



Sleg7022
22/10/2014

DOCUMENTO DE CONSULTA RELATIVO A LA MEJORA DEL MARCO REGULATORIO DE LOS BONOS GARANTIZADOS

El artículo 503 de Reglamento (UE) nº 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº. 648/2012 (CRR), preveía la revisión del marco regulatorio de los bonos garantizados. El primer apartado de dicho artículo insta a la Comisión Europea a presentar al Parlamento Europeo un informe sobre la idoneidad del tratamiento preferencial de solvencia de los bonos garantizados y de los criterios establecidos en el artículo 129 de CRR, previa consulta a la Autoridad Bancaria Europea (ABE). El pasado 1 de julio, en su *Opinion on the preferential capital treatment of covered bonds*, la ABE reconocía, entre otros factores, la importancia de establecer niveles mínimos de excesos de garantía y colchones de liquidez, la supervisión con carácter previo al programa de emisión de bonos garantizados o la necesidad de desarrollo y clarificación de los requisitos de información previstos en el artículo 129.7 de CRR.

En aras de la mejora del ordenamiento jurídico financiero español y en el marco de los mencionados trabajos a nivel internacional, que parece que van a vincular el tratamiento preferencial de solvencia otorgado a las cédulas a la concurrencia de determinadas características en su diseño, **es conveniente llevar a cabo una revisión del marco legal de las cédulas y bonos** (referidos ambos como **bonos garantizados** en esta nota).

Preliminarmente, se han detectado una serie de **áreas de reflexión** para la potencial mejora:

- Posible **reducción de los niveles de activos «comprometidos»** en el balance de las entidades (*«asset encumbrance»*), especialmente en materia de cédulas hipotecarias.
- Clarificación de los derechos de los cedulistas en caso de concurso de la entidad mediante la **separación y aislamiento de la cartera de cobertura**.
- **Correcta actualización del valor de los préstamos que sirven de cobertura** de las emisiones de cédulas y, cuando proceda, del valor de las garantías de estos préstamos.
- **Redefinición de los activos elegibles** para cada tipo de cédula/bono.
- Medidas adicionales de **gestión de la liquidez**.
- Transmisión de **información más completa, transparente y homogénea** por parte de los emisores.
- Creación de la figura del **controlador de la cartera de cobertura** (*asset pool monitor*) para supervisar el estricto cumplimiento de las obligaciones del emisor.



MINISTERIO
DE ECONOMÍA
Y COMPETITIVIDAD

Dado el potencial impacto que generaría una reforma del marco jurídico de las cédulas, 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) consideran adecuada la publicación de este *documento de consulta* con la voluntad de recabar la valoración de cualquier interesado. Las valoraciones no tienen por qué circunscribirse únicamente a las preguntas formuladas en este escrito, sino que pueden venir referidas a cualquier aspecto de la regulación de los bonos garantizados sobre el que el interesado quiera formular observaciones.

A estos efectos, cualquier opinión que desee manifestarse al respecto deberá remitirse antes del 24 de noviembre a la dirección de correo electrónico siguiente: audiencia@tesoro.mineco.es.



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

Las emisiones de bonos garantizados generan, con independencia de la nacionalidad de la entidad emisora, de la normativa aplicable y del lugar de emisión, «*asset encumbrance*». Este hecho podría generar efectos perniciosos cuando el nivel de activos *comprometidos* en el balance de las entidades emisoras fuera elevado induciendo, entre otros efectos, el encarecimiento de las emisiones de bonos no garantizados y la reducción de los márgenes de liquidez ante potenciales tensiones de mercado.

Por ello, podría plantearse la adopción de medidas que permitieran reducir el nivel de «*asset encumbrance*» generado por la emisión de bonos garantizados.

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?

En el caso de las cédulas hipotecarias españolas, todos los préstamos con garantía hipotecaria, con independencia de su computabilidad a efectos del cálculo del límite de emisión, se afectan de forma automática a la cartera de activos de garantía. Asimismo, los niveles mínimos legales de exceso de cobertura (sobrecolateralización) de las cédulas españolas son superiores a los de la mayoría de jurisdicciones de la Unión Europea. Ambos factores aumentan de forma significativa el nivel de «*asset encumbrance*» de las entidades de crédito españolas.

