

Revista de Derecho Bancario y Bursátil

2018

Número 152 Octubre-Diciembre

Noticias

2. Covered bonds. Regulación actual / iniciativas normativas (PABLO ASENSIO TORRES)

2 Covered bonds. Regulación actual / iniciativas normativas

PABLO ASENSIO TORRES

Asociado. Grupo Servicios Financieros Cases&Lacambra

ISSN 0211-6138

**Revista de Derecho Bancario y Bursátil 152
Octubre - Diciembre 2018**

La integración de los mercados de capitales en la Unión Europea («UE»), cristalizada en el ambicioso proyecto denominado Unión de los Mercados de Capitales («UMC»), ha visto como durante el primer semestre de 2018 la producción normativa europea potenciaba notablemente su avance –cuyo origen parte de 2015– cuando el Parlamento Europeo («PE»)¹⁾, el Consejo²⁾ y la Comisión Europea³⁾ («CE») establecieron sus líneas maestras. Este incremento en la velocidad de cruce de la UMC obedece a una diversidad de factores de diversa naturaleza, que influyen en la acción normativa europea –canalizada mediante la actuación de la CE como protagonista principal– y en sus objetivos comunes: (a) proporcionar nuevas fuentes de financiación a los agentes económicos (especialmente pequeñas y medianas empresas⁴⁾); (b) reducir el coste de obtención de capital; (c) aumentar las posibilidades de inversión para los ahorradores en toda la UE; (d) facilitar la inversión transfronteriza e incrementar el flujo de inversión extranjera hacia la UE; (e) apoyar proyectos a largo plazo; y (f) conseguir, en definitiva, que el sistema financiero de la UE sea más estable, robusto y competitivo, permitiendo crear un flujo de financiación estable hacia la economía real y los sectores productivos que favorezca el crecimiento económico sostenido a largo plazo.

La hoja de ruta de la UMC se encuentra en un avanzado estadio, habiéndose comprometido la CE a la puesta en marcha definitiva de sus elementos esenciales para mediados de 2019. La salida del mayor centro financiero de la UE debido al *Brexit*, así como la necesidad de determinar la futura estructura relacional del Reino Unido con la UE (especialmente en lo que respecta al régimen de flujos de mercancías y capitales), no hacen sino poner más presión en su avance. Adicionalmente, la UE debe adecuar la gestión temporal de la integración de la UMC a dos líneas temporales: (a) en el corto, plazo, la celebración de elecciones al PE (23-26 mayo de 2019); y (b) en el largo plazo, la

necesidad de modernización/complementación de los sistemas de pensiones nacionales de los estados miembros, debido a la creciente dificultad de mantener su base de cobertura con las magnitudes demográficas actuales⁵⁾.

Entre las diversas actuaciones legislativas acometidas en el periodo 2015-2018 y en línea con la intención de las instituciones europeas, el 12 de marzo, la CE dio a conocer un paquete integral de medidas de carácter heterogéneo integrado por: (a) una comunicación marco⁶⁾; (b) una propuesta normativa para facilitar la distribución transfronteriza de los fondos de inversión; (c) una propuesta sobre legislación aplicable a la oponibilidad frente a terceros de la cesión de créditos; y (d) una comunicación sobre la legislación aplicable respecto de los efectos en materia de derechos de propiedad de las operaciones con valores.

Este conjunto de medidas se completaba con una propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la emisión de bonos garantizados y la supervisión pública de los bonos garantizados, por la que se modifican la [Directiva 2009/65/CE](#), del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios («UCITSIV») y la [Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014](#), por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión («BRRD») (en conjunto, la «**Propuesta de Directiva**»).

El origen específico de la Propuesta de Directiva, dentro del marco general de la UMC, se halla en el programa de trabajo de la CE (2018)⁷⁾. La razón esencial de la elección de los bonos garantizados («**Covered Bonds**») como instrumento de potenciación de la capacidad crediticia de los agentes financieros trae causa directa de comportamiento en el escenario de estrés al que estos instrumentos se vieron sometidos en el contexto de la crisis financiera iniciada en 2007. En el escenario de crisis de liquidez y posterior crisis de solvencia originada por la caída de Lehman Brothers Holdings Inc., los Covered Bonds demostraron ser un canal de financiación estable y seguro para las entidades de crédito⁸⁾. Ésta decidida apuesta por los Covered Bonds aún debía, sin embargo, encuadrarse en el marco normativo de la UE.

