

Consulta relativa a la mejora del marco regulatorio
de los bonos garantizados. Ministerio de
Economía y Competitividad

Comentarios de la Asociación Hipotecaria Española



Madrid, 21 de noviembre de 2014.

Personas de contacto:

D. Santos González, Presidente

D. Gregorio Arranz, Secretario General

Dña. Lorena Mullor, Gerente

Asociación Hipotecaria Española

C/ Núñez de Balboa nº 90 1ª Planta

T: +34 91 577 55 89 | F: +34 91 576 96 36 | ahe@ahe.es | www.ahe.es

CONSIDERACIONES PRELIMINARES

Desde la Asociación Hipotecaria Española (AHE) agradecemos la oportunidad de responder y formular nuestras observaciones al Documento de consulta relativo a la mejora del marco regulatorio de los bonos garantizados, publicado por las Autoridades públicas con competencias en la materia (Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores).

No cabe duda que nuestra actual regulación sobre los bonos garantizados necesita de una revisión profunda de las áreas de reflexión que convenientemente recoge el Documento, no sólo para corregir posibles asuntos críticos identificados por el mercado y recientemente por el informe de la Autoridad Bancaria Europea¹ (EBA, en sus siglas en inglés), sino también para situar a nuestra cédula en una posición fuerte y competitiva, dentro del espectro de bonos garantizados europeos.

La primera consideración que quisiéramos destacar es que el **documento de respuestas que se adjunta a continuación ha sido elaborado por el Grupo de trabajo para la reforma de las cédulas de la AHE²**, y que por tanto, tiene **un consenso generalizado** en la mayoría de su contenido, sin perjuicio de que en determinadas áreas puedan existir alternativas normativas preferidas por alguna entidad.

En segundo lugar, quisiéramos afirmar que, a pesar de la dificultad que entraña una reforma como la que se plantea, pensamos que probablemente este es el momento idóneo para llevarla a cabo, dada las actuales condiciones de estabilidad del mercado institucional y la previsión de volúmenes modestos de emisión de esta clase de activo para un futuro próximo.

Adicionalmente, quisiéramos resaltar que es muy importante que la propuesta legislativa de reforma del marco de la cédula esté compuesta por un conjunto equilibrado de medidas, cuyos diferentes efectos contrapuestos se compensen entre sí, para conseguir el objetivo deseado de crear una nueva cédula mejorada, sin menoscabo de los intereses de los actuales cedulistas. Para ello, habrá que dotar al actual régimen de cédulas de muchas de las mejoras que se proponen.

Además, este conjunto de medidas deberá, necesariamente, tener en cuenta todos los desarrollos normativos que actualmente se debaten en la esfera internacional, empezando por los proyectos de normas técnicas aún pendientes, pero además, teniendo en cuenta la intención de la Comisión Europea de revisar el tratamiento de los bonos garantizados, según su *Comunicación al Parlamento y al Consejo Europeo sobre la financiación a largo plazo de la Economía Europea*³.

¹ EBA Report on EU Covered bond framework and capital treatments

² Entidades que lo forman: Banco Santander, BBVA, Caixabank, Bankia, Banco Sabadell, Banco Popular, Bankinter, Unicaja Banco, Kutxabank, BMN e Ibercaja

³ *La Comisión revisará el tratamiento de los bonos garantizados en el RRC antes de que finalice 20143, con miras a sentar las bases de un mercado europeo integrado de bonos garantizados. La revisión se centrará en la calidad crediticia, las garantías reales admisibles y la transparencia. También podría ocuparse del refuerzo de la supervisión, de la eficacia de los derechos preferentes y de los aspectos de separación concursal*

Por último, no quisiéramos dejar de mencionar que para el sector, el régimen de transición de un modelo a otro constituye un verdadero desafío que deberá abordarse con todas las cautelas legales y tras un amplio análisis de las posibles alternativas, escuchando a todas las voces del mercado.

En este sentido, desde de la AHE seguimos trabajando en este y otros asuntos relevantes del futuro marco de bonos garantizados y estaremos siempre dispuestos a colaborar estrechamente con las Autoridades públicas con competencias en la materia

1. POSIBLE REDUCCIÓN DE LOS NIVELES DE «ASSET ENCUMBRANCE»

Pregunta 1: ¿Considera necesaria la implementación de medidas para proceder a la reducción de los niveles de «asset encumbrance» generados por la emisión de bonos garantizados?

No cabe duda de que nuestra cédula hipotecaria es un instrumento atípico en la familia de *covered bonds* europeos, entre otras cosas, por el elevado nivel de activos de cobertura que consume (*asset encumbrance*). En el caso de la cédula hipotecaria, toda la cartera hipotecaria sirve de cobertura. Este hecho es especialmente relevante en un momento en el que existe un debate abierto sobre el nivel de *asset encumbrance* de los bancos, que preocupa tanto a reguladores (ECB, BdE, ESRB y EBA) como a los mercados, en general. Ningún otro *covered bond* europeo tiene toda la cartera hipotecaria afecta, ni contempla un porcentaje de sobrecolateralización mínimo obligatorio tan alto.

Por otro lado, esta universalidad de la cartera de cobertura, sin ningún límite a la inclusión de determinados préstamos deteriora la transparencia y el análisis que sobre ésta se realiza.

Por todo ello, desde el sector estamos abiertos a una actualización del marco legal de las cédulas que persiga una reducción del *asset encumbrance* y a su vez permita una mejor gestión y seguimiento del colateral, tanto por emisores como por inversores y analistas del mercado.

Pregunta 2: ¿Considera conveniente adoptar medidas para paliar los efectos del nivel excesivo de sobrecolateralización de las cédulas españolas? En particular, ¿convendría proceder a la exclusión de aquellos activos no computables para el cálculo del límite de emisión de la cartera de cobertura?

Sí, en respuesta de ambas preguntas.

Es más, tal como ya hicimos llegar a Tesoro en carta enviada el 17 de junio de 2014 (ver Anexo I), no solo debería contemplarse el excluir de la cartera de cobertura a los préstamos no elegibles, sino que incluso la **cartera de cobertura podría ser un subconjunto de préstamos de la cartera elegible, cuyo perímetro variaría en función de las cédulas emitidas (pool dinámico), y con una sobrecolateralización mínima como porcentaje del importe emitido.**

Pregunta 3: ¿Considera necesario proceder a la exclusión de la cartera de cobertura de parte de los activos elegibles cuando estos fueran superiores a los niveles de sobrecolateralización exigidos? En caso afirmativo, ¿le parece adecuada la sustitución del nivel mínimo de sobrecolateralización actual por un único nivel de sobrecolateralización (según categorías de cédulas)? ¿Cuál debería ser ese nivel de sobrecolateralización?

Sí, en respuesta a la primera pregunta. Tal y como indicamos en la pregunta 2, defendemos que los niveles de cobertura se vayan ajustando de forma dinámica en función del importe emitido, y que por tanto la cartera de cobertura la constituya un subconjunto de préstamos de la cartera elegible.

No nos parece adecuada la sustitución del *nivel mínimo* de sobrecolateralización por un único nivel de sobrecolateralización. Aunque entendemos que lo que preocupa al regulador es que al no limitar “por arriba” el nivel de sobrecolateralización, se pueda estar generando *asset encumbrance*, la sobrecolateralización voluntaria es una herramienta muy importante para los emisores de cédulas, por lo que debería quedar en el ámbito de cada entidad la decisión de ir a un nivel de sobrecolateralización superior al legal.

Por tanto, no consideramos que deba preverse un *nivel único o máximo de sobrecolateralización*, ni siquiera siendo lo suficientemente holgado para que las entidades pudieran acomodarse según su diferente situación, puesto que esta regla, además de no existir en ninguna jurisdicción europea relevante, limitaría la flexibilidad de los distintos emisores para compensar el deterioro de la calidad del colateral y sostener sus ratings en situaciones de estrés de los mercados.