Con el fin de facilitar la reducción del «*asset encumbrance*» generado por la emisión de cédulas hipotecarias, podría considerarse la adopción de modificaciones legales. Para el caso de las cédulas hipotecarias, podría plantearse, por ejemplo, la exclusión de aquellos activos no computables para el cálculo del límite de emisión de la cartera de cobertura.

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?

Aun cuando se procediera a la exclusión de los activos no computables para el cálculo del límite de emisión de la cartera de cobertura, podría seguir existiendo un excesivo nivel de sobrecolateralización si los activos elegibles fueran superiores a los niveles de sobrecolateralización exigidos. Con el fin de atajar esta cuestión, podría sustituirse el nivel mínimo de sobrecolateralización actual por un único nivel de sobrecolateralización.

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?

De procederse a la exclusión en la cartera de cobertura de parte de los activos considerados elegibles, se produciría la aparición de dos categorías de activos: los *activos elegidos* y los *activos elegibles pero no elegidos*. Este hecho recomendaría la adopción de algún tipo de



mecanismo que permitiera escoger, de entre los activos elegibles, sólo aquéllos de mayor calidad hasta registrarse el nivel de sobrecolateralización legalmente exigido. La selección de estos activos podría llevarse a cabo a través del establecimiento de un algoritmo automático o cuasi-automático.

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?



2. AISLAMIENTO DE LA CARTERA DE COBERTURA.

En algunas jurisdicciones europeas, la cartera de cobertura, así como los activos de sustitución y los derivados afectos a las emisiones, son transferidos en algún momento a una entidad especializada. Dicha operación permite aislar plenamente la cartera de cobertura, garantizando la disponibilidad de sus activos a favor de los tenedores de bonos garantizados y evitando la aparición de posibles incidentes concursales.

En España, se creó en el año 2007 el registro contable especial, donde constan los préstamos y créditos utilizados como 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?

En las jurisdicciones francesa y alemana, la entidad especializada es una entidad de crédito que, en principio, podría tener acceso a las facilidades de liquidez del Banco Central Europeo. En Francia, la entidad de crédito separada está ya creada en el momento de la emisión, mientras que en Alemania, la entidad de crédito es creada tras la declaración de la entidad en concurso. Alternativamente, podrían emplearse otros vehículos financieros para garantizar el aislamiento de la cartera de cobertura como, por ejemplo, un fondo de titulización, que finalmente lograría efectos similares a un vehículo puramente bancario.

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?

Otra alternativa, en la línea prevista por la legislación alemana a través de la figura del *Sachwalter*, podría plantearse la posibilidad de nombrar a un administrador concursal separado que se encargara exclusivamente de velar por los derechos de los cedulistas ante una eventual declaración en concurso de la entidad de crédito emisora.

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?



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

La correcta valoración de la cartera de cobertura a lo largo de la vida de los programas de emisión de cédulas podría contribuir a que los inversores conocieran con exactitud los riesgos a los que se enfrentan en cada momento. En este sentido, podría resultar positivo que los emisores otorgaran a los activos de cobertura una valoración que se ajustara lo máximo posible a la realidad del mercado, transmitiendo dicha información a los inversores o, incluso, reajustando los límites de emisión con arreglo a los nuevos valores de la cartera.

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?

El valor neto contable de muchos préstamos suele ser inferior a su valor nominal debido a la aplicación de provisiones contra potenciales pérdidas. No obstante, muchas de esas provisiones no reflejan una pérdida de valor sino que obedecen a requerimientos regulatorios de dotaciones de provisiones de otro tipo (genéricas, por ejemplo). Por ello, podría resultar conveniente que los emisores facilitasen el valor contable neto de provisiones específicas, es decir, el valor neto de aquellas provisiones que verdaderamente obedecen a una pérdida real de valor.

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?

En el caso de los préstamos y créditos hipotecarios, además de la regla de actualización ya mencionada, podría ser interesante para el emisor actualizar el *Loan to Value (LTV)* de los préstamos de la cartera de cobertura. En efecto, la evolución del mercado inmobiliario así como la propia amortización del principal de los préstamos puede modificar significativamente el *LTV*. Si bien es sencillo conocer el numerador del cociente del cálculo del *LTV*, conocer en todo momento el valor de la garantía hipotecaria es una tarea compleja. Por ello, podrían establecerse fórmulas de actualización continua de las garantías hipotecarias.