Las notas caracterizadoras del marco normativo actual de los Covered Bonds en la UE pueden sintetizarse en: (a) dispersión; (b) parcialidad; y (c) asimetría. La primera de ellas, refiere a la inexistencia de un auténtico cuerpo normativo regulador de estos instrumentos a nivel europeo, que especifique unos principios generales y requisitos mínimos de armonización. En relación con el segundo punto, la normativa europea se limita a regular un tratamiento preferente prudencial, dejando a los diversos regímenes nacionales la regulación específica de los Covered Bonds emitidos por sus respectivas entidades de crédito nacionales. Por último, se observa que su desarrollo en el ámbito de la UE es marcadamente asimétrico, con las entidades de crédito de diferentes estados miembros dominando los volúmenes de emisión⁹⁾ y distintos niveles de adaptación y homogenización normativa¹⁰⁾. Específicamente, la regulación actual de los Covered Bonds en UE está integrada por las siguientes piezas normativas:

- UCITSIV: el [art. 52.4](#) establece un límite de inversión (5 %) sobre la inversión de los activos de los fondos de inversión (UCITS) en sus activos en valores mobiliarios o instrumentos del mercado monetario emitidos por un mismo organismo, estableciendo un incremento de dicho límite de inversión (25 %) para inversiones en Covered Bonds que cumplan con los requisitos *UCITS-compliant*¹¹⁾. La definición de Covered Bonds de esta directiva ha sido la base del concepto jurídico de bonos garantizados en la UE, sirviendo como referencia –no exhaustiva– para las

siguientes piezas normativas¹²⁾. Los requisitos previstos en dicho precepto continúan como base de las características estructurales de los Covered Bonds en la Propuesta de Directiva.

- BRRD: mediante la referencia a la definición de UCITSIV, el [art. 44.2](#), prevé una exclusión específica de los Covered Bonds de la secuencia de recapitalización interna (*bail-in tool*) de una entidad de crédito sujeta a resolución con carácter parcial (hasta el nivel de garantía alcanzado en el conjunto de cobertura, con cómputo de los contratos de derivados incluidos en el mismo). BRRD establece asimismo un conjunto de disposiciones operativas en relación con los programas y conjuntos de cobertura de Covered Bonds en escenarios de crisis financiera¹³⁾.

- [Reglamento \(UE\) n.º 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 («CRR»): el [art. 129](#) establece un conjunto de criterios relativos a la composición del conjunto de cobertura, determinando los activos admisibles y las condiciones de sujeción de las exposiciones en forma de bonos garantizados al trato regulatorio preferente. Este régimen preferente («*preferential risk weighting*») sólo está disponible para Covered Bonds que: (a) cumplan con los requisitos *UCITS-compliant*; (b) estén garantizados por activos específicamente catalogados ([art. 129.1](#)); y (c) cumplan los requisitos de transparencia ([art. 129.7](#))¹⁴⁾.

- [Reglamento \(UE\) n.º 648/2012](#) relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida y los registros de operaciones («EMIR»): la obligación de compensación (*clearing*) establecida por el [art. 4](#) EMIR prevé una excepción específica para los derivados OTC concluidos con finalidades de cobertura por los emisores de Covered Bonds, en caso que se cumplan determinados requisitos sobre la composición del conjunto de cobertura y la aplicación de la finalidad de cobertura.

- [Reglamento Delegado \(UE\) 2015/35 de la Comisión, de 10 de octubre de 2014](#), por el que se completa la [Directiva 2009/138/CE](#) del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio («**Reglamento Solvencia II**»): el [art. 180.1](#) establece los requisitos de capital para la inversión en Covered Bonds por entidades (re)aseguradoras así como factores de riesgo específicos.

- [Reglamento Delegado \(UE\) 2015/61](#) de la Comisión, de 10 de octubre de 2014, por el que se completa el [Reglamento \(UE\) n.º 575/2013](#) del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe al requisito de cobertura de liquidez aplicable a las entidades de crédito («**Reglamento LCR**»): partiendo del requerimiento genérico de tenencia de activos líquidos de elevada calidad para cubrir las salidas netas de liquidez en periodos de estrés de treinta días naturales, el [Reglamento LCR](#) establece un régimen privilegiado que permite la consideración de los Covered Bonds como activos líquidos de nivel 1 («*activos de liquidez y calidad crediticia sumamente elevadas*») o de nivel 2 («*activos de liquidez y calidad crediticia elevadas*») por su definición en CRR, a efectos del cálculo del ratio de liquidez¹⁵⁾ (*liquidity coverage ratio*). El [Reglamento LCR](#) establece un conjunto de criterios para diferenciar entre ambas tipologías de Covered Bonds¹⁶⁾.

