

**COMUNICACIÓN 6/2014 DE LA FEDERACIÓN HIPOTECARIA EUROPEA****Junio 2014****Servicios Financieros y la economía real: ¿el comienzo de una nueva era?**

Luca Bertalot  
Secretary General  
EMF-ECBC

Después de años de crisis, está a punto de finalizar el ciclo de reformas que han rediseñado el panorama financiero del viejo continente y de implementarse a través del Reglamento sobre Requisitos de Capital/Directiva sobre requisitos de capital (CRR / CRD IV, por sus siglas en inglés). Estas disposiciones se basan en los tres pilares de Basilea II: el capital regulatorio, la revisión supervisora y la divulgación al mercado, e integra los tres principios fundamentales de Basilea III: el capital, la liquidez y la ratio de apalancamiento.

La crisis dejó claro que una realidad altamente interconectada e integrada, como es la eurozona, y una auténtica Unión Económica y Monetaria requiere un marco institucional más fuerte, como una Unión Bancaria. En los albores de un nuevo ciclo, soplan vientos de cambio en Europa que traen consigo un llamamiento al crecimiento y a la recuperación de la economía real, cuestiones prioritarias en la agenda política de los gobiernos nacionales y de las Instituciones europeas. El reto de conducir Europa y garantizar el crecimiento y la estabilidad financiera en un nuevo ciclo será la tarea más decisiva para el nuevo Parlamento Europeo y la nueva Comisión. El 1 de julio de 2014, la Presidencia italiana del Consejo tomará el relevo de la Presidencia griega y tenderá un puente entre la Comisión saliente y la entrante. La Presidencia comenzará su mandato en medio de una gran incertidumbre política e institucional, tras las elecciones al Parlamento Europeo, y durante el proceso de nombramiento de los nuevos miembros de la Comisión. Por otra parte, la Presidencia dispondrá de poco tiempo para avanzar en los asuntos, entre otras razones, porque el Parlamento Europeo no se pondrá en funcionamiento hasta otoño. No obstante, parece que los italianos ya han iniciado sus deberes para poder avanzar lo máximo posible una vez que se hayan constituido las Instituciones. Algunos expedientes financieros clave están pendientes, como el acto delegado sobre la ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés). Otros deben iniciarse en los próximos meses. Este último es el caso del debate sobre la financiación a largo plazo. Ambos tienen grandes implicaciones para los servicios financieros y, lo que es más importante, para la recuperación de la economía real y la vida de los ciudadanos de la UE. Entre las prioridades de la Presidencia también se encuentran: el Impuesto sobre las Transacciones Financieras; la Propuesta sobre *Benchmarks*; la Estructura Bancaria/Operaciones de Financiación de Valores; Fondos del Mercado Monetario y la revisión de la legislación en materia de protección de datos de la UE.

En la Federación Hipotecaria Europea y el Consejo Europeo de Bonos Garantizados (EMF-ECBC, por sus siglas en inglés) estamos plenamente convencidos de que contar con un mercado hipotecario y un sector financiero eficientes es clave para garantizar el crecimiento y la estabilidad financiera, y que un mayor nivel de armonización es fundamental para la construcción de un mercado de capitales europeo. Por ello, expresamos nuestro reconocimiento a la labor realizada por las Instituciones de la UE hasta la fecha para establecer las bases de un nuevo panorama financiero, diseñar su gobernanza y establecer una hoja de ruta clara para la creación de un auténtico mercado de capitales europeo.

Estos elementos son los más importantes en la actualidad, en un entorno de bajo riesgo de inflación y expectativas inflacionistas, y con un posible crecimiento negativo de precios en algunos países. Estamos viendo cómo la mayoría de los bancos centrales están extendiendo sus políticas monetarias al límite, navegando a menudo en aguas desconocidas en el intento de restaurar los deteriorados mecanismos de transmisión que deberían permitir que sus políticas apoyen el correcto funcionamiento de la economía real. A este respecto, a la

hora de evaluar la estabilidad financiera también es muy importante conocer los canales de transmisión entre los sectores financieros y la economía real, los cuales han de permitir que las políticas sostengan el correcto funcionamiento de la economía. En términos generales, los sistemas financieros sólidos deben mostrar estas características: no deben inducir a la propagación y amplificación de elementos que afecten al propio sistema financiero y deben ser capaces de soportar y limitar las perturbaciones en la asignación del ahorro a las oportunidades de inversión rentables.