A nuestro juicio, es necesario seguir estableciendo un **nivel de sobrecolateralización mínima legal** como medida de seguridad para los inversores, mitigadora de los riesgos de refinanciación y liquidación de activos, así como de los riesgos de mercado. Además de que la propia EBA lo considera como una mejor práctica, tal como anunció la Comisión Europea en su Reglamento *delegado sobre el Requerimiento de Cobertura de Liquidez (LCR)*, es un requisito fundamental a cumplir por los *covered bonds* para su inclusión como activos líquidos en cualquiera de los niveles considerados (sobrecolateralización mínima legal del 2% para el nivel 1; 7% para el nivel 2A; y 10% para el nivel 2B). Por tanto, desde la Asociación consideramos que debe permanecer un nivel mínimo legal.

En nuestra opinión, si se opta por un modelo similar al que el consenso del sector propuso en su carta del 17 de junio (Ver Anexo I adjunto), entendemos que tener niveles muy elevados de sobrecolateralización sería costoso, dada la composición y el tamaño de la cartera de cobertura que se define, y que por tanto las **entidades tenderían a situar su nivel de sobrecolateralización voluntaria próxima al nivel mínimo legal**. No existirían incentivos a aumentar en exceso el *asset encumbrance*. Este punto debe verse conjuntamente con otras características muy importantes tratadas en esta consulta y que en conjunto ofrecen al inversor una cédula hipotecaria armonizada con el resto de *covered bonds* europeos.

En cualquier caso, no tendría sentido mantener una sobrecolateralización mínima legal del 25%, como la actual. Consideramos que establecer una ratio en este momento sería prematuro y que debería ser debate de futuras discusiones cual debe ser esta sobrecolateralización mínima, partiendo de los niveles marcados por la normativa sobre el LCR (niveles 1, 2A o 2B).

Pregunta 4: ¿Considera adecuado un régimen de distinción entre activos elegidos y activos elegibles pero no elegidos? En caso afirmativo, ¿cómo considera que podría operar dicho régimen y qué variables serían las relevantes (calidad crediticia, plazo remanente, etc.)? ¿Considera necesario establecer un régimen transitorio para la exclusión de estos activos de la cartera de cobertura?

La distinción más adecuada sería entre activos elegibles y la cartera específica de cobertura, formada por los activos elegibles y elegidos. Para nosotros, todos los activos de la cartera de cobertura deben formar parte de un registro especial que llevarán las entidades emisoras y que deberá estar continuamente actualizado (ver respuesta 5 de este cuestionario para una mayor especificación). Asimismo, los elegibles también deberían ser identificados mediante un fichero.

No creemos que haya que detallarse de forma **reglamentaria** un proceso de selección de préstamos elegibles o un listado de características específicas. Cada entidad emisora debería dotarse de reglas y procedimientos objetivos para la selección de los préstamos elegibles que entren en – o salgan de– la cartera de cobertura y encajen mejor de forma que reduzcan los riesgos de liquidez, crédito y tipos de interés. Estos procedimientos deberán ser conocidos para evitar cualquier sospecha de *cherry picking*. Los *cover pool monitors* o controladores de la cartera deberían ser los responsables de velar por su correcta aplicación.

Sobre el régimen transitorio, nos pronunciamos en la respuesta a la pregunta 30.

2. AISLAMIENTO DE LA CARTERA DE COBERTURA.

Pregunta 5: Con el fin de garantizar un correcto aislamiento de la cartera de cobertura, ¿cuál considera que sería el mejor mecanismo a emplear? En particular, ¿considera beneficioso transferir los activos de respaldo a una entidad especializada?

Creemos que la reforma del marco de las cédulas debe ser lo suficientemente flexible como para permitir que cada entidad pueda optar entre llevar a cabo el aislamiento de la cartera de cobertura transfiriendo los activos a una entidad separada o bien identificando o aislando los activos de cobertura dentro del balance. En ambos casos, los activos se reflejarían en un registro contable especial.

No obstante la revisión de la **legislación deberá garantizar la unicidad de las características de las cédulas, con independencia del modelo de emisión empleado por cada entidad**. Por ello los principios desarrollados a continuación serían de aplicación tanto en el caso de que las entidades optasen por emitir cédulas desde sus balances, como en el caso de transferir los activos de respaldo a entidades especializadas.

La nueva normativa debería explicitar que los activos de cobertura constituyen un patrimonio separado especial dentro del balance del emisor, algo que implícitamente ya contempla la actual Ley de mercado hipotecario.

En cualquier caso, los cedulistas y demás acreedores especiales de dicho patrimonio o cartera de cobertura serían acreedores preferentes (1923.3 Código Civil) en caso de concurso del emisor.

Los activos (préstamos y otros) separados se deberían hacer constar en un registro contable especial, mensualmente actualizado. En este registro se diferenciará para cada uno de ellos la parte que no excede los límites relativos de LTV a efectos del cálculo del coeficiente de sobrecolateralización (ver contestación a las preguntas 10 y 13, introducción del concepto de *soft LTV limit*).

Desde el sector creemos que existen dos alternativas a los efectos de determinar en qué porcentaje se integran en el patrimonio separado los préstamos con LTV por encima de los límites establecidos:

1. Que entre el 100% del préstamo
2. Que entre la parte del préstamo elegible (80% residencial/60% comercial)

Cada una de las alternativas tiene ventajas e inconvenientes, y en cualquier caso, en el ámbito del *covered bond* regulado europeo aparecen ambas opciones⁴.

⁴ Véase *Table 13. LTV criteria and valuation criteria* del informe “EBA Report on EU Covered bond frameworks and capital treatment”, página 47, columna 5.

Por ello, pensamos que se deberían estudiar ambas soluciones y sobre todo cómo pueden impactar en los niveles de sobrecolateralización y *asset encumbrance*.

En cuanto a los activos a segregar incidiríamos en seguir las recomendaciones de mejores prácticas de la EBA de incluir, además de los préstamos de la cartera de cobertura,:

- Los activos de sustitución.
- Los activos que, en su caso, permitieran restablecer la proporción por causas sobrevenidas.
- Los flujos financieros generados por los instrumentos financieros derivados, vinculados a las distintas emisiones.
- Los saldos de las cuentas de tesorería afectas.
- Las financiaciones que se reciban para permitir la regularidad de los pagos de los títulos.

Pregunta 6: De considerar que la constitución de una entidad especializada es la mejor forma de garantizar el aislamiento de la cartera de cobertura, ¿qué forma jurídica debería adoptar dicha entidad? ¿Cuándo debería producirse la transferencia de los activos a la entidad? ¿Considera que el aislamiento podría hacerse a través de la constitución de un fondo de titulización singular en el momento del concurso?

En base a la condición de unicidad de las cédulas y a los principios expuestos en el punto anterior, consideramos igualmente viable la emisión de cédulas exclusivamente desde el balance de cada entidad, o a través de entidades especializadas. El resultado debería de ser neutral desde un punto de vista financiero.

Respecto a la forma jurídica de la entidad especializada, consideramos que éstas deberían ser creadas como bancos, siendo ésta la solución más común en derecho comparado. Con ello se podría obtener financiación adicional e incluso tener recurso al BCE en caso de insolvencia de la entidad matriz. Además esta naturaleza es necesaria para que los títulos sean UCITS y CRR *compliant* (art. 54.2 y 129, respectivamente de la correspondiente Directiva y Reglamento).

El grupo de trabajo para la reforma de las cédulas coordinado por la AHE está analizando en profundidad las posibilidades de cada modalidad de emisión, con o sin vehículo, siempre sobre la base de un modelo común de cédula, y estaría dispuesto a contribuir a un posterior debate normativo.

Por último, creemos que el recurso a un fondo de titulización para el supuesto de concurso del emisor, además de carecer de las ventajas propias de la figura del banco especializada, tiene el doble inconveniente de impedir que los *covered bonds* se puedan seguir pagando según el calendario inicial - al ser un fondo de titulización una estructura *pass through* -, y de crear confusión al mezclar dos técnicas financieras y dos legislaciones muy diferentes.

Pregunta 7: De resultar legalmente factible, ¿cómo valoraría la figura del administrador concursal separado? ¿Qué ventajas e inconvenientes tendría? ¿Cómo operaría esta figura de llevarse a cabo la transmisión de activos a una entidad especializada?