No obstante, antes de implantar cualquier tipo de metodología de actualización del valor de las garantías hipotecarias, es imprescindible estimar el impacto transitorio que podría tener sobre las emisiones vivas.

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 continua de las garantías hipotecarias? En su caso, ¿qué mecanismos de mitigación propondría?

En caso de que se estableciera normativamente un modelo de valoración de las garantías hipotecarias, éste podría consistir en la actualización, con cierta periodicidad, del valor de las garantías hipotecarias con base en un índice de evolución de precios del mercado hipotecario, con granularidad suficiente para distinguir varias categorías relevantes de activos relativamente homogéneos.



Entre los índices oficiales que recogen el comportamiento de los precios del mercado hipotecario, destacan dos: el Índice de Precios de Vivienda (IPV) del INE, y el Índice General de Precios de Vivienda del Ministerio de Fomento.

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?

Dado que la granularidad del índice empleado no puede ser total, la evolución real del precio de un activo podría llegar a ser muy diferente a la de la categoría en que se enmarque. Por este motivo, podría resultar conveniente requerir que, una vez un préstamo hubiera superado los niveles máximos de *LTV* exigidos en el momento de la emisión, las entidades hubieran de recurrir a los servicios de un experto independiente para que llevase a cabo una valoración individual de aquellas garantías hipotecarias.

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 que se procediera a la actualización del *LTV* de los activos que sirven de garantía, sería conveniente determinar qué efectos deberían derivarse en caso de que el *LTV* actualizado incumpliera determinados umbrales legalmente establecidos. Así, podrían plantearse distintas posibilidades como la exclusión de la cartera de cobertura de cualquier préstamo que sobrepasara los niveles de *LTV* exigidos o el mantenimiento de la afectación total del préstamo, pero calculando el límite de emisión únicamente por la cuantía que permitiría que el *LTV* se situara dentro de los límites exigidos.

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



4. RECONSIDERACIÓN DE LOS ACTIVOS ELEGIBLES.

4.1. CÉDULAS HIPOTECARIAS.

4.1.1. PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS RESIDENCIALES CON LTV SUPERIOR AL 80%.

El artículo 129 del CRR establece que, para que un bono garantizado goce de un trato preferente en términos de consumo de capital, los préstamos hipotecarios de vivienda que sirven de cobertura sólo pueden considerarse hasta el límite del LTV máximo del 80%. En aras de evitar posibles confusiones interpretativas entre la normativa nacional (que en algunos casos permitiría que el LTV del activo de cobertura fuera de hasta el 95%) y la normativa comunitaria en esta materia, podría resultar conveniente eliminar dicha particularidad.

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

4.1.2. REDEFINICIÓN DEL CONCEPTO DE PRÉSTAMO PROMOTOR.

Los apartados 2, 3 y 4 del artículo 12 del Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, establecen una serie de requisitos para evitar que un exceso de crédito promotor entre a formar parte de las carteras de respaldo de las cédulas hipotecarias. Concretamente, para el caso de los préstamos o créditos garantizados con hipoteca sobre edificios en construcción, se establece que:

- El límite computable del préstamo vendrá determinado por la suma del 50% del valor de tasación del solar y del 50% del valor de las obras realizadas.
- Este tipo de préstamos no podrá suponer más del 20% del valor de la cartera de cobertura.

No obstante, podría resultar conveniente reforzar estas previsiones para evitar, por ejemplo, que una vez finalizada la construcción de un inmueble, los requisitos anteriormente indicados dejaran de ser aplicables, aun cuando el inmueble no hubiera sido enajenado. Así, podría aplicarse, por ejemplo, el citado límite del 20% a las viviendas terminadas y no vendidas. Asimismo, el límite computable del préstamo podría quedar determinado por la suma del 60% (en lugar del 50%) del valor de tasación del solar y del 60% del valor de las obras realizadas, haciendo que estos préstamos no supusieran más del 10% (en lugar del 20%) del importe total de los capitales de los préstamos y créditos afectos a una emisión de bonos o de la cartera que determina el límite de la emisión de cédulas.

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?