La estabilidad económica y financiera también se apoya en mercados inmobiliarios estables y fiables (y así se ha visto durante la crisis). En este sentido, los mercados hipotecarios y de vivienda en Europa han comenzado a remontar, tras un largo periodo de letargo. Lo peor de la crisis parece haber pasado y las medidas institucionales destinadas a apoyar a la economía real han tenido algunos impactos positivos en la evolución inmobiliaria. La nueva contratación hipotecaria continúa fuerte con respecto a trimestres anteriores. Sin embargo, hay un aspecto importante que es necesario destacar en relación con el mercado hipotecario e inmobiliario de la UE: sigue siendo muy heterogéneo, con algunas jurisdicciones en las que se continúa dándose una actividad moderada y precios a la baja. El nivel de segmentación del mercado sigue siendo muy elevado, en parte debido a la naturaleza intrínsecamente “local” y a la inexistencia de una dinámica transfronteriza del inmobiliario.

Recurrir a un préstamo es necesario para adquirir una vivienda y, de forma más general, para reactivar la economía. Considerando el tamaño de la inversión, la devolución del crédito puede prolongarse durante periodos muy largos de tiempo para que ésta pueda compatibilizarse con la capacidad de ahorro del prestatario. Por tanto, los bancos requieren herramientas de financiación a largo plazo para evitar la falta de correspondencia entre activos y pasivos. En este sentido, los *covered bonds* se suelen diseñar para la refinanciación de préstamos hipotecarios. En este contexto, y teniendo en cuenta la aversión al riesgo, ahora más que nunca, los inversores necesitan una mayor seguridad a la hora de realizar inversiones a largo plazo.

Los *covered bonds* son un componente clave de los mercados de capitales europeos, con la clase de activos desempeñando una función importante como instrumento fiable de refinanciación a largo plazo, que contribuye a la colocación eficiente de capital y, en última instancia, al desarrollo económico y a la prosperidad. Durante dos siglos y medio, a lo largo de muchas crisis, los *covered bonds* han desempeñado una función cada vez más importante como instrumento de gestión de crisis en la financiación de bienes inmuebles, activos del sector público y barcos. Este instrumento que permanece dentro del balance, basado en legislación y supervisión específicas, ofrece al mercado una herramienta de refinanciación a largo plazo, que es eficiente en términos de rentabilidad para emisor e inversor; una herramienta a largo plazo estable y segura, que contribuye a la creación de un mercado inmobiliario eficiente y a la estabilidad financiera. Estamos viendo cómo nuevos emisores participan en el mercado y se están estableciendo nuevos marcos legales para los *covered bonds* en varios países de todo el mundo.

El marco regulador para los bancos y los inversores queda sujeto a la incertidumbre en términos de capital y los requisitos de liquidez, que afectan a su disposición para participar en el mercado. Con esto en mente, se han desarrollado importantes iniciativas regulatorias y de mercado, tales como el Covered Bond Label, para abordar las deficiencias resaltadas durante la crisis y para mejorar la confianza de los inversores, la transparencia del mercado y la *due diligence*.

Con el ejercicio regulatorio y político para rediseñar la infraestructura de los mercados europeos y facilitar crecimiento aún en curso, a la FHE-ECBC le gustaría destacar la importancia de proporcionar un conjunto completo y complementario de soluciones de refinanciación para el sector financiero, tanto con herramientas fuera del balance (titulizaciones de alta calidad), como con herramientas dentro de balance (*covered bonds*), que han demostrado su particular resistencia durante la crisis y su capacidad para continuar ofreciendo acceso a la financiación en escenarios de estrés. La FHE-ECBC está más que nunca dispuesta a actuar como un catalizador del mercado, proporcionando una plataforma para el intercambio y la promoción de las buenas prácticas entre los participantes del mercado, tanto del lado de la originación como de la refinanciación, y cotejar y transmitir información sobre la financiación a largo plazo. De hecho la FHE-ECBC se ha convertido en la última década en un centro de conocimiento e información sobre la originación hipotecaria, la valoración de inmuebles y las técnicas de refinanciación, y ha recopilado datos provenientes de más de 120 miembros de más de 30 países, los cuales representan a toda la cadena de valor.

Celebramos el diálogo constructivo forjado durante este tiempo y esperamos poder continuar contribuyendo al crecimiento, garantizando el acceso a la financiación a largo plazo y a la estabilidad financiera.