La figura del patrimonio separado adquiere toda su virtualidad en caso de concurso del emisor. La singularidad de la posición concursal del titular de un *covered bond* es doble.

a) Preferencia en el pago frente a otros acreedores.

b) Junto a lo anterior, e incluso más característico de esta figura, no alteración del calendario preestablecido de pagos (no aceleración pero tampoco retrasos en el calendario, algo que como dijimos no permite las estructuras tipo *pass through* como los fondos de titulización).

Todas las cuestiones específicas a las que nos estamos refiriendo en la contestación a este cuestionario (patrimonio separado, niveles de sobrecolateralización, LTV...) persiguen hacer posible que, en caso de concurso, el cedulista cobre y **además** en los plazos previstos.

El remate del modelo de *covered bonds* por el que se opta es la figura de un administrador concursal específico, que se preocupe de que todas las piezas del modelo funcionen adecuadamente y vele por los intereses de los cedulistas en el supuesto de concurso del emisor.

Esta figura del administrador concursal específico constituye además una recomendación de la EBA.

Los administradores concursales ordinarios deben velar por los intereses del resto de los acreedores, en cierta forma en conflicto con los de los cedulistas, y sobre todo difícilmente pueden prestar la dedicación necesaria (muy exigente) a la administración del patrimonio de cobertura.

Creemos que lo ideal sería que este administrador, como los demás, fuera nombrado por el juez pero a propuesta del Banco de España y oída la entidad emisora. La necesaria independencia respecto de los administradores concursales ordinarios no sería en ningún caso incompatible con una estrecha colaboración con ellos.

El administrador del patrimonio separado debería elaborar un plan de administración concursal específico que contendría todas las medidas necesarias (*i.e.*: obtención de liquidez) para que los títulos se puedan seguir pagando según lo inicialmente previsto y se evitara el “*default* del patrimonio separado”. Este Plan lo debería aprobar el juez del concurso, previo informe del Banco de España.

El administrador debería tener facultades amplísimas sobre los activos del patrimonio separado, estaría legitimado para pedir financiación de terceros y se valdría de la organización y medios del banco emisor para realizar sus funciones.

3. ACTUALIZACIÓN DEL VALOR DE LOS PRÉSTAMOS UTILIZADOS COMO COBERTURA EN LA EMISIÓN DE CÉDULAS.

Pregunta 8: ¿Considera positiva la actualización constante del valor de los activos de la cartera de cobertura? En caso afirmativo, ¿qué efectos debería tener dicha actualización del valor: meramente informativos, modificativos del límite de emisión, otros?

No consideramos conveniente, en ningún caso, la actualización del valor de los activos de la cartera de cobertura (préstamos) debido a la complejidad que implicaría su cálculo a efectos prácticos y la elevada volatilidad que incorporaría esta medida en los balances, especialmente en aquellas entidades con un perfil más hipotecario.

Pregunta 9: ¿Le parece correcta la actualización del valor de los activos dados en garantía con arreglo al valor contable neto de provisiones específicas? ¿Existe algún otro método de actualización que le parezca más adecuado?

Tal y como se ha comentado en la pregunta anterior, no consideramos adecuado la actualización del valor de los activos (préstamos) dados en garantía. En todo caso, el sistema de provisiones específicas diseñado por el Banco de España con motivos prudenciales es particular para el sistema financiero español y único respecto al resto de países europeos. El valor de los activos dados en garantía debería considerarse de forma homogénea con respecto al tratamiento que los activos reciben en otros países europeos para evitar distorsiones o penalizaciones que el mercado –los inversores– probablemente no sean capaces de reconocer/valorar.

Por ello, consideramos que el método actual por el que se computa el saldo pendiente de pago como valor de los préstamos hipotecarios, es el mejor sistema para la correcta consideración de los activos dados en garantía.

Pregunta 10: ¿Le parece conveniente proceder a la actualización del valor de las garantías hipotecarias y de su consideración a efectos de LTV? ¿Qué impacto considera previsible sobre los emisores en caso de que se procediera a la actualización continuado de las garantías hipotecarias? En su caso, ¿qué mecanismos de mitigación propondría?

El sector considera conveniente la actualización del valor de las garantías hipotecarias a efectos de LTV. Esta actualización debería ser abordada desde una doble vertiente:

1. Hacer un seguimiento periódico de la evolución de los activos de cobertura con efectos informativos y de transparencia de mercado.
2. Actualizar los LTVs de la cartera para verificar el cumplimiento de los límites legales de sobrecolateralización y, en su caso, tomar las medidas necesarias.

El sistema escogido en ambos casos debería ser único. La periodicidad de actualización debería buscar el equilibrio entre reflejar la imagen fiel del valor de los activos y la eficiencia y estabilidad de los colaterales. En este sentido, el sector propone que la frecuencia mínima de revisión sea semestral siguiendo el criterio establecido en el artículo 129 (7) de la CRR (Capital Requirements Regulation) siempre y cuando se pueda hacer por métodos estadísticos. Esta actualización de valor debe ser tanto a efectos informativos como de modificación de los límites de sobrecolateralización. En este sentido, se deberá establecer normativamente el periodo de tiempo máximo del que dispone el emisor para adaptar la cartera a los límites establecidos en caso de incumplimiento legal.

En el procedimiento de actualización se debería considerar tanto la evolución en el numerador de la ratio (amortización de los préstamos) como en el denominador (valor de los colaterales). Y no sólo tener en cuenta descensos en el valor de los colaterales, si no también apreciaciones sostenidas que se pudieran dar en base a un criterio simétrico. En este sentido, herramientas como la aplicación de *haircuts* a los incrementos de valor podrían ayudar a mitigar los efectos más pro-cíclicos de considerar subidas en el valor de los colaterales. Este es, por ejemplo, el sistema utilizado en Reino Unido.

¿Qué impacto considera previsible sobre los emisores en caso de que se procediera a la actualización continuado de las garantías hipotecarias? En su caso, ¿qué mecanismos de mitigación propondría?

La incorporación de un sistema de actualización de los valores de las garantías generará, sin lugar a dudas, un gran impacto en la capacidad de emisión de cédulas del conjunto del sector debido a la evolución de los precios del mercado inmobiliario experimentada en los últimos años.

Por ello y de forma previa a la introducción de cualquier sistema de actualización, será conveniente y necesario elaborar un estudio del impacto que la medida pudiera tener en las carteras, así como del sistema de actualización escogido. La incorporación gradual del mecanismo de actualización frente a una actualización por el total de la cartera de cobertura ayudaría, probablemente, a evaluar progresivamente el impacto que el sistema de actualización pudiera tener.

Asimismo, es fundamental que el modelo de actualización vaya acompañado, en todo caso, de un conjunto de medidas – desarrolladas en este documento – que en paralelo ayuden a mitigar este impacto, y que se engloban en:

1. Una **reducción de los niveles mínimos de sobrecolateralización**.
2. Una **redefinición del concepto de préstamo elegible**⁵: consideración de segundas y ulteriores hipotecas siempre que la entidad disponga de la primera y sucesivas y hasta completar el LTV, así como la **recuperación de la elegibilidad** para aquellos riesgos cuyo **plazo de originación sea superior a 30 años**.

⁵ Ver Anexo I. Carta a Tesoro 17 de junio de 2014

3. Y, finalmente, y muy importante, de una **consideración “flexible” (soft) de los LTV**. Esto es, frente al actual sistema en el que cuando un préstamo hipotecario rebasa los límites de LTV establecidos reglamentariamente, inmediatamente deja de ser elegible, deberíamos hacer nuestro el modelo más extendido en Europa y aceptado por las agencias de rating e inversores, en el que el préstamo puede ser elegible hasta los niveles de LTV reglamentariamente establecidos, dejando fuera de la cartera elegible únicamente aquella parte que supera dichos porcentajes (actualmente 60% para préstamos comerciales, 80% para hogares).

Pregunta 11: ¿Le parece adecuado proceder a la actualización del valor de las garantías hipotecarias con base en un índice de evolución de precios del mercado hipotecario? En caso afirmativo, ¿qué índice le parecería idóneo para dicha actualización? ¿Con qué periodicidad cree que sería conveniente proceder a la actualización? ¿Propondría algún otro método de actualización?