Siendo éste el estado actual de la cuestión en el marco regulatorio europeo, la Propuesta de Directiva se erige como un instrumento normativo cuya finalidad es crear un régimen armonizado mínimo de dichos instrumentos a nivel UE, determinado sobre la base de los regímenes nacionales existentes¹⁷, que permita establecer una nivelación entre características estructurales de los Covered Bonds y sus características de riesgo – fundamento de su tratamiento regulatorio preferente–. Esta elección orbita sobre la posibilidad de armonización simultánea de las especificidades de los regímenes de los estados miembros¹⁸ y la consecución de uniformidad de acción a escala europea, reduciendo eventuales perturbaciones y costes de transición (especialmente en mercados nacionales maduros que funcionan adecuadamente) y potenciando la base de inversores, su grado de protección y el flujo de inversiones transfronterizas.

La Propuesta de Directiva no constituye un esfuerzo aislado, ya que ha de entenderse integrada en un marco específico regulador de los Covered Bonds complementado mediante un reglamento que modificará el [art. 129 CRR](#), implementando requisitos específicos en materia de sobregarantías mínimas y activos de sustitución, aunque apoyándose mayormente en el régimen prudencial actual. Las líneas esenciales¹⁹ de la Propuesta de Directiva pueden sintetizarse en: (a) definición de un concepto armonizado de Covered Bonds²⁰; (b) características estructurales; (c) régimen de supervisión pública específico; (d) requisitos para el uso de la denominación «Bono Garantizado Europeo»; y (e) obligaciones de publicación por parte de las autoridades supervisoras.

Este régimen *de minimis* se proyecta a través de articulado cuyo análisis se detalla a continuación:

•**Objeto, ámbito de aplicación y definiciones (arts. 1-3):** la construcción de la Propuesta de Directiva gravita sobre la definición de «Bono garantizado», como «*título de deuda emitido por una entidad de crédito y garantizado por un conjunto de activos de cobertura, al que los inversores en bonos garantizados pueden recurrir directamente en su calidad de acreedores preferentes*». Partiendo de este concepto, es posible configurar los Covered Bonds como una categoría híbrida entre la deuda sénior no-garantizada (*unsecured senior debt*) y los títulos respaldados por activos (*asset backed securities*)²¹.

•**Características estructurales (arts. 4-17):** constituyen el núcleo de la Propuesta de Directiva:

Mecanismo de doble recurso (art. 4): fundamento de la regulación prudencial, el mecanismo de doble recurso reconoce a los inversores la creación de un derecho de crédito ordinario sobre el emisor de los Covered Bonds y un derecho de crédito con privilegio especial sobre el principal y posibles intereses devengados de los activos del conjunto de cobertura. Si bien este mecanismo se halla reconocido en los numerosos marcos nacionales vigentes²², la Propuesta de Directiva reconoce expresamente y por primera vez los dos elementos reseñados, y los complementa estableciendo que en caso de insolvencia del emisor y en el supuesto de que el crédito privilegiado no pueda saldarse plenamente, los inversores tendrán un crédito sobre la masa de la insolvencia con la misma prelación que los créditos de los acreedores ordinarios no garantizados de la entidad de crédito, dejando la determinación de dicha prelación a las disposiciones legales nacionales. Dichos créditos se limitan a la totalidad de las obligaciones de pago asociadas a los Covered Bonds.

Inmunidad a la quiebra (art. 5): en vinculación directa con el mecanismo de doble recurso, la inmunidad a la quiebra se erige como garantía de inalterabilidad de los flujos de pago de los Covered Bonds para los inversores aun en escenarios de insolvencia o resolución del emisor, eliminando el riesgo que la anticipación automática del reembolso proyectaría

de otra manera sobre los inversores.

Activos admisibles (art. 6): la concreción de los activos susceptibles de integrar el conjunto de cobertura en emisiones de Covered Bonds pretende asegurar un nivel de calidad crediticia suficiente y adecuada a efectos de cubrir los créditos vinculados a la emisión. La Propuesta de Directiva determina los criterios generales de calidad de las garantías mediante un sistema mixto (activos específicos y formulación abierta con requisitos mínimos) sustanciado en: (a) relación de activos del [art. 129.1 a\) – g\)](#) CRR y préstamos a empresas públicas identificados por el [art. 2.b\)](#) de la Directiva 2006/111/CE²³⁾ de la Comisión; y (b) otros activos de calidad elevada que cumplan con determinados requisitos²⁴⁾. Sobre dichos activos se imponen obligaciones conexas sobre los regímenes nacionales y los emisores, relativas a la optimización *ex ante* de su ejecución (establecimiento de normas dirigidas a velar por la rápida formalización y registro de las garantías y evaluación de su ejecutabilidad), su integridad (creación de procedimientos para asegurar una adecuada protección contra el riesgo de daños –seguros–) y las obligaciones de información (documentación por los emisores de la conformidad de los activos utilizados como garantía y de las políticas de préstamos).