4.1.3. CLARIFICACIÓN DEL CONCEPTO DE PRÉSTAMO NON PERFORMING.

El artículo 12.1.b) del Real Decreto 716/2009 establece que «no podrán resultar elegibles de acuerdo con el artículo 3 los préstamos o créditos hipotecarios siguientes: los totalmente



vencidos o la parte vencida de dichos préstamos o créditos en el momento de ser afectados como garantía de la emisión. Lo dispuesto en esta letra no será de aplicación a las participaciones hipotecarias».

Dicho precepto garantiza la exclusión de los préstamos *non performing* como activos de cobertura de los bonos garantizados españoles. Con el fin de evitar posibles divergencias en la interpretación de este concepto entre distintas entidades de crédito, podría definirse el concepto de préstamo *non performing* en términos cuantitativos, entendiéndose por tal todo préstamo en el que se hubieran registrado más de 90 días de impago.

Adicionalmente, en aras de garantizar la máxima calidad de los bonos garantizados españoles, la consideración de préstamo *non performing* podría extenderse a las operaciones de refinanciación, las operaciones refinanciadas y las operaciones reestructuradas contempladas en el anejo IX de la Circular 4/2004 del Banco de España, de 22 de diciembre.

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?

4.2. CÉDULAS TERRITORIALES

El artículo 13 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, establece que pueden ser empleados como colaterales de las cédulas territoriales:

«a) Los préstamos y créditos concedidos por el emisor al Estado, las Comunidades Autónomas, los Entes Locales, así como a los organismos autónomos y a las entidades públicas empresariales dependientes de los mismos.

b) Los préstamos y créditos concedidos por el emisor a administraciones centrales, administraciones regionales, autoridades locales, así como a organismos autónomos, entidades públicas empresariales y otras entidades de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo que no pertenezcan al Estado español, siempre que tales préstamos no estén vinculados a la financiación de contratos de exportación de bienes y servicios ni a la internacionalización de empresas.»

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

Podría explorarse la posibilidad de que las entidades de crédito garantizaran las emisiones de cédulas territoriales no sólo con los préstamos y créditos concedidos a los organismos a que hace referencia el mencionado artículo 13 de la Ley 44/2002, sino también con las emisiones de deuda de estos mismos organismos.

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

4.2.2. AMPLIACIÓN DE LAS CATEGORÍAS DE ORGANISMOS PÚBLICOS.



Podrían ampliarse las categorías de organismos públicos cuyos préstamos u obligaciones son elegibles como garantía de las cédulas territoriales. Concretamente, podrían incluirse todos los organismos públicos a que hace referencia el artículo 56 del Proyecto de Real Decreto por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. Dichos organismos son los siguientes:

- 1. Organismos autónomos y entidades públicas empresariales reguladas en el título III de la Ley 6/1997, de 14 de abril, de organización y funcionamiento de la Administración General del Estado.*
- 2. Otras agencias o entidades de derecho público vinculadas o dependientes de la Administración General del Estado.*
- 3. Entidades gestoras, servicios comunes y mutuas de la Seguridad Social.*
- 4. Instituto de Crédito Oficial.*
- 5. Organismos autónomos y entes públicos dependientes de las comunidades autónomas, siempre que, conforme a las leyes aplicables, tengan naturaleza análoga a la prevista para los dependientes de la Administración del Estado.*
- 6. Organismos o entes públicos de naturaleza administrativa dependientes de las entidades locales españolas, siempre que carezcan de fines lucrativos y desarrollen actividades administrativas propias de dichas entidades.*
- 7. Consorcios integrados por comunidades autónomas o entidades locales españolas, o por estas y otras Administraciones Públicas, en la medida en que, por su composición, aquellas Administraciones Públicas soporten la mayoría de las responsabilidades económicas del consorcio.*

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

4.3. CÉDULAS PYME Y AUTÓNOMOS.

Una posible forma de mejorar el acceso a la financiación bancaria de las pymes es facilitar a las entidades la refinanciación de los créditos concedidos a estas empresas a través de la creación de un tipo de cédula respaldada por estos créditos. No obstante, para que el instrumento sea exitoso, los activos que formen la cartera de cobertura deberían ser de gran calidad. Además, debería evitarse que un mismo activo pueda garantizar simultáneamente las emisiones de varios tipos de cédulas.

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?



5. GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ.

Las cédulas, a diferencia de las titulaciones, no precisan de una correspondencia exacta entre las entradas procedentes de los activos de la cartera de cobertura y las salidas derivadas de las propias emisiones, en tanto que, lógicamente, la entidad emisora puede atender a esas salidas no solo con los flujos que obtiene de la cartera de cobertura sino también con los flujos de cualquier elemento de su balance. Sin embargo, en aras de fortalecer la regulación y correcto funcionamiento de los bonos garantizados es razonable fortalecer los mecanismos de gestión de liquidez de las emisiones. A estos efectos, en el marco de la regulación financiera de la Unión Europea se aprecian tres mecanismos fundamentales para gestionar la liquidez: los colchones de activos líquidos, los derivados empleados con fines de cobertura y los activos de sustitución.

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?

5.1. COLCHÓN DE ACTIVOS LÍQUIDOS.

En algunas jurisdicciones se exige a las entidades emisoras de bonos garantizados contar en todo momento con un colchón dinámico de activos líquidos para cubrir sus salidas netas de caja en un horizonte temporal concreto. No obstante, podría existir cierto solapamiento entre este colchón, el colchón de activos líquidos exigido para dar cumplimiento al ratio de cobertura de liquidez de CRR, e incluso con los activos de sustitución ya previstos en la normativa de cédulas y bonos hipotecarios y de internacionalización.

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 como 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?

5.2. USO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS COMO COBERTURA.

La normativa española prevé que las entidades emisoras dispongan de instrumentos adecuados para cubrir desequilibrios inapropiados entre los flujos de la cartera de cobertura y los flujos de sus emisiones de cédulas, y contempla una serie de características que deben cumplir los instrumentos financieros derivados vinculados a las emisiones de cédulas.

A pesar de la previsión ya recogida en la normativa vigente, quizás interesaría precisar las condiciones en las que estos instrumentos derivados deben emplearse, definiendo en términos cuantitativos cuándo se entiende que existen desequilibrios inapropiados.

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?



5.3. ACTIVOS DE SUSTITUCIÓN.

Una de las principales novedades introducidas por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, fue permitir que las cédulas y bonos hipotecarios estuvieran respaldados respectivamente, hasta un límite del 5 y el 10% del principal emitido, por los llamados activos de sustitución recogidos en el artículo 17.2 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo. No obstante, en otras jurisdicciones, se permite que los activos de sustitución de los bonos garantizados lleguen a suponer el 15% del principal emitido. En la medida en que los activos de sustitución permiten flexibilizar las emisiones de bonos garantizados y son los primeros en realizarse si el emisor sufre desfases temporales de liquidez, podría tener sentido ampliar el volumen de activos de sustitución que puede existir para las emisiones.

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?



6. TRANSPARENCIA.

Los requisitos de transparencia exigidos a los emisores de bonos garantizados de la Unión Europea por sus marcos normativos muestran diferencias significativas. En este sentido, los propios emisores han tratado de crear estándares comunes como el *Covered Bond Label* del *European Covered Bond Council*.

Con independencia de la adhesión de los emisores españoles a este tipo de iniciativas, podría ser deseable un mayor grado de armonización en la información presentada por los emisores en aras de mejorar la fortaleza del sistema financiero en su conjunto.

Asimismo, la información relativa a las emisiones de bonos garantizados no sólo resulta de utilidad para los inversores en estos productos, sino para el resto de acreedores de la entidad, ya que las emisiones de bonos garantizados subordinan al resto de acreedores, al reducir los activos libres o no comprometidos.

En aras de mejorar la información proporcionada por los emisores podrían estudiarse diferentes medidas.

Por ejemplo, podría revisarse la información que los emisores proporcionan acerca de la cartera de cobertura. En este sentido, habría que plantearse si dicha información debería proporcionarse préstamo a préstamo o con carácter estratificado. En efecto, mientras la información estratificada facilitaría la manejabilidad para el inversor de dicha información, la información préstamo a préstamo ofrecería una imagen exacta de la situación de la cartera de cobertura. Por ello, parece que sería interesante encontrar el equilibrio justo entre granularidad y agregación.

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?