El sistema de actualización elegido debería cumplir con los siguientes requisitos:

- Ser homogéneo o lo suficientemente transparente: para evitar distorsiones en las carteras como consecuencia del sistema empleado.
- Ser eficiente y suficientemente automatizado: se debe encontrar el equilibrio entre un sistema que refleje la realidad del mercado de manera ágil y, que al mismo tiempo, no suponga un coste elevado en términos de recursos y tiempo para las entidades.
- Estar apoyado en un sistema que presente la suficiente segmentación, profundidad, y recorrido histórico de los datos.
- Ser replicable por los inversores en su análisis.

El sector no prejuzga la validez de los principales índices de seguimiento de precios del mercado español (Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento) y da la bienvenida a la utilización de un procedimiento basado en índices públicos siempre que cumpla con los requisitos arriba mencionados.

Pregunta 12: ¿Le parece adecuado el mecanismo propuesto como forma de mitigar la posible falta de adecuación plena del índice de precios seleccionado a la evolución real del precio de la garantía hipotecaria? Considera que existe otro método más apropiado para mitigar dicha inexactitud?

En caso de establecer normativamente un método de actualización de las carteras este debería ser todo lo preciso posible y libre de influencias para proyectar una imagen al mercado de completa independencia.

Aunque la actualización del valor de colaterales se esté considerando únicamente a efectos de la cartera de cobertura y sea información dirigida a los tenedores de cédulas, el método de actualización no debería diseñarse de manera aislada, sino considerando impactos colaterales que

podiera tener a efectos de solvencia de crédito (con un gran peso en los balances de las entidades financieras). Es importante que el sistema se estudie bien y tenga sentido estratégico para evitar que se produzcan distorsiones en el mercado que alteren la estabilidad del sistema.

Dicho lo cual, para aquellas garantías hipotecarias que, por razones de singularidad u otro motivo, a juicio de la entidad o del *cover pool* monitor se alejen del comportamiento medio de los activos considerados como comparables, la revisión individual llevada a cabo por un experto independiente debería ser siempre una opción a la disposición de la entidad, pero nunca una obligación.

Pregunta 13: ¿Qué consecuencias debería tener el incumplimiento sobrevenido de los requisitos de LTV?

La práctica común europea, y lo que el sector considera más conveniente es utilizar ***soft LTV limits***. El sistema actual español de *hard LTV limits* es mucho más estricto que el estándar europeo.

La mayor ventaja de un sistema de LTV suave o *soft* es que incrementa notablemente la estabilidad de la cartera de cobertura, especialmente si se decide finalmente por actualizar periódicamente el valor de los colaterales.

En este sentido, los descensos en el valor de las garantías hipotecarias que provocaran un incremento del LTV y, en consecuencia, la salida del préstamo de la cartera de activos elegibles se mitigarían ya que sólo se daría de baja aquella del préstamo que superara los LTV reglamentariamente establecidos.

4. RECONSIDERACIÓN DE LOS ACTIVOS ELEGIBLES.

4.1. CÉDULAS HIPOTECARIAS.

4.1.1. PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS RESIDENCIALES CON LTV SUPERIOR AL 80%

Pregunta 14: ¿Qué efectos considera que tendría la eliminación anterior?

En la AHE pensamos que el modelo más adecuado y estable para el sector sería aquel que considerase límites al **LTV relativos, establecidos en línea con los definidos en el artículo 129 del CRR (60% y 80%)**. Por tanto, se hace necesario eliminar cualquier límite superior a los previstos en el CRR que permiten dar un tratamiento preferencial a los *covered bonds*.

En cuanto al efecto de su eliminación, de acuerdo a la situación actual, entendemos que es poco significativo.

4.1.2. REDEFINICIÓN DEL CONCEPTO DE PRÉSTAMO PROMOTOR.

Pregunta 15: ¿Considera adecuado redefinir el concepto de préstamo promotor a efectos de su elegibilidad como activo de respaldo en las cédulas hipotecarias? ¿Está de acuerdo con las propuestas anteriores? ¿Añadiría o eliminaría alguna de ellas?

Sí, es necesario clarificar y actualizar el concepto de préstamo promotor y su fórmula actual de cómputo.

Para la AHE es importante que las reglas que se establezcan sean claras y fácilmente comprensibles para los inversores, sin tener que entrar en el detalle de cuestiones como las valoraciones de solares y obras realizadas. En este sentido, somos partidarios de eliminar cualquier fórmula más/menos compleja de computabilidad y establecer un límite claro a la inclusión de estos préstamos en la cartera de cobertura, tal como hacen el resto de jurisdicciones (ver *ECBC Factbook 2013/Country chapters*).

Desde el sector pensamos que los préstamos hipotecarios para edificios en construcción y suelo (sea cual sea su situación urbanística) **podrían limitarse a un 10% del total de los importes de los préstamos hipotecarios dentro de la cartera de cobertura**, siendo el resto préstamo residencial.

No pensamos que la vivienda terminada y no vendida deba considerarse como otra figura diferente al préstamo hipotecario residencial y por tanto, recibir un trato diferenciado en cuestión de elegibilidad. En ninguna otra jurisdicción existe tal distinción. Únicamente se diferencia entre préstamo residencial y comercial, y dentro de cada categoría, entre suelo y obras en construcción. Añadir el “ítem” de “vendida/no vendida” al Registro especial de activos elegibles añadiría un complejidad en su gestión innecesaria.

Además, debemos pensar en un marco de regulación sólido y atemporal, que persiga recoger las lecciones aprendidas, pero que no se convierta en una especie de “caso español”.

4.1.3. CLARIFICACIÓN DEL CONCEPTO DE PRÉSTAMO NON PERFORMING.

Pregunta 16: ¿Considera adecuada la redefinición del concepto de préstamo *non performing* en términos cuantitativos? ¿Está de acuerdo con la inclusión de las operaciones de refinanciación bajo el concepto de préstamo *non performing*?

Consideramos más adecuada una redefinición del concepto de préstamo *non performing* utilizando **términos cuantitativos**, más comprensibles para inversores y analistas extranjeros (por ejemplo: préstamos hipotecarios con importes impagados a más de 90 días), en sustitución de una definición en la que se tenga en cuenta conceptos legales o asociados a la normativa de provisiones contables.

Por esta misma razón, no somos partidarios de incluir las operaciones de refinanciación dentro de este concepto de préstamo *non-performing*. Creemos que la propia necesidad de proporcionar una cartera de cobertura de alta calidad (recordemos que no sería la cartera total de préstamos, sino un subconjunto de préstamos elegibles) junto a la existencia de la figura prevista del *cover pool monitor* o controlador de la cartera de cobertura hacen prácticamente inviable la inclusión de préstamos hipotecarios con retrasos en el pago de cuotas o sujetos a refinanciaciones o reestructuraciones (según definición del Anejo IX de la Circular 4/2004 BdE).

Comentario de la AHE común a las respuestas 17, 18 y 19.

Se tratan de unas materias fuera del objeto propio de la AHE y las contestamos solo a efectos de contribuir al debate general, desde una perspectiva exclusivamente técnica.

4.2. CÉDULAS TERRITORIALES

4.2.1. INCLUSIÓN DE EMISIONES DE DEUDA DE ORGANISMOS PÚBLICOS COMO COLATERAL.

Pregunta 17: ¿Considera conveniente permitir que las emisiones de cédulas territoriales puedan estar respaldadas por títulos de deuda emitidos por organismos públicos?

No lo creemos conveniente. En todos los modelos de *covered bonds*, el subyacente lo constituyen préstamos o créditos, no valores, que sólo se admiten como activos líquidos – si cumplen ciertas condiciones- a modo de activos de sustitución.

4.2.2. AMPLIACIÓN DE LAS CATEGORÍAS DE ORGANISMOS PÚBLICOS.

Pregunta 18: ¿Considera adecuado llevar a cabo la ampliación anterior de las categorías de organismos públicos? ¿Añadiría o excluiría algún organismo?

En principio no vemos problemas a la ampliación de las categorías.

4.3. CÉDULAS PYME Y AUTÓNOMOS.

Pregunta 19: ¿Considera oportuna la regulación de un tipo de cédula respaldada por créditos concedidos a pymes y autónomos? En caso afirmativo, ¿qué activos podrían ser empleados como cobertura de dichas cédulas para mantener el atractivo del instrumento?