Activos admisibles ubicados en terceros países (art. 7): se reconoce expresamente la posibilidad de que las entidades de crédito incluyan activos radicados fuera del ámbito geográfico de la UE en el conjunto de cobertura mediante autorización de los diversos estados miembros. Los activos ubicados en terceros países deben cumplir los requisitos de calidad expuestos en el art. 6, y los estados deben contar con regímenes que permitan considerar que la enajenación de dichos activos sea «*legalmente exigible*» de modo similar a los activos ubicados en la UE. Este punto fortalece el actual trato prudencial preferente reconocido a los Covered Bonds «extranjeros» que cumplen los requisitos determinados por el [Reglamento LCR](#) a efectos de la determinación del colchón de liquidez –si bien con un alcance restringido²⁵⁾–. Adicionalmente, pese a la inexistencia actual de un régimen de reconocimiento de Covered Bonds emitidos por entidades de terceros países en la UE, la Propuesta de Directiva impone un mandato sobre la CE y la ABE para que, en el plazo máximo de tres años tras la fecha de transposición de la Propuesta de Directiva, se presente un informe al Parlamento Europeo y el Consejo sobre la necesidad y pertinencia de introducir un régimen de equivalencia para los emisores e inversores en bonos garantizados de terceros países. Este extremo, en conjunción con el régimen de financiación conjunta expuesto más adelante, podría uniformar y sentar las bases de emisiones *cross-border* por entidades de crédito de terceros países o emisiones conjuntas por emisores mixtos UE/terceros países, en las que los activos del conjunto de cobertura se hallasen en una u otra esfera geográfica, con previsibles sinergias (especialmente a nivel económico –optimización de costes– y operacional) y un régimen más favorable para el componente reputacional de nuevos emisores²⁶⁾, que tendrían en el acceso a un régimen de equivalencia uniforme en la UE una herramienta útil para sustentar la calidad de sus emisiones, cuya eficacia se incrementaría en supuestos de acceso a la denominación uniforme («*Bono Garantizado Europeo*»).

Estructuras intragrupo (art. 8): el uso de Covered Bonds como instrumentos de garantía para emisiones queda expresamente circunscrito a la emisión en estructuras intragrupo de bonos garantizados agrupados, aunque sin límite en proporción al importe de Covered Bonds pendientes, mediante el cumplimiento de determinados requisitos²⁷⁾, referidos esencialmente a condiciones de garantía y calidad crediticia.

Financiación conjunta (art. 9): la posibilidad de que los préstamos garantizados por hipotecas, cargas, gravámenes y otros derechos reales de garantía asimilables concedidos por una entidad de crédito integren el conjunto de cobertura de emisiones realizadas por

otra entidad de crédito trae causa directa de las dificultades experimentadas por entidades de crédito de reducido tamaño para emitir Covered Bonds (principalmente por los elevados costes económicos aparejados). La Propuesta de Directiva contempla expresamente el desarrollo de normas reguladoras de la transferencia de préstamos e hipotecas por la entidad de crédito otorgante a la entidad de crédito emisora, con respeto de los requisitos estructurales de los arts. 6-12.

Composición del conjunto de cobertura (art. 10): la finalidad esencial de alcanzar un nivel adecuado de homogeneidad respecto de los activos del conjunto de cobertura se proyecta sobre su naturaleza similar en términos de características estructurales, duración o perfil de riesgo. La Propuesta de Directiva establece en los arts. 11, 12, 13, 14 y 15 los requisitos prudenciales específicos aplicables al conjunto de cobertura.

Uso de derivados sobre el conjunto de cobertura (art. 11): el uso de derivados – principalmente derivados OTC sobre tipos de interés– formalizados por emisores de Covered Bonds o con conjuntas de cobertura como instrumentos de protección frente a riesgos específicos²⁸⁾ es regulado mediante el establecimiento de requisitos mínimos: (a) finalidad exclusiva de cobertura; (b) documentación suficiente de derivados²⁹⁾; (c) segregación (de acuerdo con los requisitos expuestos a continuación); (d) imposibilidad de rescisión³⁰⁾ en caso de insolvencia o resolución del emisor; y (e) requisitos a determinar por los regímenes de los estados miembros, incluyendo los criterios de admisibilidad para contrapartes en la cobertura de riesgos, los límites aplicables al importe de contratos de derivados en el conjunto de cobertura y la documentación contractual a presentar. El régimen privilegiado de los Covered Bonds tiene también su proyección en los derivados³¹⁾ empleados para mitigar riesgos en el conjunto de cobertura.