## **Jornada Conjunta de las ESAs sobre Protección al Consumidor**

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

El 4 de junio, las Autoridades Europeas de Supervisión o European Supervisory Authorities -en adelante ESAs-, es decir, la Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ)- celebraron en Londres una Jornada Conjunta sobre la Protección al Consumidor. Andrea Enria, Presidente de la EBA fue el encargado inaugurar la jornada. A continuación, el evento se estructuró en torno a tres mesas redondas sobre: (i) supervisión y gobernanza de producto; (ii) el comportamiento de la economía y las finanzas; e (iii) innovación financiera y la venta cruzada.

El primer panel sobre **supervisión de productos y la gobernanza** reunió a los presidentes de las ESAs y se centró en los principios conjuntos de las ESAs en esta área. Durante el debate, los participantes destacaron la importancia del diseño del producto, en primera instancia, para asegurar que los productos adecuados sean los que lleguen al mercado y, posteriormente, la gestión durante la vida del producto, para garantizar la continuidad y resistencia de la relación entre consumidor y proveedor. Hubo un consenso general en cuanto a que no es aconsejable que las autoridades nacionales competentes sean quienes aprueben los productos, ya que se produciría un traspaso de responsabilidad del proveedor a la autoridad nacional competente. No obstante, se apuntó que si los principios actuales de la ESA son ineficientes, esta podría ser una forma de avanzar –el acento se puso en los proveedores, que deben obtener resultados tangibles a este respecto y no directrices internas. Los participantes aclararon que aunque la fijación del precio es vital para el comportamiento de un producto y tiene un impacto directo sobre los “resultados justos”, la intención no es abordar el precio a través de principios, sino garantizar que los costes asociados a un producto reflejen los beneficios tangibles. En este contexto, se destacó que normalmente los problemas con los productos están relacionados con costes injustificados y, por tanto, las autoridades competentes nacionales deberían analizar estos costes y determinar si son o no válidos.

El panel sobre **finanzas y economía conductual** se centró en cómo un mejor conocimiento del comportamiento del consumidor puede redundar en una mejor legislación, y en acercar lo que los reguladores consideran que es el comportamiento de los consumidores y la realidad. El participante de la Oficina del Gabinete de Reino Unido explicó que su equipo dedicado a investigar la visión del consumidor sigue el siguiente esquema: (i) identifica qué es lo que están tratando de lograr (qué comportamientos están tratando de influir); (ii) trata de comprender el contexto (¿qué se siente como usuarios de un servicio? ¿qué se siente como el proveedor de un servicio?); (iii) conclusiones basadas en gran medida en la literatura financiera; y (iv) pruebas y ensayos sobre nuevas intervenciones. Los panelistas se mostraron de acuerdo con que, en general, los consumidores no toman adecuadamente decisiones sobre servicios financieros, básicamente porque tienden a subestimar los riesgos y no están preparados para hacer sacrificios a corto plazo para obtener beneficios a largo plazo. Con esto en mente, los representantes debatieron sobre cómo ayudar a que los consumidores obtengan mejores resultados financieros – en términos de información al consumidor, complejidad de productos, etc.

Verena Ross, Directora Ejecutiva de ESMA, ofreció información sobre la **venta cruzada** antes de considerar los beneficios y los posibles perjuicios para los consumidores, y a continuación detalló los planes de la ESA en esta área. En términos de las acciones de las ESAs, cada vez la UE está prestando más atención a la venta cruzada (MIFID II; MCD, IMD2, etc. y, en algunos casos, como en la MIFID II, se otorga a las ESAs un mandato explícito de desarrollar una legislación en esta área. Aparte, las ESAs están planeando construir a partir de los principios existentes crear un enfoque coherente para la gestión del producto financiero en esta área, lo cual incluye una lista negra de prácticas. Para ello, publicarán una serie de orientaciones relativas a la información, la valoración de la idoneidad según el perfil del consumidor, y diseños y necesidades. Habrá una consulta en otoño.

El último panel abordó la innovación financiera y, concretamente, el equilibrio entre extraer beneficios de la innovación a la vez que se protege a los consumidores y al sistema financiero de potenciales riesgos. Durante el curso del debate, los participantes también consideraron la intervención regulatoria en relación con los productos y los mercados. El representante de los consumidores hizo referencia a la importancia de un asesoramiento financiero independiente, en concreto, y llamó la atención sobre determinados tipos de productos, como el seguro de protección de pagos.

