

# LOS BONOS GARANTIZADOS: CARACTERÍSTICAS, ARMONIZACIÓN DE LA REGULACIÓN EN LA UE Y SITUACIÓN EN ESPAÑA

Urbano Enrique Murillo Garcia

*Técnico Comercial y Economista del Estado*

*Subdirección General de Legislación y Política Financiera.*

*Secretaría General del Tesoro y Política Financiera de España*

## **Índice**

<i>I. Introducción</i>	2
<i>II. Características estructurales de los bonos garantizados</i>	3
<i>III. Armonización en la Unión Europea</i>	4
<i>IV. Los bonos garantizados en España y su regulación</i>	5
<i>V. Conclusiones</i>	7

# LOS BONOS GARANTIZADOS: CARACTERÍSTICAS, ARMONIZACIÓN DE LA REGULACIÓN EN LA UE Y SITUACIÓN EN ESPAÑA

Urbano Enrique Murillo García<sup>1</sup>

*Técnico Comercial y Economista del Estado*

*Subdirección General de Legislación y Política Financiera.*

*Secretaría General del Tesoro y Política Financiera de España*

## I. Introducción

Los bonos garantizados<sup>2</sup> (covered bonds en terminología anglosajona) constituyen una importante fuente de captación de recursos para las entidades de crédito. Estos recursos permiten a las entidades desarrollar su actividad de canalización de financiación hacia el sector privado.

Estos bonos poseen una serie de características propias que serán abordadas en la primera parte del artículo. Probablemente la característica diferencial respecto a otros instrumentos utilizados por las entidades para financiarse, como por ejemplo las titulizaciones, es el doble recurso (dual recourse) mediante el cual el inversor está respaldado no sólo por la cartera de cobertura de los bonos de la que es acreedor preferente sino también por la masa patrimonial universal del emisor.

A diferencia de lo que ocurre en el caso de las operaciones de titulización, los activos de cobertura siguen en el balance del emisor, lo que supone que estos activos quedan comprometidos (*asset encumbrance*<sup>3</sup>), sirviendo también de garantía genérica a favor de otros acreedores en caso de concurso, aunque estos sólo cobrarán con lo obtenido de la realización de dichos activos cuando los bonistas hayan obtenido la satisfacción íntegra de sus créditos.

En el epígrafe III de este trabajo se comentará el proceso de armonización del marco regulatorio en la Unión Europea (UE) que está actualmente en curso tras la publicación de una propuesta de Directiva y de Reglamento por parte de la Comisión Europea<sup>4</sup>. El objetivo es promover el desarrollo del mercado de bonos garantizados, mejorando su eficiencia y contribuyendo a facilitar su integración a nivel UE.

En el cuarto apartado se presentarán la situación del mercado de bonos garantizados en España y su regulación. La principal característica de esta normativa es el exceso de colateral de los bonos al estar sometida toda la cartera hipotecaria al respaldo de los bonos emitidos.

Por último se extraerán algunas conclusiones y se mencionaran algunos retos para los bonos garantizados en España.

<sup>1</sup> El autor agradece los comentarios recibidos de Soledad Rodríguez y María José Fernández.

Este artículo es responsabilidad exclusiva de su autor y no refleja necesariamente la opinión de la Institución para la que trabaja.

<sup>2</sup> A lo largo del artículo se hará referencia a los bonos garantizados tal como se conocen en Europa. Existen también bonos garantizados en otras jurisdicciones pero aquí nos centraremos en las características de los que habitualmente emiten las entidades de crédito en Europa.

<sup>3</sup> El *asset encumbrance* es un concepto que hace referencia a la parte del activo que está comprometida como resultado de su utilización en operaciones de financiación garantizada.

<sup>4</sup> [https://ec.europa.eu/info/publications/180312-proposal-covered-bonds\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180312-proposal-covered-bonds_en)

## II. Características estructurales de los bonos garantizados

Como se ha adelantado anteriormente, los bonos garantizados poseen una serie de características estructurales que los distingue de otros instrumentos de captación de recursos por parte de las entidades de crédito.

Algunas de estas características les permiten obtener un tratamiento preferencial en la ponderación por riesgo para el cumplimiento de los requisitos de capital.