Segregación de activos (art. 12): en conjunción con el régimen privilegiado de los Covered Bonds en supuestos de insolvencia/resolución de entidades bancarias bajo BRRD, se impone, en relación a los activos del conjunto de cobertura: (a) la identificación por el emisor; (b) la sujeción a la obligación jurídicamente vinculante y exigible de segregación; y (c) la protección frente a derechos de terceros y exclusión de la masa de insolvencia del emisor, incluyéndose en el cómputo de los activos del conjunto de cobertura las garantías reales recibidas en conexión con las posiciones en contratos de derivados.

Órgano de control (art. 13): se establecen los requisitos mínimos para la designación de un órgano con función tuitiva, encargado de vigilar el cumplimiento de las características estructurales de las emisiones desde una posición separada e independiente del emisor, respecto del que se han de regular: (a) las condiciones de nombramiento y cese; (b) los criterios de admisibilidad; (c) las funciones en escenarios de insolvencia o resolución del emisor; (d) obligación de información a las autoridades nacionales competentes encargadas de la supervisión pública; y (e) las condiciones del derecho de acceso a la información necesaria para el desarrollo de sus funciones.

Información a inversores (art. 14): la provisión de información a los inversores se configura como un punto esencial de la Propuesta de Directiva, mediante el establecimiento de una obligación genérica sobre el emisor de proporcionar información suficientemente detallada, que permita a los inversores evaluar el perfil y riesgos del programa de emisión y realizar sus procesos de diligencia debida. Adicionalmente, se deberá facilitar –como mínimo trimestralmente– a los inversores información sobre los siguientes extremos esenciales: (a) valor del conjunto de cobertura y títulos pendientes; (b) distribución geográfica y tipología de activos³²⁾ del conjunto de cobertura, cuantía de préstamos y método de valoración; (c) información sobre los riesgos de tipos de interés, tipos de cambio, crédito, mercado y liquidez; (d) estructura de vencimiento de activos de garantía y de los Covered Bonds; (e) niveles de cobertura necesaria y de

sobrecolateralización (contractual y voluntaria); y (f) porcentaje de préstamos con periodos de vencimiento superiores a noventa días. Asimismo, se impone una obligación complementaria de publicación de estos puntos en la página web de los emisores.

Requisitos de cobertura (art. 15): el conjunto de cobertura recibe una atención particularizada, vertebrada sobre el cumplimiento del denominado «principio nominal» (igualación entre el importe nominal de los activos del conjunto de cobertura con el nominal de los Covered Bonds pendientes) manifestada en el cumplimiento de los siguientes requisitos mínimos: (a) cobertura de la totalidad de pasivos³³⁾ de los Covered Bonds con los activos del conjunto de cobertura (requisito de cobertura); (b) afectación al cumplimiento del requisito de cobertura de determinados activos del conjunto de garantía³⁴⁾; y (c) prohibición de contribución al conjunto de cobertura de créditos sin garantía real en casos de impago (conforme al [art. 178](#) CRR). La Propuesta de Directiva admite la aplicación de otros principios de cálculo, con el límite mínimo en el cómputo del nivel de cobertura bajo el principio nominal, mientras que determina la aplicación del mismo método para el cálculo del activo y el pasivo del conjunto de garantía.

Colchón de liquidez (art. 16): junto a las notas sobre el régimen prudencial del [Reglamento LCR](#) para Covered Bonds, la Propuesta de Directiva establece un régimen de colchón de liquidez (*liquidity buffer*) potenciado, compuesto por activos líquidos disponibles³⁵⁾ para cubrir las salidas netas de liquidez durante un periodo de ciento ochenta (180) días naturales con ciertas particularidades³⁶⁾. Se establece un régimen de colusión de dichos requisitos de liquidez con requisitos de liquidez impuestos por otros actos del Derecho UE, solventado mediante la inaplicación dispositiva de los requisitos expuestos en este apartado durante el periodo previsto en dichos actos ajenos a la Propuesta de Directiva. En relación con las estructuras de vencimiento prorrogable, se faculta el cálculo del principal en la fecha de vencimiento de los títulos.

Estructuras de vencimiento prorrogable (art. 17): debido a los efectos que la prórroga de las estructuras de vencimiento generan sobre los Covered Bonds y, particularmente, sobre los inversores, la Propuesta de Directiva regula las condiciones mínimas para emitir títulos con vencimiento prorrogable. Dichas condiciones están sujetas a verificación mediante notificación a la ABE: (a) determinación contractual o legal de las circunstancias de prórroga del vencimiento; (b) ejercicio no discrecional por el emisor; (c) divulgación de información suficiente a los inversores para determinar el nivel de riesgo de los Covered Bonds, con descripción detallada de circunstancias desencadenantes, consecuencias y papel supervisor de las autoridades competentes y del administrador especial en situaciones de insolvencia/resolución; (d) posibilidad de determinación de la fecha de vencimiento en todo momento; (e) no afectación a la prelación de los inversores; y (f) no alteración del mecanismo de doble recurso e inmunidad a la quiebra.