El evento fue clausurado por Carlos Montalvo Rebuelta, Director Ejecutivo de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ), quien hizo un resumen de los principales asuntos debatidos a lo largo de la jornada y mencionó que la próxima Jornada Conjunta sobre Protección del Consumidor tendrá lugar en Frankfurt, el 3 de junio de 2015.

## Decisiones del BCE en junio de 2014

Lorenzo Isgrò  
Economic Adviser  
EMF-ECBC

El 5 de junio de 2014, el Banco Central Europeo (BCE) anunció una serie de medidas, tanto "estándar" como "no estándar", con el fin de dar un nuevo estímulo a la economía de la zona euro y con el objetivo de cumplir con su mandato en términos de estabilidad de precios y de una inflación por debajo del 2%. Estas medidas están dirigidas principalmente a la restauración del mecanismo de transmisión de la política monetaria y a permitir así que las decisiones políticas puedan llegar y afectar positivamente a la economía real, en concreto a través del crédito. Esta vez, el BCE se centró en los préstamos a las sociedades no financieras mediante la introducción, entre otras medidas, de algunos incentivos para que los bancos presten específicamente a este sector. Se espera que las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE tengan un impacto importante en el sistema bancario de la eurozona, y también con algún posible impacto en los mercados hipotecarios y de *covered bonds*. Los principales cambios introducidos son los siguientes:

**Recorte de tipos de interés:** el tipo de las principales operaciones de refinanciación (MRO) se redujo a 0,15%, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se redujo a 0,40% y el tipo de depósitos a -0,10%. En consecuencia, por primera vez, el BCE penalizará a los bancos que mantengan su exceso de liquidez en el Banco Central, para animarles a prestar o invertir su efectivo adicional en la economía real.

**Introducción de un programa de compra simple de títulos respaldados por activos:** el BCE considerará la adquisición de "bonos de titulización de activos simples y transparentes con activos de garantía consistentes en derechos frente al sector privado no financiero de la zona del euro".

**Introducción de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operations, TLTRO*):** Se trataría de operaciones repo con un vencimiento máximo de cuatro años (el vencimiento más largo para una repo del BCE), que solo estará disponible para bancos que concedan préstamos al sector privado no financiero (se excluyen préstamos a hogares para la adquisición de vivienda –aunque se incluirán los préstamos para la compra de vivienda con fines comerciales). Estos bancos tendrán asignado un límite máximo de préstamo del 7% del importe total de sus préstamos al sector privado no financiero de la zona del euro para las dos primeras TLTRO, a un tipo ventajosamente bajo de 10pbs por encima del tipo aplicable a las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema. Las siguientes TLTRO (por ahora se esperan ocho) tendrán en cuenta el papel de dichas operaciones para facilitar nuevos flujos de crédito para la economía. Esto implica que el BCE calculará un *benchmark* específico para cada entidad, basándose en las nuevas operaciones de crédito de los últimos 12 meses hasta abril de 2014. Los bancos podrán conceder préstamos hasta tres veces la cantidad en la que se supere este *benchmark* en los siguientes años (a partir de la tercera TLTRO). Si no alcanzan este punto de referencia durante dos años consecutivos, se verán obligados a devolver sus dos primeros TLTROs en septiembre de 2016.

El tipo fijo de cobertura total se mantendrá fijo en el futuro próximo.

Queda suspendida la neutralización del Programa para Mercado de Valores para aumentar la liquidez.

En general, estas medidas están encaminadas a fomentar que los bancos presten a la economía real y a aumentar el nivel de liquidez disponible, animando a los bancos para que pongan en circulación la liquidez existente, entre otras medidas. Las dos primeras rondas de TLTROs podrían suponer un máximo de €400 mil millones de liquidez (dado el nivel actual de préstamos vivos al sector privado no financiero en los balances de los bancos de la zona del euro), y se espera que una gran parte sea aprovechada. Es probable que en los países periféricos con una mayor dependencia de las TLTROs (a tres años) –especialmente España e Italia– tenga una mayor acogida la medida. Para poner esto en perspectiva, el recurso a las dos TLTRO a tres años fue de poco más de €1.000 millones de euros.