Por otra parte, una de las mejores prácticas identificadas por diversos agentes es la realización de pruebas de sensibilidad, que permitan evaluar la capacidad de la cartera de cobertura para generar los flujos necesarios para atender las salidas de caja que se derivan del programa de emisión de cédulas. De este modo, podría ser conveniente que los emisores evaluaran la respuesta de sus programas de emisión a distintos riesgos como el riesgo de crédito, el de mercado o el de liquidez, haciendo pública cierta información sobre los resultados de estas pruebas.

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?



7. CONTROLADOR DE LA CARTERA DE COBERTURA

Podría resultar de interés que la veracidad de la información proporcionada por las entidades emisoras fuese corroborada por un agente externo e independiente. En efecto, en algunas jurisdicciones europeas existe la figura del *Asset Pool Monitor* (en adelante, «controlador de la cartera de cobertura»).

Las funciones del controlador de la cartera de cobertura difieren considerablemente en cada país. No obstante, parece que hay un núcleo común de funciones:

- La verificación del proceso de selección e inclusión en la cartera de cobertura de los activos considerados elegibles y de los activos de sustitución.
- La verificación del cumplimiento de los límites de emisión.
- La elaboración de informes periódicos sobre el nivel de cumplimiento por el emisor de los requisitos legales de emisión, la calidad de la rendición de cuentas, el volumen de errores detectados y las deficiencias de los sistemas de información. Dichos informes deberían ser remitidos al supervisor y, cuando la información no resulte sensible, deberían hacerse públicos.
- En el caso de las cédulas hipotecarias, la verificación de la actualización de las garantías hipotecarias conforme a los criterios que establezca la normativa.

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

Dada la relevancia de las funciones básicas a atribuir al controlador de la cartera de cobertura, resulta razonable que dichas tareas fuesen desempeñadas por entidades que reúnan dos requisitos: conocimientos técnico-financieros y medios suficientes para desarrollar este cometido con suficiente solvencia y fiabilidad; y sometimiento a un régimen determinado de autorización y supervisión públicas.

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?



8. OTRAS CUESTIONES A CONSIDERAR.

8.1. BONOS GARANTIZADOS DISTINTOS DE LAS CÉDULAS.

Además de las cédulas, la legislación española contempla dos figuras adicionales de bonos garantizados: los bonos hipotecarios y los bonos de internacionalización. Si bien, en el caso de los bonos de internacionalización, la reciente aprobación de la normativa ha impedido la comprobación del éxito de esta figura, en el caso de los bonos hipotecarios las emisiones han sido muy reducidas.

En este contexto, podría revisarse el marco jurídico de estos productos financieros con objeto de mantener instrumentos de financiación garantizada cuyos activos de garantía puedan diferir de los de las cédulas (como en el caso de los bonos de internacionalización). No obstante, también ha de tenerse en cuenta que la reforma del marco de las titulizaciones prevista en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial (en tramitación parlamentaria) permitiría replicar sintéticamente las estructuras de los bonos garantizados a través de fondos de titulizaciones garantes de emisiones sénior.

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?

8.2. OTROS TÍTULOS DEL MERCADO HIPOTECARIO.

Además de las cédulas y bonos hipotecarios, las entidades de crédito emiten otro tipo de títulos del mercado hipotecario con el fin de financiarse. En este sentido, destacan las participaciones hipotecarias y los certificados de transmisión de hipoteca. Podría tener sentido extender algunas de las mejoras propuestas en este documento para los bonos garantizados a este tipo de títulos.

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?

8.3. IMPACTO DE LA POTENCIAL REFORMA DEL MARCO REGULATORIO DE LOS BONOS GARANTIZADOS SOBRE ENTIDADES EMISORAS E INVERSORES

Las medidas que podrían adoptarse para revitalizar el marco regulatorio de los bonos garantizados serían de gran envergadura y profundo calado, generando así un importante impacto sobre las entidades de crédito emisoras y los inversores. Ello recomienda plantearse la cuestión de aplicar la potencial reforma únicamente a las nuevas emisiones de bonos garantizados o, alternativamente, establecer un período transitorio para permitir la adaptación de los distintos agentes del mercado a la nueva normativa.

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



MINISTERIO
DE ECONOMÍA
Y COMPETITIVIDAD

transitorio de adaptación? ¿Cuál debería ser la duración de dicho período y de qué modo debiera operar?