•Supervisión pública y régimen sancionador (arts. 18-25): el régimen de supervisión pública destaca como hitos principales: (a) la previsión de designación de una autoridad pública para supervisar las emisiones de Covered Bonds junto con obligaciones de registro y documentación a los emisores; (b) el establecimiento de un sistema de autorización para emisiones con requisitos mínimos³⁷⁾; (c) la obligación de cooperación entre las autoridades supervisoras y las autoridades de resolución en escenarios de crisis financiera, para asegurar la gestión continua del programa de emisión, complementada mediante la actuación del administrador especial; (d) la provisión de información a las autoridades supervisoras sobre los requisitos estructurales expuestos, relativos a programas de emisión; (e) la designación de las facultades de supervisión de autoridades públicas; y (f) la creación de un régimen de sanciones administrativas y medidas correctoras, junto con una obligación de cooperación entre autoridades supervisoras de los estados miembros.

•**Modificaciones de otras directivas (arts. 28-29):** se establece la modificación del concepto de Covered Bonds en UCITSIV y BRRD y su definición mediante referencia al concepto anteriormente expuesto en el resto de normativa europea.

•**Disposiciones finales (arts. 30-33):** referidos a las medidas transitorias, evaluación e informes, plazos de transposición, entrada en vigor y destinatarios.

La Propuesta de Directiva pretende crear un cuerpo normativo unificado de mínimos sobre la base –en su práctica mayoría eficiente y operativa– de los diversos regímenes nacionales reguladores de los Covered Bonds. Las circunstancias económicas y políticas del escenario en que se ha desarrollado su génesis –y en el que es probable que vea su cristalización como norma– permiten atestiguar una decidida apuesta por los Covered Bonds como instrumento de potenciación de la financiación de la economía real, como también dejan entrever un previsible desarrollo y consolidación de las emisiones de dicho instrumento en los próximos años, con una potencial inclusión de entidades de terceros países y mercados inmaduros en el futuro régimen unificado europeo.

NOTAS AL PIE DE PÁGINA

1

Resolución del Parlamento Europeo sobre la Construcción de una Unión de los Mercados de Capitales (2015/2634 (RSP)).

2

Conclusiones del Consejo de la UE sobre una Unión de los Mercados de Capitales, 19 de junio 2015.

3

Comunicación «*Plan de acción para la creación de un mercado de capitales*» (COM (2015) 468) de 30 de septiembre de 2015, complementada por la Comunicación sobre la revisión intermedia del plan de acción para la unión de los mercados de capitales (COM (2017) 292) de 8 de junio 2017.

4

Objetivo reflejado en otras normas nucleares de los mercados financieros europeos, como la introducción de los denominados «*Mercados de Pymes en Expansión*» («*SME Growth Markets*») en la  [Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014](#), relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFIDII).

5

The 2018 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU (Volume I) - Joint Report prepared by the Social Protection Committee (SPC) and the European Commission (DG EMPL) (abril 2018).

6

«Es el momento de dar un impulso definitivo a la plena realización de la Unión de los Mercados de Capitales en 2019» (COM (2018) 114 final, 8 marzo 2018).

7

COM (2017) 650; en el mismo se hacía referencia la necesidad de potenciar el uso de bonos garantizados para potenciar la UMC y a que la culminación de la Unión Bancaria Europea (UBE) y su conjunción junto con la UMC contribuiría a crear un sistema financiero único estable e integrado.

8

En comparación con otros instrumentos de financiación mayorista, los Covered Bonds demostraron una resistencia mayor a las situaciones de estrés de mercado. De acuerdo con el *ECBC (European Covered Bond Council) Fact Book 13th Edition* (2018), el volumen bruto de emisiones de Covered Bonds denominados en euros comenzó a incrementarse en 2014, debido al incremento tanto del número de emisores (especialmente de fuera de la UE) como de los volúmenes emitidos. En 2015, se registró un incremento notable en el volumen bruto de las emisiones, principalmente por la actividad de las entidades de crédito europeas, hasta alcanzar un volumen aproximado de 100€ billones. Ello ha de ponerse en relación con las medidas monetarias no convencionales adoptadas por el Banco Central Europeo («BCE») desde el 4 de septiembre de 2014 (*Covered Bond Purchase Programme-CBPP*) y, especialmente, el *CBPP3*, puesto en marcha por la [Decisión BCE/2014/40 del Banco Central Europeo, de 15 de octubre de 2014](#), sobre la ejecución del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados y recientemente pausado por el BCE en marzo de este año (pero aún en vigor). En 2018, los volúmenes de emisiones por bancos europeos se han mantenido relativamente elevados, así como también se ha registrado un incremento en los volúmenes de emisión por entidades no europeas (especialmente, bancos canadienses).