Creemos que es interesante y puede ayudar a la financiación bancaria de las pymes, tener un instrumento de financiación con recurso dual a la cartera de préstamos y al emisor.

Si un crédito a PYME cuenta con garantía hipotecaria, la refinanciación ya se puede realizar vía cédula hipotecaria (Residencial o comercial). Si no tiene esta garantía, entonces la refinanciación de la PYME se podría realizar, tal como se planea en el *Proyecto de Ley de Fomento a la Financiación Empresarial*, con la creación de un bono garantizado estructurado (emisión de deuda financiera más la garantía de un FTA Pymes). Otra forma podría ser la creación de un instrumento con recurso dual similar a la cédula o bono hipotecario.

No obstante, quisiéramos destacar que **no deberíamos mezclar “marcas”, ni regulaciones**. El *covered bond europeo* está fácilmente **identificado** tanto por los reguladores europeos como por el propio sector, que desde 2012, y a raíz de la creación del *ECBC Label*, ha delimitado y acordado las características macroprudenciales clave que definen a los *covered bonds*, entre las cuales, el poseer una cartera de respaldo con **garantías hipotecaria** o pública es esencial. Al igual que ocurre con bonos garantizados por barcos o aviones, un bono garantizado por un préstamo unsecured a PYME no sería un covered bond.

Además, habrá que tener en cuenta la historia del *covered bond europeo* ha sido tan larga y satisfactoria, entre otros, por la simplicidad del producto, con una clase de activos de garantía muy acotada y fácilmente analizable y comprensible por el inversor del producto.

5. GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ.

Pregunta 20: ¿Considera necesario el establecimiento por ley de instrumentos que permitan gestionar la liquidez de los bonos garantizados? En caso afirmativo, además de los tres mecanismos descritos, ¿considera que existen otros instrumentos de gestión de la liquidez que interesaría emplear en las emisiones de bonos garantizados?

Efectivamente, los instrumentos para gestionar la liquidez de los bonos garantizados son necesarios y deben desarrollarse, en lo necesario, de forma reglamentaria.

Sobre estos, ya comentamos en la carta enviada a Tesoro el 28 de julio de 2014 (adjunta en Anexo II), que dada la importancia de la liquidez, el sector reconocía la necesidad de incorporar un **colchón de activos líquidos** para hacer frente a los vencimientos próximos de las cédulas, siempre que este se hiciera compatible con el LCR previsto por el CRR, y no implicase por ello una doble contabilización de activos destinados al mismo propósito: el pago de los flujos netos de las cédulas.

Para ello, desde la AHE consideramos que la solución más apropiada sería que los activos líquidos del buffer de liquidez dedicado a las cédulas pudiesen computar dentro del LCR o, alternativamente, aunque quizás más complicado pues modificaría la definición legal del LCR, que las cédulas ponderasen al 0% en los *outflows* del denominador.

Los activos líquidos del buffer de las cédulas deben ser, necesariamente, parte de los activos de sustitución. Estos últimos son necesarios para cubrir el riesgo de liquidez y de reinversión: es decir, la necesidad de cubrir las necesidades de fondos originadas por el *mismatch* de plazos entre los títulos emitidos (*bullet maturity*) y las hipotecas que lo respaldan (*amortizing maturity*), cuando no es posible, o no se desea, acudir al mercado de originación de préstamos hipotecarios. El peso de estos no debería superar un 15 o 20% de la cartera de cobertura, porcentajes bastante comunes en el resto de jurisdicciones y que no desvirtúan la naturaleza de la garantía de los títulos (salvo que sea necesario para cumplir el colchón de activos líquidos asociado a las emisiones de cédulas).

En conclusión, creemos que ambos instrumentos deben ser, necesariamente, incluidos dentro de la legislación, siendo el *cover pool monitor* el encargado de supervisar su buen cumplimiento.

Adicionalmente, la legislación debería contemplar, en línea de lo que prevé el documento de recomendaciones de la EBA (pág. 73), la utilización limitada de *soft bullets*, como medida de mitigar el riesgo de liquidez para el caso de que el emisor incurriera en una situación concursal.

5.1. COLCHÓN DE ACTIVOS LÍQUIDOS.

Ver Anexo II: carta a Tesoro 28-07-14

Pregunta 21: ¿Es necesario requerir legalmente un colchón de activos líquidos a las entidades emisoras? En caso afirmativo, ¿qué horizonte temporal debería cubrir dicho colchón de liquidez y cómo funcionaría en caso de aproximación a la amortización? ¿Cómo podría limitarse el solapamiento del colchón de activos líquidos asociado a las emisiones de cédulas con el colchón de activos líquidos utilizado para dar cumplimiento al ratio de cobertura de liquidez de CRR?

Ver respuesta a pregunta 20.

5.2. USO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS COMO COBERTURA.

Pregunta 22: ¿Considera necesario precisar las condiciones en que deberían emplearse los instrumentos derivados de cobertura? En caso afirmativo, ¿cuáles cree que deberían ser dichas condiciones?

No creemos que sea necesaria una regulación detallada para los instrumentos derivados de cobertura. En línea con las mejores prácticas de la EBA, la futura ley debería:

- Dejar claro que el default del emisor no implica el vencimiento anticipado del derivado.
- Establecer que como regla general, a falta de que en una emisión se prevea expresamente una regla especial, en caso de concurso del emisor la contraparte tiene la misma preferencia (tratamiento de acreedor "pari passu") que el cedulista.

No vemos necesario exigir un rating mínimo a la contrapartida como hace el actual Reglamento del mercado hipotecario, ni ningún otro requisito.

En cambio, debería especificarse en línea con la EBA que los derivados permitidos sean sólo aquellos válidos para cobertura y registrados como activos de la cartera de cobertura a favor de los cedulistas.

5.3. ACTIVOS DE SUSTITUCIÓN.

Pregunta 23: ¿Considera adecuado ampliar el porcentaje de activos de sustitución que puede emplearse en los programas de emisión? ¿Ampliaría de alguna manera las categorías de activos de sustitución?

Ver respuesta a pregunta 20.

6. TRANSPARENCIA.

Pregunta 24: ¿Sobre qué materias y con qué periodicidad deberían proporcionar información los emisores? ¿Qué nivel de desagregación debería presentar dicha información? ¿A través de qué medios debería hacerse pública la información?

Desde la Asociación Hipotecaria quisiéramos compartir nuestra experiencia en cuestión de transparencia, procedente de haber coordinado a lo largo de estos últimos años el diseño y la puesta en marcha de la **National Transparency Template** (en adelante NTT), necesaria para obtener el *ECBC Covered Bond Label*, que cuenta con el apoyo del BCE.

Los esfuerzos iniciales que hicieron los emisores españoles para proporcionar una información homogénea sobre sus emisiones de cédulas y la cartera de cobertura para la NNT fueron muy importantes, dadas las numerosas integraciones de entidades y, por tanto, de carteras de títulos emitidos y préstamos en garantía. Por eso, es probable que las primeras plantillas de datos publicadas fueran poco exhaustivas.

No obstante, recientemente, y tras haber quedado atrás el periodo más intenso de reestructuración, hemos podido acometer una reforma más ambiciosa del contenido de la NNT que no solo permite cumplir con las necesidades informativas requeridas en el artículo 129, punto 7 del CRR, sino que además amplía su contenido.

Probablemente, en el futuro pueda ser necesario añadir más campos a la información que se proporciona, según requerimientos del mercado. No obstante, lo más relevante en este momento es que en todas las jurisdicciones europeas se persiga el cumplir con los requisitos de información mínimos impuestos por el art. 129(7) CRR para que así los inversores de *covered bonds* no solo reciban un tratamiento preferencial por ellos, sino también para que puedan comparar entre diferentes programas/jurisdicciones. Desde la AHE podemos afirmar que los principales emisores españoles ya lo cumplen, al haberse adherido al estándar de transparencia establecido en el Covered Bond Label del ECBC.