La TLTRO tendrá una duración máxima de cuatro años (que disminuirá efectivamente con cada emisión posterior). Esto significa que la financiación con un vencimiento más corto puede ser reemplazada por liquidez del banco central. A este respecto, los *covered bond*, que normalmente ofrecen financiación a más largo plazo, no deberían quedar desplazados sustancialmente, aunque puede haber un ligero movimiento hacia arriba en la curva de rendimiento. Además, no se incluirán en el programa de TLTRO los préstamos para adquisición de vivienda a hogares, lo que significa que esta clase de activos seguirá necesitando financiación a través de *covered bonds*, aunque por supuesto, pueden utilizarse los TLTRO para financiar otras clases de activos, lo que liberaría algunos fondos que luego podrían ser utilizados para refinanciar hipotecas. Sin embargo, de nuevo habría probablemente un problema de desfase de vencimientos. Podría observarse algún impacto en países con una elevada proporción de hipotecas comerciales, las cuales podrían refinanciarse directamente a través de TLTRO, aunque de nuevo, con el límite al vencimiento que esto implica. Por último, cabe destacar que solamente podrán acceder a la TLTRO los países de la zona euro, lo que implica que los miembros de la UE no pertenecientes a la eurozona seguirán necesitando financiar los préstamos hipotecarios a través de *covered bonds*.

En cuanto al programa de compra simple de títulos respaldados por activos, probablemente éste no tenga un gran efecto sobre los *covered bonds*, ya que en gran medida, los primeros son instrumentos fuera de balance complementarios a los *covered bonds*-que sí están dentro del balance-, en las opciones del mix de refinanciación de las entidades de crédito europeas. Caben destacarse dos puntos principales: en primer lugar, los tramos de vencimiento son diferentes, siendo los *covered bonds* activos a mucho más largo plazo que los títulos respaldados por activos; en segundo lugar: los títulos respaldados por activos son intrínsecamente distintos a los *covered bonds*, en términos de colateral y riesgo, lo cual significa que cualquier incentivo a la emisión de títulos respaldados por activos implica la afección de colateral que no sería elegible para formar parte del *covered bond pool* (con la posible excepción de los bonos de titulización hipotecaria o Residential Mortgage Backed Securities, RMBS). En este sentido, la decisión del BCE afecta a una buena proporción del mercado que, por supuesto, es extremadamente importante para los bancos, pero que no puede ser sustituto de la función de financiación estable a más largo plazo que ofrecen los *covered bonds*. En cuanto a los RMBS, su emisión seguirá estando limitada por la naturaleza de su herramienta de refinanciación, que es fundamentalmente diferente a la de los *covered bonds*, sobre todo en términos del doble recurso al originador, - característica de los *covered bonds* pero no de los RMBS-. Además, debido al *pool* dinámico que se utiliza para la emisión de *covered bonds*, el vencimiento medio es más elevado para los RMBS, donde el *pool* de cobertura es fijo. Esto implica que será menos probable que ocurra un solapamiento, especialmente en los plazos más largos de la curva de rendimientos.

En conclusión, las medidas recientemente anunciadas por el BCE representan un nuevo intento por parte del banco central de estimular la economía de la zona euro a través de una oferta (específica) de liquidez a tipos históricamente bajos. Las especificidades de algunas de estas medidas no convencionales pueden tener una gran incidencia en algunos mercados, aunque mayoritariamente con vencimientos de hasta cinco años. El efecto en los mercados hipotecarios y de *covered bonds* probablemente será limitado.

## Audiencia Pública en la EBA sobre Covered bonds

Frank Will,  
Head of Covered Bond Research  
HSBC Trinkaus & Burkhardt AG &  
Chairman of the ECBC EU Legislation Working Group

El pasado 10 de junio, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) celebró en Londres una Audiencia Pública sobre la ponderación de riesgo preferencial y los Principios de Buenas Prácticas para los *covered bond*. Este informe preliminar, basado en el análisis realizado por la EBA, fue encargado por la Comisión Europea (véase el art. 503 CRR) y por la Junta Europea de Riesgo Sistemático (European Systemic Risk Board –ESRB) (ver recomendación E12/2012), respectivamente.

### PRINCIPALES CONCLUSIONES

La EBA considera que es posible la convergencia hacia planteamiento común de los pilares de la clase de activos, aunque es consciente de que armonizar los distintos marcos normativos de *covered bonds* será un reto. Sin embargo, ellos consideran que ha de hacerse un esfuerzo para armonizar ciertos elementos para mejorar la comparabilidad y la solidez del mercado.