9

Principalmente Dinamarca (mayor mercado europeo, con un volumen vivo cercano a los 393€ billones a finales de 2017 - *ECBC Fact Book 13th Edition* - 2018), Alemania, Reino Unido, Italia y España.

10

Diversos parámetros determinados en las Best Practices de la Autoridad Bancaria Europea («EBA Report on Covered Bonds: Recommendations on Harmonisation of Covered Bond Frameworks in the EU, London: EBA, 20 December 2016») permiten refrendar esta conclusión. En concreto, es posible establecer tres grados de alineación de los regímenes de los estados miembros en relación con diversos parámetros de referencia de naturaleza heterogénea: (a) alto (doble recurso, segregación de activos de cobertura, inmunidad a insolvencia, administración de los programas en escenarios post-insolvencia del emisor, composición del conjunto de cobertura con activos localizados en diferentes jurisdicciones, límites loan-to-value, sobrecolateralización, uso de derivados, designación de cover pool monitor, supervisión del emisor y deberes/potestades de las autoridades de supervisión en escenario de insolvencia; (b) medio (composición del conjunto de cobertura, medición loan-to-value y frecuencia de reevaluación, colchón de liquidez y ámbito de divulgación de información); y (c) bajo (stress testing y frecuencia de divulgación de información).

11

Estos requisitos refieren: (a) emisión de obligaciones por una entidad de crédito; (b) cuyo domicilio social esté localizado en un estado miembro; (c) sometida a una supervisión pública especial pensada para proteger a los titulares de las obligaciones; (d) realizando la inversión de los importes resultantes de la emisión de obligaciones en activos que, durante la totalidad del período de validez de las obligaciones, provean colateral suficiente; (e) y que, en escenario de insolvencia del emisor, se usen de forma prioritaria para reembolsar el principal y pagar los intereses devengados a los inversores.

12

Si bien, tal como contempla la Propuesta de Directiva, la definición contenida en UCITSIV se creó con la finalidad de limitar los activos en que los fondos UCITS podían invertir.

13

En síntesis: (a) principios generales aplicables en escenarios de insolvencia/resolución del banco emisor a los programas de bonos garantizados; (b) mecanismos de control de la entidad (entre otros, gestión y enajenación de activos y patrimonio –incluyendo programas de bonos garantizados–); (c) mecanismos de salvaguardia (inmutabilidad, segregabilidad y disposición de financiación suficiente de activos garantizados de un conjunta de cobertura).

14

Tales requisitos de transparencia se configuran mediante un sistema de prueba de determinadas obligaciones de información que recaen sobre el inversor. En síntesis, éste debe demostrar a las autoridades supervisoras: (a) que recibe información con carácter mínimo sobre determinados

aspectos de la cartera (valor del conjunto de cobertura y bonos garantizados pendientes de amortización; distribución geográfica, naturaleza de activos de garantía, cuantía del crédito, tipo de interés y riesgos de cambio; estructura de vencimiento de activos de garantía y bonos garantizados; y el porcentaje de morosidad superior a noventa días); y (b) que pone a disposición de las entidades supervisoras relevantes dicha información con periodicidad mínima semestral.

15

El tratamiento prudencial del riesgo de liquidez (liquidez de fondos y liquidez de mercado) bajo CRR se acomete mediante el recurso a dos ratios de liquidez de opuesta proyección temporal: (a) requisito de cobertura de liquidez (corto plazo); y (b) colchón de liquidez (largo plazo). El cálculo del LCR se efectúa como el cociente entre el colchón de liquidez y las salidas netas de liquidez durante un periodo de tensión de treinta días naturales, expresado como porcentaje, debiendo ser superior al 100 %.

16

Salvando la creación de un «efecto acantilado» a efectos de la composición del colchón de liquidez entre ambas clases.

17

La mayoría de los estados miembros (salvo Croacia, Estonia, Bulgaria, Chipre, Letonia, Lituania, Malta, Rumanía y Eslovenia) cuenta con regímenes nacionales reguladores de Covered Bonds.

18

Los regímenes nacionales no regulan figuras completamente homogéneas, sino con características y requisitos legales específicos, relativos entre otros a la composición del conjunto de cobertura, criterios de admisibilidad y posibilidad de concentración de activos, obligaciones de transparencia e información, nivel obligatorio de sobrecolateralización o reducción del riesgo de liquidez.