Centrándonos en la pregunta formulada, apoyamos que nuestra legislación futura aborde el tema de la transparencia como un capítulo más, necesario para el buen funcionamiento del mercado de títulos hipotecarios. En este sentido, creemos que la información mínima a proporcionar y su periodicidad debe ser la que se establece en el CRR. Únicamente cabría añadir algunos nuevos detalles como “dónde” publicarse y con cuanta desagregación. Para este último objetivo, la NNT del ECBC puede ayudar dado que las desagregaciones de conceptos como Plazos de vencimiento, *LTVs*, *Loan seasoning*, etc. han sido consensuadas previamente con los emisores españoles y adaptadas a lo que otras jurisdicciones están ofreciendo.

Respecto al “dónde” debería ser suficiente con hacer pública la información a través de la web de los emisores, con un acceso fácil. Así mismo toda la información emitida al mercado (reguladores, inversores, agencias de rating,...) debe ser revisada y controlada por la figura del *cover pool monitor*.

Sobre la dicotomía entre publicar **la información préstamo a préstamos vs de forma estratificada**, el sector prefiere hacerlo de forma estratificada, por varios motivos:

- En primer lugar, porque la información estratificada es de muy fácil manejo para los inversores y agencias de calificación, sus principales demandantes. Entre los inversores, muy pocos de ellos tienen los recursos y el tiempo suficiente para realizar un tratamiento de la información préstamo a préstamo. Mientras que las agencias de calificación, aun teniendo los recursos, normalmente sólo analizan plantillas previamente acordadas
- Por otro lado, el doble recurso de este instrumento (emisores + cartera de cobertura) hacen *menos necesaria* la proporción de un detalle tan exhaustivo sobre la garantía inmobiliaria, contrariamente a lo que ocurre en la titulización, donde la garantía que respalda a los títulos emitidos es únicamente una cartera de préstamos.
- Y por último, habrá que tener en cuenta que los volúmenes de la cartera de cobertura en el caso de los *covered bonds* son mucho mayores que los de titulización, y que por tanto, operativamente puede entrañar una gran dificultad hacer manejable y publicable tanta información.

Por todo ello, una desagregación estratificada es suficiente, tal como se hace el NNT del ECBC, y que aporta suficiente información de calidad para la comunidad inversora.

Pregunta 25: ¿Le parece conveniente establecer legalmente la necesidad de que las entidades emisoras lleven a cabo pruebas de sensibilidad para evaluar la capacidad de la cartera de cobertura para generar los flujos necesarios para atender las salidas de caja derivadas del programa de emisión de cédulas? En caso afirmativo, ¿qué tipos de riesgos deberían contemplar dichas pruebas de sensibilidad? ¿Cómo y con qué periodicidad deberían articularse las pruebas? ¿Qué información debería hacerse pública?

Aunque las pruebas de sensibilidad son una buena práctica de mercado, en nuestra opinión debería quedar fuera del ámbito de la regulación el detallarse que prueba o pruebas deben realizarse, especialmente si ya se van a abordar reglamentariamente otras medidas de mayor calado, como la incorporación de un colchón de activos para cubrir los flujos de caja netos para un periodo determinado, o la actualización del valor de las garantías inmobiliarias.

Para el sector, la realización de una u otra prueba de sensibilidad debería ser una decisión a tomar por cada entidad, según sus necesidades en cada momento. La metodología de estas pruebas debería ser *auditada* por el *cover pool monitor* o vigilante de la cartera.

7. CONTROLADOR DE LA CARTERA DE COBERTURA

Pregunta 26: ¿Le parece conveniente prever legalmente la figura del controlador de la cartera de cobertura? En caso afirmativo, ¿qué funciones debería tener atribuidas?

La creación en la reforma legislativa de la figura del *covered pool monitor* nos parece, a todas luces, necesario. Más allá de ser una recomendación de la EBA, en el nuevo modelo de cédulas más flexible y abierto que proponemos, es esencial que alguien capacitado e independiente vigile – en interés de los inversores- el correcto funcionamiento de cada emisión concreta y la del patrimonio separado asociado.

En general, estamos de acuerdo con las funciones que se recogen en el Documento sometido a consulta para el controlador de la cartera de cobertura. Adicionalmente, podemos señalar:

- Para el caso de las cédulas, al tener el *pool* de cobertura un carácter dinámico, el controlador no solo debería verificar la incorporación de nuevos préstamos elegibles, sino también su salida del mismo, en la hipótesis que ya no sean todos necesarios (v.gr.: amortización anticipada de los valores emitidos,) de acuerdo con procedimientos preestablecidos (ver contestación a la pregunta 4).
- Vigilar que existe un nivel de liquidez suficiente para gestionar el pago regular y puntual de las cédulas (conforme a un plan de liquidez que debería elaborar cada emisor.)
- Supervisión de la práctica de los *stress tests*.
- Supervisar si se hace un seguimiento adecuado de riesgos (mercado, operativo).

Pregunta 27: En función de las tareas que considere que ha de desempeñar el controlador de la cartera de cobertura, ¿qué entidad cree que estaría más capacitada para la realización de dichas funciones? ¿Qué criterios debieran establecerse legalmente para autorizar esta figura? ¿Quién debería nombrar al gestor de la cartera de cobertura?

El controlador debe ser una entidad que pertenezca a una de estas categorías:

- Auditores, pero en ningún caso el auditor del emisor, algo que iría contra las Recomendaciones de la EBA.
- Empresas especializadas de nueva creación.
- Gestoras de FTA.
- Depositarios de IIC.

En el caso de estas dos últimas entidades, deberán ser siempre independientes respecto del emisor de las cédulas.

Todas estas entidades tienen en común el tener asignadas funciones de revisión y control de activos, estando reguladas y objeto de una supervisión especial.

- Adicionalmente debe tener, como dice la consulta, conocimientos técnicos, financieros y medios suficientes.
- Acreditado lo previsto en los dos guiones anteriores, creemos que cada controlador debería inscribirse en un registro especial del Banco de España.
- Lo mejor sería designar un controlador separado por cada patrimonio de cobertura que, para el caso de las cédulas, es único por entidad.
- La designación creemos debería corresponder al emisor y comunicarse al Banco de España, quien ejercerá un adecuado control sobre la actuación de los controladores.

Pregunta 28: ¿Qué ventajas ofrece mantener las figuras del bono hipotecario y del bono de internacionalización? ¿Qué modificaciones del marco jurídico le parecen oportunas para incrementar su atractivo?

Creemos que aunque la nueva legislación prime la figura de la cédula, debe mantenerse como alternativa la figura del bono y, en especial, la del bono hipotecario.

Es útil que puedan existir dos modalidades de *covered bonds*, una con respaldo de una cartera dinámica y otra con una cartera cerrada a lo largo de toda la vida de la emisión.

Como hoy ocurre, la nueva regulación debería ser igualmente aplicable en su mayor parte a ambas figuras (v.gr.: *cover pool monitor*, concepto de patrimonio separado, transparencia) y conteniendo soluciones individualizadas solo en lo que sea estrictamente necesario).

Pregunta 29: ¿Extendería alguna de las medidas contenidas en este documento a las participaciones hipotecarias y los certificados de transmisión de hipoteca? ¿Considera necesario adoptar alguna medida adicional en relación con este tipo de valores?

No, las participaciones hipotecarias y los certificados de transmisión hipotecaria (CTH) están suficientemente bien reguladas, tienen un carácter claramente instrumental respecto de la figura de la titulización, ahora objeto de una reforma de calado en el Proyecto de Ley de Financiación Empresarial, y no vemos por qué en una reforma de los *covered bonds* españoles se deberían ver afectadas.

Pregunta 30: ¿Qué impacto cree que podrían generar las medidas propuestas en este documento sobre las entidades emisoras de bonos garantizados? ¿Y sobre los inversores y el resto del mercado? ¿Cree conveniente aplicar la nueva normativa únicamente a las nuevas emisiones o bastaría con el establecimiento de un período transitorio de adaptación? ¿Cuál debería ser la duración de dicho periodo y de qué modo debiera operar?

El impacto puede ser muy relevante dependiendo del alcance de la reforma y sobre todo de la combinación final de medidas que se implementen. No cabe duda que las soluciones que el sector propone se sostienen en un equilibrio sensible, en el que el impacto negativo que tienen algunas de las medidas propuestas sobre la calidad crediticia de las cédulas es compensado por los efectos positivos provocado por otras.