Con respecto a la ponderación del riesgo de los *covered bonds*, la buena noticia es que la EBA considera el tratamiento preferencial de los *covered bonds* “inicialmente” apropiados, considerando el buen comportamiento histórico de impagos de la clase de activos, recogidos en estadísticas, y el principio de doble recurso. El reconocimiento a la función del *covered bond* puede considerarse una confirmación de la importancia de esta clase de activo a la hora de garantizar el acceso a los mercados de capitales y la estabilidad financiera. No obstante, la EBA recomienda aplicar características adicionales, como un requisito legal de sobrecolateralización mínima y un colchón de activos líquidos que cubra el total de los flujos de salida netos de un programa de *covered bonds* durante un determinado horizonte temporal. Además, la EBA considera necesario aclarar los actuales requisitos de información contenidos en el Reglamento sobre Requisitos de Capital (Capital Requirements Regulation – CRR) mediante la publicación de una norma técnica vinculante sobre transparencia del *cover pool*. Esta propuesta de la EBA está sujeta a aprobación por su Comité de Supervisores y la Comisión Europea tendrá la última palabra en esta materia.

Con respecto a los Principios de Buenas Prácticas, la EBA realizó un análisis comparativo de los marcos nacionales de *covered bonds* en Europa e identificó las áreas más importantes de intervención reglamentaria. Además de algunos puntos ampliamente aceptados relativos al doble recurso, segregación de activos, improbabilidad de quiebra, o al administrador del *cover pool* tras la quiebra del emisor, la EBA realizó algunas recomendaciones controvertidas:

- Según la EBA, un *cover pool* debería estar compuesto solo por una clase de activos primaria, es decir, no debe estar compuesto por activos mixtos.
- En el caso de préstamos inmobiliarios para adquisición de vivienda o comerciales, la EBA recomienda límites regulatorios a la composición de los *cover pools* para garantizar que se mantiene cierto grado de coherencia en el perfil de riesgo del *cover pool*.
- Todos los valores inmobiliarios han de ser revisados cada año. En la actualidad, el CRR exige que los activos inmobiliarios comerciales se revisen anualmente, mientras que los inmuebles residenciales solo cada tres años. De todos modos, superar el límite del LTV tras esa revisión no hará que un préstamo no sea elegible para formar parte del *cover pool*.
- La legislación en materia de *covered bonds* debe estipular un nivel de sobrecolateralización mínimo.
- Debe exigirse a los emisores mantener un colchón de activos de liquidez que cubra los flujos de salida netos del programa de *covered bonds* durante un determinado horizonte temporal.

Durante la Audiencia Pública, la EBA destacó que espera que los legisladores nacionales tengan en cuenta sus recomendaciones sobre buenas prácticas a la hora de abordar futuros cambios en las legislaciones nacionales. Estas recomendaciones son el primer paso en un proceso largo que pretende alcanzar la convergencia en la legislación sobre *covered bonds* a la vez que se respetan las especificidades nacionales. Es lógico, si se tiene en cuenta la resistencia que han demostrado muchos mercados a lo largo de su historia.. La EBA ha basado su metodología en un profundo análisis técnico de varios marcos legales y en la comunicación periódica con el



mercado y las autoridades nacionales, lo cual debemos celebrar. Además, este informe promoverá la reflexión en cada país para verificar que la legislación nacional está en línea con los principios, que a largo plazo, consolidarán la confianza de los inversores en este mercado y garantizará que las características macro prudenciales son enfatizadas, evitando el riesgo sistémico.

Además, la EBA trató tres asuntos aparte relacionados con la ponderación del riesgo:

**1. Elegibilidad de préstamos con garantía inmobiliaria residencial como activos de cobertura para el tratamiento del art. 129 del CRR:** la EBA considera apropiada la baja ponderación del riesgo para los *covered bonds* respaldados por préstamos inmobiliarios residenciales. No obstante, la EBA sugiere además de los requisitos del CRR, que se cumplan los siguientes criterios: (i) el prestatario no podrá incluir cargas hipotecarias sobre los préstamos; y (ii) el administrador deberá tener derecho a incluir cargas hipotecarias sobre los préstamos en caso de quiebra de ambos, emisor y proveedor de la garantía de los *covered bonds*.