Vemos a continuación algunas de estas características:

- **Doble recurso:** en caso de insolvencia de la entidad emisora, el inversor posee un derecho preferente sobre emisor que en caso de no ser satisfecho íntegramente le permitirá cobrarse con la realización de los activos que componen la cartera de cobertura objeto del privilegio concursal.
- **Aislamiento de la cartera de cobertura respecto a la quiebra del emisor (bankruptcy remoteness):** supone que el programa de emisión no se verá alterado por la quiebra del emisor de tal manera que los bonos continuarían con las fechas de repagos prevista sin que pueda ser exigible una amortización anticipada como consecuencia de la insolvencia.
- **Activos de la cartera de cobertura:** los activos que componen la cartera de cobertura son los préstamos hipotecarios que quedan asignados para cubrir la emisión y cuyos retornos de principal e interés sirven para remunerar a los poseedores de los bonos.
  - a) La elegibilidad de estos activos es uno de los aspectos claves del mercado de bonos garantizados. La idea fundamental es que sean activos de alta calidad como luego veremos que propone el borrador de la propuesta de Directiva de la Comisión Europea. Sin embargo hay dos cuestiones esenciales: el tipo de préstamo que puede incluirse en la cartera (hipotecario residencial o comercial, Pymes, buques) y las características propias de estos activos (perfil de riesgo, horizonte temporal).
  - b) Otro de los elementos importantes para la elegibilidad de los préstamos que pueden formar parte de la cartera de cobertura es el conocido como Loan to Value (LTV) de estos préstamos, esto es el montante concedido respecto del valor del bien a adquirir. Aquí nos encontramos con dos posibilidades: a) admitir solo aquellos préstamos con un LTV inferior al 80% en el caso de residencial y del 60% en el caso de comercial (hard limit) o b) admitir también los que superen estos límites pero sólo computar para la cobertura la parte que no supere el 80% o el 60% (soft limit).
- **Segregación de los activos de cobertura:** ello supone que estos activos no puedan formar parte de la masa patrimonial del emisor en caso de insolvencia. Para ello, deben ser identificables, legalmente vinculantes y exigibles y no reclamable por terceras partes.
- **Información a los inversores:** se debe proveer respecto a aspectos de la cartera de cobertura como es, entre otros, el valor de los activos de cobertura, sus riesgos, estructura de vencimiento, sobrecolateralización y préstamos que están en mora de más de 90 días. Esta información busca esencialmente que el inversor conozca la situación de su garantía.
- **Estructuras de vencimiento:** los bonos pueden emitirse a un plazo de amortización fijo (hard bullet) o mediante estructuras que permitan extender el plazo de vencimiento bajo supuestos o condiciones especificadas en el contrato (soft bullet y conditional past-through)<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> La diferencia entre las soft bullet y las CPT es que en las primeras la extensión es por un periodo determinado y en las segundas esta condicionado al vencimiento del colateral subyacente.

Estas últimas proporcionan mayor flexibilidad al emisor y trasladan parcialmente el riesgo al inversor si bien el desencadenante de la extensión debe ser contractual y no realizarse a la discreción del emisor.

- **Cobertura del riesgo de liquidez:** el programa de emisión de bonos garantizados debe incluir un colchón de liquidez que permita hacer frente a desequilibrios entre los flujos de entrada y salida que caracterizan a los activos y las obligaciones de la emisión. Este es un elemento importante para la calificación crediticia de la emisión y modula en parte la sobrecolateralización con que han de contar estos productos.
- **Gestor de la cartera de cobertura** (cover pool monitor): el cumplimiento continuado de los requisitos de los bonos garantizados hasta su vencimiento requeriría contar con la figura de un controlador de la cartera de cobertura. Ello supondría que la provisión de la información requerida por las autoridades competentes se asignaría a una figura independiente del emisor. Si esta función ya la realiza la autoridad competente, el controlador no sería entonces necesario.
- **Supervisión pública de los bonos garantizados:** tareas y responsabilidades que deben asumir las autoridades competentes respecto de la programas de emisión. Esta supervisión se realiza mediante la exigencia de requisitos de reporting respecto a elementos como los activos de la cartera de cobertura, la liquidez, etc, así como los poderes y sanciones aplicables por parte de las autoridades competentes.

### III. Armonización en la Unión Europea

La Comisión Europea lanzó en marzo 2018 un paquete de medidas dirigido a profundizar en la Unión de los Mercados de Capitales entre las que se incluye una propuesta de Directiva y de Reglamento sobre los bonos garantizados.

La justificación para armonizar la normativa de los bonos garantizados es su desigual desarrollo en la UE. La fragmentación de las legislaciones nacionales supone un freno a un mercado más integrado para productos que además gozan de un régimen común prudencial preferente y que implica unos menores requisitos de capital. Además, el Derecho de la Unión no regulaba hasta ahora de forma exhaustiva qué es en realidad un bono garantizado.

La propuesta tiene un enfoque basado en principios que se consideran deseables pero dejando amplia flexibilidad a los estados miembros para ajustar su normativa nacional teniendo en cuenta el funcionamiento de los mercados domésticos.

