de los títulos y los costes, para poder garantizar su éxito.

Carlos Ratto Pereira, Executive Commercial & Products Director de Cetip (la empresa de liquidación y custodia de valores de renta fija privada), reseñó la importancia de que la regulación de los LIGs dejen bien clara la función del depositario de los activos que sirven como colateral de los LIGs.

PUNTO DE VISTA DE EMISORES E INVERSORES

En el cuarto panel del seminario se presentó cuál es la posición de los emisores ante los nuevos títulos. Paulo Eduardo Waack, Director de Tesorería de Banco Bradesco consideró que los LIGs son fundamentales para el mercado inmobiliario. No obstante, advirtió, por sí solos no pueden constituir un motor o una solución para los problemas de financiación de un segmento que ha sufrido las retiradas de fondos de las cuentas de ahorros. *"Soy optimista respecto de los LIGs, como una oportunidad de obtener financiación a largo plazo más barata"*.

En su opinión, se producirá el crecimiento del crédito inmobiliario una vez que la confianza vuelva a la economía brasileña a una tasa capaz de estimular la demanda de compra de viviendas. *"La recuperación de la confianza será el motor de crédito inmobiliario. Este es el horizonte. Necesitamos financiación barata y estable para sustentar el crecimiento del crédito inmobiliario"*, añadió Waack.

Sérgio Lima, director de financiación inmobiliaria de Banco Itaú BBA, explicó que la transparencia y la estructura de los LIGs contribuyen a reducir los costes de refinanciación de este instrumento. Añadió, no obstante, que la inflación y la curva de tipo de interés tendrán que reducirse si se busca la competitividad en Brasil.

Boudewijn Dierick, Head of Flow ABS & Covered bond Structuring de BNP Paribas, destacó la importancia de la transparencia de las carteras de cobertura en la regulación de los LIGs y del equilibrio entre las peculiaridades de los mercados locales y la necesidad de incorporar en la medida de lo posible las buenas prácticas observadas en el mercado europeo de *covered bonds*.

El punto de vista del inversor dominó el quinto panel del seminario: la conclusión fue que el desarrollo de los LIGs es el camino adecuado, pero el éxito de este nuevo instrumento dependerá de los precios definidos, riesgos y plazos de vencimiento. Como explicó el antiguo Director del Banco Central, Luis Fernando Figueiredo, en la actualidad CEO de Mauá Sekular Investments: *"en la actualidad los incentivos para los instrumentos a corto y a largo plazo no están alineados. Es necesaria una reforma de la fiscalidad, de modo que los títulos a largo plazo puedan prosperar."*

Gueitiro Genso, Presidente de Previ, el fondo de pensión de Banco do Brasil, y el mayor de Brasil, destacó la importancia de crear LIGs para las entidades de pensiones privadas que necesitan comprar y mantener títulos. *"Se trata de un instrumento apropiado para los inversores en productos a largo plazo"*, declaró Genso.

REGULADORES

En el sexto y último de los paneles del seminario, Júlio Carneiro, del departamento de regulación del Banco Central de Brasil, describió los aspectos legislativos de la creación del LIG que deben ser objeto de análisis en el proceso reglamentario, destacando que varios asuntos son fundamentales para el éxito de la iniciativa. *"Sin ellos, los inversores no se inclinarían hacia la adquisición de títulos"*.

Luciana Pires Dias, directora de la Comisión Brasileña de Valores, el regulador nacional de los mercados de capitales, dijo que la creación del LIG sigue el proceso que se ha convertido en algo habitual en el mercado brasileño, que es el desarrollo de títulos similares, cada uno de ellos con sus propias características, lo que requiere regulaciones extensivas. También recordó al público que *"el mercado nacional (de títulos inmobiliarios) se ha quintuplicado en los últimos años. Por su parte, el mercado secundario se ha multiplicado por más de diez veces en los últimos cinco años"*.

El 5º Seminario Abecip ha contado con el patrocinio de CETIP, la entidad de compensación y liquidación de renta fija privada, Banco do Brasil, Bradesco, Caixa Econômica Federal, Itaú y Santander Brazilian Securities, Brookfield & Fitch Ratings; BNB Paribas, Certificadora de Créditos Imobiliários, HSBC, Pinheiro Neto Advogados, PoupeX, Standard&Poors Ratings Services, además de haber contado con el apoyo de ABBC, Anbima, Febraban, Ibrafi, Lares y Secovi-SP.