**2. Eliminación de la exención de los MBS para finales de 2017:** la EBA considera apropiado que se elimine con posterioridad al 31 de diciembre de 2017 la derogación del límite del 10% para las unidades de titulización *senior*, actualmente previsto en el artículo 496 del CRR. La EBA tiene consideraciones prudenciales sobre la estructura de doble capa (MBS como primera capa dentro de un *covered bond*, como segunda capa) ya que cada capa puede formalizar contratos de cobertura y contratos de *servicing*, acuerdos de contraparte, *rating triggers* y opiniones legales, etc. La EBA considera que la gestión y revisión de cualquiera de estos contratos/condiciones puede ser más problemática que en una estructura de una sola capa. Además, si un miembro del grupo al que pertenece el emisor retiene la totalidad del tramo de primera pérdida que soporta las unidades *senior* del *pool*, pueden surgir conflictos de intereses en un escenario de quiebra del emisor, cuando el programa de *covered bond* quedaría con tramos *senior* de esas unidades (decisiones de estrategia de salida, decisiones de venta de los activos subyacentes, etc.). Otra preocupación de la EBA es que, mientras las unidades de titulización puestas públicamente están sujetas a los requisitos de transparencia y de *due dilligence*, las titulizaciones propias con el fin de formar parte de *pools* de cobertura pueden carecer de la misma transparencia. Por último, pero no menos importante, considerando el requisito de que al menos el 90% de los préstamos titulizados cumplen los requisitos de LTV que se aplicarían a los préstamos no titulizados en el *cover pool*, con arreglo a la derogación, todo el *cover pool* podría estar compuesto por titulizaciones cuyo subyacente no es totalmente conforme a los requisitos de LTV que se aplicarían a los préstamos no titulizados con arreglo al régimen descrito en el art. 129 CRR.

**3. Covered bonds respaldados por préstamos para la compra de aeronaves.** La EBA mantuvo una postura muy firme respecto de este asunto y considera inapropiado incluir préstamos para la compra de aeronaves como clases de activos elegibles para el tratamiento de riesgo preferencial. Las principales razones son: (i) la falta de datos históricos sobre la morosidad o impago en este tipo de préstamos; (ii) la volatilidad y el carácter pro-cíclico del valor de las aeronaves; (iii) la complejidad del proceso de valoración de aeronaves, incluida la falta de transparencia en el precio de venta primario; (iv) la naturaleza móvil del activo subyacente, lo cual crea la necesidad de depender del reconocimiento mutuo de los sistemas jurídicos, y (v) el número actualmente limitado de entidades de crédito y emisores de *covered bonds* activos, que podrían actuar como potenciales compradores sustitutos del *cover pool* en caso de quiebra del emisor.

## PRÓXIMOS PASOS

En términos de calendario, se espera que la EBA publique el informe final para finales de junio de 2014 y que la Comisión Europea adopte una decisión definitiva respecto del Art. 503 de CRR en diciembre de 2014. El análisis de las buenas prácticas basadas en el mandato del ESRB será tenido en cuenta en los próximos debates legislativos sobre la armonización de los marcos jurídicos de *covered bonds* europeos.

## Audiencia Pública de las ESAs en relación con el Reglamento sobre la Infraestructura de los Mercados Europeos

Paloma Repullo,  
Economic Adviser  
EMF-ECBC

Las Autoridades Europeas de Supervisión o European Supervisory Authorities -en adelante ESAs-, (es decir la Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ)) lanzaron el 14 de abril de 2014 una consulta pública sobre técnicas de mitigación de riesgo para contratos de derivados OTC no compensados a través de una entidad central de contrapartida (CCP) según el artículo 11(15) del Reglamento (EU) Núm. 648/2012, conocido como EMIR (European Markets Infrastructure Regulation o Reglamento sobre la Infraestructura de los Mercados Europeos).

Un mes y medio después del lanzamiento de la consulta, el 2 de junio de 2014, las ESAs celebraron una audiencia pública para tratar este tema en Londres. En la audiencia, estuvieron presentes tanto representantes de las tres Autoridades Europeas de Supervisión como representantes de la Comisión Europea y del Deutsche Bundesbank.

Las ESAs presentaron en primer lugar cada una de las secciones del proyecto de normas técnicas regulatorias que describen los principales artículos de cada capítulo y, a continuación, hubo un turno de preguntas. En el primer capítulo se habló de *covered bonds* (Requisitos Generales), ya que el artículo 3 describe el tratamiento de los derivados asociados a los programas de *covered bonds* con fines de cobertura.