La Directiva propone una definición común que pretende servir de punto de referencia y recoge los estándares que deben establecer los estados miembros respecto a las características estructurales. Vemos algunas de estas propuestas sobre características concretas que deben tener los bonos:

- **Activos elegibles para la cartera de cobertura:** se establece el principio de calidad de los activos, dejando flexibilidad a incluir préstamos no hipotecarios como activos primarios y de sustitución, siempre que gocen de elevada calidad. También se permite la inclusión de activos situados fuera de la UE.
- **Homogeneidad de la cartera de cobertura:** este principio consiste en que los activos de cobertura tengan similares perfiles de riesgo, plazos y características estructurales. Es uno de los elementos más discutibles puesto que puede suponer una restricción excesiva de los activos a incluir en la cartera, en particular en lo que se refiere a los plazos de vencimiento.

- **Liquidez:** se propone mantener un colchón de activos líquidos que cubra las salidas netas de flujos a 180 días.
- **Limites blandos para los umbrales de LTV (soft limits):** se permite que se incluyan aquellos préstamos que superen el límite del 60% (comercial) o del 80% (residencial) pero sólo por la parte que no supere ese umbral.
- **Controlador de la cartera de cobertura (cover pool monitor):** figura independiente –opcional– para hacer seguimiento de los requisitos exigidos a la cartera (entre otros: activos, liquidez, información al inversor, condiciones para las estructuras de amortización).
- **Supervisión pública:** requisitos de suministro de información periódica a las autoridades, supervisión en caso de insolvencia o resolución del emisor (posibilidad de nombrar a un administrador especial), poderes de las autoridades, sanciones administrativas y medidas de remedio.

El Reglamento por su parte se centra en las condiciones que deben satisfacer los bonos para obtener su tratamiento prudencial preferencial en cuanto a requisitos de capital. Propone introducir un nuevo requisito de sobrecolateralización mínima del 5% que los estados miembros podrán reducir hasta el 2% en función de los activos de cobertura.

El Reglamento también modifica los límites a las exposiciones de bonos emitidos por entidades de crédito que califiquen para calidad crediticia 1 (15%), calidad crediticia 2 (10%) y para el total de la exposición a un emisor (15%) para obtener el tratamiento prudencial preferencial.

Tanto la Directiva como el Reglamento no serían de aplicación para bonos emitidos antes de la aprobación más el periodo de 1 año concedido para su trasposición a los ordenamientos nacionales. Esto busca evitar cualquier conflicto que pudiera derivarse de una aplicación retroactiva la nueva normativa a instrumentos que se emitieron bajo unas condiciones determinadas.

La normativa de la UE debe incorporarse al ordenamiento jurídico de los Estados Miembros. Veamos a continuación las características de los bonos garantizados en España y los cambios que conllevaría esta nueva regulación.

#### IV. Los bonos garantizados en España y su regulación

Los bonos garantizados o *covered bonds* son una de las principales fuentes de financiación de las entidades financieras españolas.

En España existen en la actualidad cinco figuras diferentes de *covered bonds*: las cédulas y los bonos hipotecarios y las cédulas y los bonos de internacionalización y las cédulas territoriales.

La diferencia fundamental entre las cédulas hipotecarias y los bonos garantizados reside en que en las primeras los activos colaterales de las cédulas están constituidos por la totalidad de la cartera hipotecaria de la entidad financiera. En el caso de los bonos sólo tienen afectados como activos colaterales aquéllos que han sido determinados y recogidos en escritura pública.

En España, la figura de las cédulas hipotecarias ha prevalecido sobre los bonos garantizados. Estos últimos apenas han sido utilizados mientras que las cédulas han gozado de una gran tradición en las emisiones de las entidades de crédito.

Mientras que en el caso de las cédulas y bonos hipotecarios el activo de cobertura es el préstamo hipotecario en el caso de las cédulas y bonos de internacionalización el colateral son los créditos a la exportación garantizados por una agencia de seguro de crédito a la exportación. Las cédulas

territoriales por su parte tienen como colateral préstamos al sector público (administración central, entes territoriales, etc).

Observando la evolución del mercado desde 2002, cuando el saldo vivo se situó en 30.000 millones de €, se aprecia un fuerte incremento hasta 2012, cuando el saldo vivo de cédulas alcanza su record con 400.000 millones y un progresivo descenso desde entonces hasta los 216.498 millones de € en diciembre de 2017.

La sobrecolateralización media del sistema, medida como la cartera hipotecaria total sobre el total de cédulas hipotecarias en circulación, se situó alrededor del 199% en diciembre de 2017.

Es precisamente este aspecto del exceso de colateral el que genera probablemente la mayor diferencia a nivel del marco regulatorio con otros mercados de la Unión Europea. El mínimo legal de colateral es del 125% de las cédulas emitidas si bien al quedar afecta la cartera hipotecaria al completo (salvo aquella afecta a una emisión de bonos hipotecarios) esta sobrecolateralización es sustancialmente superior.