La reducción del *asset encumbrance*, aunque entendida en el mercado, no deja de ser una medida en contra de los intereses de los inversores de las cédulas actuales, que solo puede ser mitigada a través de mejoras en otros ámbitos como la transparencia, la liquidez o una mayor seguridad ante una situación de concurso. Igualmente, la revalorización de las garantías hipotecarias podría tener efectos muy perniciosos, si no se compensa con otras medidas estabilizadoras, como la asunción de “*soft LTV limits*”, reducción de la sobrecolateralización legal y la redefinición del préstamo elegible.

Es por ello que se hace imprescindible que la reforma del marco legal de cédulas esté acompañada de un régimen transitorio, claramente establecido en una Ley formal, con el doble fin de favorecer el interés de emisores e inversores por el nuevo instrumento, a la vez que se protegen los derechos de los antiguos cedulistas y evite *litigiosidad* contra los emisores.

Para lograr este objetivo, pensamos que es necesario realizar un análisis de impacto de las diferentes posibles soluciones y de los tiempos necesarios para implantar un proceso de transición con todas las garantías.

En las primeras reflexiones surgidas de nuestro grupo de trabajo se apunta hacia dos líneas de trabajo:

1ª) Inclusión de las mejoras en la cédulas hipotecarias del régimen anterior

Consideramos que las cédulas del régimen anterior deberían dotarse de una parte considerable de las mejoras sobre las que nos hemos pronunciado favorablemente a lo largo de este documento, en la medida que estas ayuden a mejorar su consideración y no afecten a la liquidez de las entidades.

2ª) Proceso de transformación de la cartera de cobertura

Entendemos que, en cualquier esquema de transición, la sobre-colateralización actual mínima legal del 25% con cartera elegible debe mantenerse en todo momento sobre los volúmenes de cédulas que permanezcan vivos en mercado.

Cualquier solución en esta dirección se ve reforzada si se tiene en cuenta el concepto de *encumbrance* definido por la EBA⁶, según el cual son activos *unencumbered* todos aquellos que puedan ser empleados libremente, incluso para obtener financiación. En el caso de cédulas, es claramente la situación que se produce cuando el ratio de sobrecolateralización es superior al mínimo legal.

Además, se deberían estudiar otros escenarios de sobrecolateralización alternativos, contando con el necesario refrendo legal, como por ejemplo:

- Que cada entidad pudiese fijar el ratio de sobrecolateralización que considere más adecuado de acuerdo a los volúmenes de títulos emitidos, próximos vencimientos, cartera de cobertura, relación con inversores y estrategia de financiación, respetando siempre el mínimo legal.
- O se valorase la introducción de un régimen de *grandfathering* por el cual podría fijarse un ratio inicial que iría reduciéndose progresivamente

Entre otras soluciones intermedias, se podrían considerar un calendario para la eliminación gradual de la cobertura no elegible en un plazo máximo razonable (*phase-in*).

En el grupo de trabajo estamos estudiando en profundidad todas estas alternativas con el objetivo de aportar alguna propuesta concreta.

⁶ “an asset should be treated as encumbered if it has been pledged or if it is subject to any form of arrangement to secure, collateralise or credit-enhance any on-balance-sheet or off-balance-sheet transaction from which it cannot be freely withdrawn (for instance, to be pledged for funding purposes). Assets pledged that are subject to any restrictions in withdrawal, such as assets that require prior approval before withdrawal or replacement by other assets, should be considered encumbered. In particular, the following types of contracts should be considered encumbered [...]”

ANEXO I: CARTA A TESORO 17-06/2014

Madrid, 17 de junio de 2014

Sr. D. Jaime Ponce
Subdirector General de Legislación y Política Financiera
Secretaría General del Tesoro y Política Financiera
Ministerio de Economía y Competitividad
Pº del Prado, 6 28014 Madrid

Estimado Jaime:

Como sabes, tras remitirte en diciembre un documento en el que se proponía una serie de medidas para la mejora de las cédulas, desde la Asociación Hipotecaria hemos seguido trabajando con nuestro Grupo interno⁷ para la modificación de su marco normativo en aras de un perfeccionamiento de este instrumento de refinanciación de nuestras carteras que permita, por una parte, asimilar en la medida de lo posible sus características a las de instrumentos similares emitidos en los principales países de la zona euro y, al mismo tiempo, acomodarlo a las diferentes medidas o recomendaciones en la materia lanzadas por diferentes Instituciones Europeas.

En este sentido, entendemos que una reforma genuina del régimen de la cédula hipotecaria debe abordar sus diferentes aspectos desde una perspectiva armónica e integrada. No tiene sentido limitarse a una reforma parcial y limitada de algún elemento, pues perdería su efectividad.

Sin perjuicio de que quedan muchos asuntos por analizar, te proponemos las siguientes conclusiones de nuestro trabajo, por si te fueran de utilidad en la regulación futura de la cédula.

I. Modelo de cédula y concepto de Elegibilidad de los préstamos:

1. Configuración del pool de cobertura como un subconjunto de préstamos de la cartera elegible, cuyo perímetro variará en función de las cédulas emitidas (pool dinámico), con una sobrecolateralización mínima como porcentaje del importe emitido.

⁷ Entidades que lo forman: Banco Santander, BBVA, Caixabank, Bankia, Banco Sabadell, Banco Popular, Bankinter, Unicaja Banco y Kutxabank.

Como ya dijimos en su día, consideramos que este podría ser un buen modelo a seguir en cuanto a que permite reducir el “asset encumbrance” y permite una mejor gestión y seguimiento del colateral, tanto por emisores como por inversores y analistas del mercado. La normativa actual, al considerar la totalidad de la cartera hipotecaria como respaldo de las cédulas emitidas, con independencia del importe conjunto de éstas, da lugar a un nivel de “asset encumbrance” teórico muy superior al real.

2. Revisión del concepto de préstamo hipotecario elegible

Sugerimos que se utilice como activo de cobertura o colateral la parte del préstamo por debajo de un **LTV específico y regulado** (soft LTV limits), con independencia de cuál sea el LTV del citado préstamo en el momento de incorporación al cover pool de cobertura. En caso de cartera residencial sería del 80% y en la comercial del 60%.

Por otro lado, hemos identificado cuestiones relativas a la elegibilidad que no quedan nítidas en la normativa actual y están sujetas a diferentes interpretaciones que consideramos que deberían aclararse, abordándolas de forma similar a como lo hacen en otras jurisdicciones relevantes.

Por todo ello, proponemos las siguientes reglas de elegibilidad de los préstamos:

- Los préstamos hipotecarios para **edificios en construcción y suelo** (sea cual sea su situación urbanística) no podrán superar un **10% del total de los importes de los préstamos hipotecarios dentro del pool** (la vivienda terminada y no vendida se considera como préstamo hipotecario residencial; desaparece la regla de elegibilidad según límites computables).
- Los préstamos hipotecarios con **importes impagados a más de 90 días no serán elegibles** (uso del concepto de flujos de caja, más comprensible y preciso que el concepto legal de “vencido”).
- Las segundas hipotecas se incluyen (siempre que la entidad disponga de la primera, y hasta completar el LTV).
- Los préstamos hipotecarios con sociedades del grupo no serán elegibles (tal como se define el artículo 42 del Código de Comercio).
- Se incluyen préstamos con más de 30 años (entendemos que la responsabilidad crediticia y la liquidez de los balances son aspectos que no deberían mezclarse).

Los bienes hipotecados deberán seguir cumpliendo con los artículos 4, 7, 8 y 10 del Real Decreto 716/2009 que desarrolla determinados aspectos del mercado hipotecario en relación a la hipoteca, la titularidad de los bienes, la tasación y el seguro de daños.

Ejercicio de sensibilidad

Las entidades del grupo han realizado un análisis de sensibilidad de los cambios que produciría el cambio de reglas de elegibilidad en sus carteras y, en términos generales, el cambio de modelo hacia la consideración de LTVs “soft”, **supondría una ganancia de cartera elegible del entorno del 10%** (para el supuesto 80%/60% en residencial y comercial). En general, esta medida ayudaría a ganar capacidad emisión, suavizando los efectos coyunturales de la actualización de los valores inmobiliarios a la que más adelante se refiere esta carta y reduciendo, por tanto, el riesgo de cancelación de emisiones en los mercados que existe en la actualidad.