A modo de antecedente, en los Considerandos 16 y 24 del EMIR, los reguladores europeos consideran que, para establecer el proyecto de medidas técnicas de aplicación, deben tenerse en cuenta dos consideraciones:

- Las disposiciones específicas de los marcos legales de los *covered bonds* que haría que los derivados OTC, que se utilizan como cobertura del riesgo de tipo de interés y / o riesgo de cambio dentro de los programas de *covered bonds* (referidos aquí como "derivados de *covered bonds*"), no fueran elegibles como compensación a través de una contraparte central (debido, entre otras razones, al hecho de que el derivado está diseñado para sobrevivir a la insolvencia de la entidad emisora, mientras que la documentación estandarizada requiere que todos los instrumentos derivados sean cerrados en el momento de insolvencia del emisor).
- El hecho de que en muchas jurisdicciones la prestación de garantías adicionales es unilateral (según lo establecido por los marcos legales de *covered bonds* y el criterio de las agencias calificadoras) - es decir, el emisor no aporta garantías adicionales, mientras que, en caso necesario, la contraparte lo hace.

Durante la audiencia, se plantearon una serie de cuestiones a pesar de que la comunidad de *covered bonds* acogió con beneplácito el reconocimiento por parte de las Autoridades Europeas de Supervisión de las características especiales de los derivados relacionados con los *covered bonds*. Este reconocimiento, según el documento sometido a consulta, permitirá que tales derivados queden excluidos de la constitución bilateral de garantías de los márgenes iniciales y de variación sujeto al cumplimiento de las condiciones específicas descritas en el artículo 3 GEN.

En primer lugar, se preguntó a las ESAs si los derivados que cumplan los requisitos establecidos en el Artículo 3 GEN y que, por tanto, quedan excluidos de la constitución de garantías bilaterales de los márgenes inicial y de variación, quedarán o no también excluidos a la hora de calcular los umbrales del grupo para los derivados no compensados a través de una CCP en el artículo 1 DP «Disposiciones finales». Dado que la constitución unilateral es una característica inherente de los *covered bonds*, no se puede reducir a través de tiempo. Aunque las ESAs tomaron nota de esta cuestión, apuntaron que esta exclusión sería difícil de justificar desde un punto de vista jurídico y que consideraban que estos derivados deben formar parte del cálculo de los cálculos del umbral.

También se planteó si la liberación de los derivados de *covered bonds* será en dos direcciones, es decir, aplicable a las contrapartes de los derivados. En concreto, la cuestión se centró es si se debe segregarse del *cover pool* el colateral de la contraparte. Esto sería complicado de cumplir en varias jurisdicciones, ya que cuando el emisor



del *covered bond* recibe el margen inicial, legalmente debe estar registrado como parte de los activos del *cover pool* y, por tanto, ya no está separado del resto del *pool* en caso de quiebra del emisor. Las ESAs indicaron que la liberación solo se aplicará a los derivados de *covered bonds* y que los tenedores seguirían beneficiándose de ello.

Se trataron otros dos temas en los debates. En primer lugar, que es importante limitar el párrafo 1(a) del artículo 3 GEN a impagos *relacionados con la quiebra*, ya que el propósito de esta restricción debe ser evitar que el derivado se cancele como consecuencia de la quiebra del emisor, y no evitar que la contraparte lo rescinda ante impagos relacionados con otras causas. En segundo lugar, la solución basada en el mercado (alternativa 2) propuesta en el Documento sometido a Consulta representa importantes dificultades técnicas y no es una alternativa particularmente adecuada para los *covered bonds*, ya que representa una transferencia de riesgos a un tercero que luego añade riesgos de contraparte adicionales al *cover pool*. Las ESAs comentaron que la razón para proponer una alternativa, no era para el caso en que se cumplan todos los requisitos del artículo 3 FEN. No obstante, agradecían cualquier *feedback* sobre la alternativa 2.

El ECBC, que ya en 2013 respondió a un documento sometido a debate por la ESMA en julio de 2013 sobre la obligación de compensación en el EMIR y participó en la mesa redonda de las ESAs sobre Requisitos de Márgenes y el Artículo 11(15) EMIR en Londres el 2 de diciembre de 2013, está preparando una respuesta al documento sometido a consulta actual. La fecha límite para enviar la respuesta es el 14 de julio de 2014 y las ESAs tendrán hasta finales de año para enviar a la Comisión Europea el proyecto final de normas técnicas.