De esta forma, aunque el mercado español de cedulas posee un nivel de funcionamiento que se considera satisfactorio, se aprecian elementos susceptibles de mejora. La propuesta de la Comisión Europea sería una gran oportunidad para introducir estos cambios que permitieran un refinamiento del funcionamiento del mercado. Algunos de estos cambios serían:

- Reducir los activos comprometidos (asset encumbrance) mediante la asignación de una cartera de cobertura delimitada compuesta por activos primarios (préstamos hipotecarios residencial y comercial) y activos de sustitución y activos líquidos que reforzaran la calidad de la cobertura y cubriesen los requisitos de colchón de liquidez establecidos en la Directiva.
- Introducción del controlador de la cartera de cobertura (cover pool monitor) que realizase el seguimiento continuado de los requisitos de cobertura lo cual facilitaría la protección del inversor.
- Ampliar la elegibilidad de los préstamos a aquellos que excedan el 80%, residenciales o el 60%, comerciales, para que computen únicamente por la parte que no supere esos umbrales (soft LTV limits).
- Posibilidad de nombrar a un administrador especial para los bonos garantizados en caso de insolvencia del emisor que reforzara la protección de los inversores en estos bonos.
- Extender el uso de estructuras de amortización, si bien el marco regulatorio actual no lo impide, la estructura habitual es la tradicional de vencimiento determinado no ampliable (hard bullet).
- Reducir la sobrecolateralización para aproximarla a los mínimos del 5% exigido en la propuesta de la Comisión Europea.

En relación con la implementación de la normativa europea en España, se podría optar, entre otras, por las siguientes opciones:

- a) Hacer extensivas todas las modificaciones a todos los bonos garantizados, tanto para las nuevas emisiones como de forma retroactiva para aquellos que ya están emitidos.
- b) Aplicar la nueva normativa únicamente a los bonos emitidos tras su aprobación aplicando una cláusula de exención (“grandfathering”) a las emisiones vivas de tal manera que se les exima de su cumplimiento y conviviendo temporalmente con dos regímenes.

El reto del regulador español será analizar los pros y los contras de las diferentes opciones posibles y escoger el régimen más apropiado para facilitar la transición a un marco que persigue mejo-

rar el funcionamiento de un mercado de suma importancia para la financiación de la economía española.

## V. Conclusiones

Como se ha señalado en este artículo, los bonos poseen unas características singulares que les permiten gozar de una elevada calidad crediticia y atraer el interés de los inversores.

Como consecuencia de esa protección adicional que les proporciona el doble recurso y la sobrecolateralización de la cartera de cobertura, los bonos garantizados disfrutan de un tratamiento prudencial preferencial y por tanto un menor consumo de capital.

A pesar de ello, el desarrollo de los mercados de bonos garantizados es aun desigual entre los países miembros de la UE. La Comisión Europea a través de su propuesta normativa busca armonizar y profundizar la integración de los mercados en el marco de la Unión de Mercados de Capitales. Esto supone establecer una serie de estándares mínimos basados en principios sobre algunas de las características estructurales que se han señalado.

El objetivo de la propuesta sería doble: por un lado mejorar el funcionamiento de aquellos mercados más maduros y con más tradición y permitir el desarrollo de otros menos avanzados y, por otro lado, buscar una mayor homogeneidad de un instrumento que goza de un trato preferente en términos de requisitos de capital.

En España, el mercado posee una larga tradición y es un referente como fuente de financiación de las entidades de crédito para desempeñar su actividad crediticia. No obstante, se vienen observando algunas áreas de funcionamiento del mercado susceptibles de introducir mejoras, como es el de la sobrecolateralización que genera un elevado nivel de afectación de activos y es ahí donde la iniciativa de la Comisión se ve como una oportunidad para refinar el funcionamiento de este mercado.

## Bibliografía

- Propuesta de DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO sobre la emisión de bonos garantizados y la supervisión pública de los bonos garantizados, y por la que se modifican la Directiva 2009/65/CE y la Directiva 2014/59/UE.
- Propuesta de REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que respecta a las exposiciones en forma de bonos garantizados. [https://ec.europa.eu/info/publications/180312-proposal-covered-bonds\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180312-proposal-covered-bonds_en)
- LOS BONOS GARANTIZADOS Y LAS TITULIZACIONES: SITUACIÓN ACTUAL, MARCO GLOBAL Y PERSPECTIVAS FUTURAS. Asunción Alonso Ventas y José Manuel Marqués Sevillano. Revista de Estabilidad Financiera número 30. Mayo 2016. Banco de España
- Covered Bond Focus: Overview of covered bond legal frameworks. Credit Agricole. May 2018
- EBA REPORT ON EU COVERED BOND FRAMEWORKS AND CAPITAL TREATMENT
- Response to the Commission's call for advice of December 2013 related to Article 503 of the Regulation (EU) No 575/2013 and to the ESRB Recommendation E on the funding of credit institutions of December 2012 (ESRB/12/2).