Aunque algunas entidades podrían sufrir alguna pérdida de cartera elegible por la consideración de algunos de los otros supuestos planteados, la mejora por la nueva consideración del LTV relativo supera con creces otros efectos negativos.

II. Actualización del valor de los colaterales inmobiliarios

El nuevo marco de cédulas debe contar con la necesaria actualización del valor de las garantías inmobiliarias que sirven de cobertura. Tal como recomienda la EBA esto puede hacerse de diferentes maneras. Desde la Asociación no prejuzgamos cual debe ser el sistema más adecuado. Para el sector, lo importante es que:

- El método que se utilice sea **homogéneo y único para nuestro mercado**. Se debería evitar el que se pudiese hacer arbitraje entre diferentes sistemas o empresas que pudieran ofrecer/realizar este servicio.
- El método escogido debe ser lo suficientemente **fiable y transparente**, y
- por último, que esté regulado, supervisado o sancionado.

III. Sobrecolateralización mínima legal

Con estas modificaciones, entendemos que no tiene sentido mantener una sobrecolateralización del 25% que sería excesivamente penalizadora de las cédulas españolas en relación con sus homólogas de la zona euro. Nuestra opinión es que la ratio de sobrecolateralización mínima debería situarse muy por debajo de estos niveles, con la consiguiente mejora del “asset encumbrance”.

Por supuesto, existen otras muchas áreas relevantes del sistema actual que deben abordarse, como por ejemplo las diferentes medidas para mejorar la liquidez de los títulos o la transparencia, así como la cuestión fundamental de como plantear **la migración de un modelo a otro**. En la Asociación queremos seguir avanzando en estas materias con el ánimo de lograr el mejor marco legal para nuestros covered bonds.

Como siempre, tienes nuestro apoyo y colaboración en lo que podáis requerir.

Un saludo,

Santos González

Anexo II: carta a Tesoro 28-07-14

Madrid, 28 de julio de 2014

*Sr. D. Jaime Ponce Huerta
Subdirector General de Legislación y Política Financiera
Secretaría General del Tesoro y Política Financiera
Ministerio de Economía y Competitividad
Pº del Prado, 6 28014 Madrid*

Estimado Jaime:

Como sabes, la Autoridad Bancaria Europea publicó el pasado 1 de julio un informe sobre los diferentes marcos de covered bonds europeos y su tratamiento de capital, en el que se incluye un análisis pormenorizado y comparativo entre mercados de todos los aspectos clave de este instrumento de deuda (estructura del emisor, caso de insolvencia, segregación, cover pool, tasación, transparencia, riesgos de mercado, etc.) así como recomendaciones sobre cuáles serían consideradas como “buenas prácticas regulatorias” para algunos de estos aspectos.

Sin duda, este documento se publica en un momento muy oportuno para nuestro mercado nacional, en el que sistema financiero, supervisor y regulador coincidimos en la necesidad de reformar nuestra cédula hipotecaria para modernizarla, mejorarla y adaptarla a los mejores estándares europeos. Por esta razón, desde la Asociación Hipotecaria estamos analizando con detalle toda la información que aporta este documento y en especial, todas las recomendaciones que incorpora para, en la medida de lo posible, proponer los cambios necesarios en nuestro marco legislativo que permitan cumplir con las buenas regulatorias sugeridas por la EBA.

*Uno de los puntos fundamentales para el futuro marco de cédulas hipotecarias es la adopción de medidas para mitigar los **riesgos de liquidez** que se producirían, no solo antes de una hipotética situación de insolvencia del emisor, como consecuencia de los desajustes en plazo y tipo de interés*

típicos de una emisión de cédulas y su cartera de cobertura, sino también y muy especialmente una vez declarado el concurso, al añadirse la dificultad de obtener la liquidez suficiente que permita seguir pagando regularmente las cédulas.

En este sentido, la EBA considera como una buena práctica regulatoria que el emisor de covered bonds cuente con un **colchón de activos líquidos** disponibles en todo momento para cubrir los flujos netos acumulados de un programa de covered bonds durante un periodo determinado y con el objetivo de mitigar los riesgos de liquidez.

Esta propuesta ha sido analizada en profundidad por nuestro grupo de trabajo interno para la reforma de las cédulas⁸, que de manera consensuada considera que sería muy positivo que nuestro nuevo marco de cédulas hipotecarias previese la cobertura mediante activos líquidos de un gap mínimo de liquidez, con alguna salvedad.

En efecto, para la introducción de una medida de cobertura de liquidez de tal envergadura en el nuevo marco de cédulas es fundamental **compatibilizar la existencia de este nuevo colchón de liquidez con el exigido a partir de 2015 por el Reglamento 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito (CRR).**

De no ser así, se estaría produciendo una duplicidad de requerimientos de liquidez, dado que el vencimiento de las cédulas debería cubrirse con su colchón de activos líquidos específico, por el tiempo que legamente se previese, pero además, también por los activos líquidos exigidos por el Requerimiento de cobertura de liquidez (LCR) en los 30 días antes de su vencimiento (dado que las cédulas computan como outflow o salida de liquidez en el denominador del LCR).

Desde la AHE consideramos que la solución más razonable y neutral sería que los activos líquidos de un hipotético buffer de liquidez dedicado a las cédulas pudiesen computar dentro del LCR o, alternativamente, que las cédulas ponderasen al 0% en los outflows. De no hacerlo, el resultado no solo sería muy gravoso para las entidades, sino que, además, todo activo que se incorporase al nuevo ratio de liquidez de las cédulas, contribuiría a incrementar los niveles de asset encumbrance, en contra de uno de los objetivos perseguidos con la reforma global del marco de las cédulas. En efecto, **un vencimiento de cédulas a 30 días estaría cubierto por el doble de activos líquidos necesarios para su pago.**

A nuestro juicio, cualquier medida de liquidez que se quiera incluir en el futuro marco regulatorio de las cédulas hipotecarias deberá tener, necesariamente, en consideración la ya exigente normativa global sobre reservas de liquidez. Partiendo de esta premisa, el grupo de trabajo ha avanzado en algunos otros aspectos relativos al diseño y composición del colchón de activos líquidos para las futuras cédulas hipotecarias y estas son algunas de las conclusiones alcanzadas:

⁸ Entidades que lo forman: Banco Santander, BBVA, Caixabank, Bankia, Banco Sabadell, Banco Popular, Bankinter, Unicaja Banco y Kutxabank.



- Sería muy positivo que nuestro nuevo marco de cédulas hipotecarias previese la cobertura del gap máximo de liquidez a producirse en los próximos 180 días mediante activos líquidos. Estos deberían cubrir los **flujos de caja netos acumulados** para el periodo propuesto.
- Los activos líquidos coincidirían con **los Activos de sustitución** y, por tanto, formarían parte de la cartera de cobertura (cover pool), debiendo cubrir, como mínimo, las necesidades de liquidez previstas para los próximos 180 días, y no superando un máximo del 20% de las cédulas emitidas, para no desvirtuar la naturaleza de la cobertura (hipotecaria).

En caso de que las necesidades de liquidez (flujos de caja netos acumulados) para los próximos 180 días fuese superior al 20% de las cédulas emitidas, prevalecería la obligación de cubrir el gap de liquidez para los 180 días.

- El conjunto de activos líquidos o activos de sustitución estaría compuesto por aquellos activos que defina la Comisión Europea en su próximo acto delegado previsto para el 30 de septiembre para el numerador del **Requerimiento de cobertura de liquidez** (LCR) recogido en el nuevo Reglamento de requisitos de Capital (CRR).
- La valoración de las necesidades de liquidez - flujos de salida (fundamentalmente pago de principal e intereses de los títulos emitidos) y de los flujos de entrada (principalmente por la amortización de los préstamos) - se llevaría a cabo de forma mensual y a valor de mercado, siendo el cover pool monitor el encargado de supervisar dicha tarea.

Espero que estas reflexiones os ayuden en el diseño de la alternativa que para la cédula hipotecaria española estáis preparando.

Quedamos a vuestra entera disposición.

Un saludo,

Santos González