19

La CE ha seguido mayormente las recomendaciones de la ABE contenidas en sus informes de buenas prácticas de 2014 («*Report on EU covered bonds frameworks and capital treatment*») y 2016 («*Covered Bonds in the European Union: harmonisation of legal frameworks and market behaviours*») aunque con ciertos puntos divergentes (derivados integrados en el conjunto de cobertura, falta de obligatoriedad del órgano de control y nivel de sobregarantía).

Dicho concepto pretende sustituir al contenido en UCITSIV, operando como concepto de referencia para el resto de normativa reguladora del régimen prudencial europeo, determinando la sustitución de la referencia del [52.4](#) UCITSIV y [44.2](#) BRRD a «bonos garantizados» por la definición contenida en la Propuesta de Directiva.

Entre los puntos distintivos se encuentran el recurso al originador, la gestión del conjunto de cobertura y las estructuras de pago de los cupones. Las principales ventajas de los Covered Bonds frente a dichos instrumentos incluyen, además de los puntos expuestos en el apartado siguiente, el tratamiento favorable para operaciones de repo frente al ECB y otros bancos centrales (empleo como colateral en operaciones de crédito del Eurosistema) y la exclusión de la secuencia de *bail-in*, especialmente relevante para los inversores, tal como muestran los diversos episodios de uso instrumentos de resolución/recapitalización en la UE en los últimos años (*HETA* –Austria–, *Novo Banco* –Portugal–, *Banca delle Marche/Banco Popolare dell'Etruria/Cassa de Risparmio di Ferrara/Cassa di Risparmio di Chieti y Monte dei Paschi* –Italia– y Banco Popular, S.A. –España–).

En España, la figura de los Covered Bonds –si bien no siendo totalmente asimilable con el concepto expuesto por la Propuesta de Directiva– se encuentra regulada en la [Ley 2/1981, de 25 de marzo](#), de Regulación del Mercado Hipotecario,

según modificada por la

[Ley 41/2007, de 7 de diciembre](#) de Regulación del Mercado Hipotecario, cuyo ánimo modernizador respecto al régimen previo abarcó la regulación de los bonos y cédulas hipotecarias con la finalidad de permitir la introducción de mejores regulatorias y técnicas que fomentasen la innovación y permitieran un mayor grado de flexibilidad y sofisticación a las entidades de crédito emisoras. La principal diferencia entre ambas figuras radica en la afectación de la totalidad -cédulas hipotecarias- o parcialidad singularizada mediante afectación en escritura pública -bonos- de la cartera hipotecaria del emisor como cobertura de la emisión, manteniéndose indemne en ambos casos su responsabilidad patrimonial universal.

[Directiva de la Comisión, de 16 de noviembre de 2006](#), relativa a la transparencia de las relaciones financieras entre los estados miembros y las empresas públicas, así como a la transparencia financiera de determinadas empresas de la Comisión.

(a) Determinación del valor de mercado o valor hipotecario de dichos activos; (b) existencia de garantía (hipoteca, carga, gravamen o garantía personal) susceptible de ejecución; (c) cumplimiento de los requisitos legales para la constitución de la garantía; (d) posibilidad de realización del valor del activo sin demora injustificada.

Consideración como activos de nivel 2A ( [art.11](#) Reglamento LCR).

Si bien el mandato para la eventual implementación del régimen de equivalencia contemplado en la Propuesta de Directiva no tiene una fecha definida para su inicio, cabe plantearse la posibilidad de que emisiones de Covered Bonds realizadas por terceros países a partir de la entrada en vigor de dicho régimen de equivalencia (o incluso tramos ya emitidos a mercado), puedan beneficiarse de consideración como equivalentes a los Covered Bonds europeos.

(a) Consignación en el balance de crédito del emisor de los Covered Bonds emitidos por una entidad de crédito perteneciente al grupo («*bonos garantizados emitidos internamente*»); (b) existencia de un crédito mantenido por la entidad emisora de los Covered Bonds («*bonos garantizados emitidos externamente*») frente a la entidad emisora en el mismo grupo cuyos Covered Bonds garantizan la emisión; (c) venta de los Covered Bonds emitidos a inversores fuera del grupo; y (d) condición de los Covered Bonds emitidos y usados como garantía como activos de nivel 1 (CRR) garantizados por hipotecas sobre bienes inmuebles residenciales o comerciales.

Entre otros, el riesgo de tipo de interés o el riesgo de divisa, potencialmente generados cuando los flujos de entrada de los activos del conjunto de cobertura y los pagos realizados según el calendario de amortización están denominados en divisas diferentes (*currency mismatches*) o la estructura de tipos de interés es asimétrica (*interest rate mismatches*). La cobertura de estos riesgos adquiere una especial relevancia para el cumplimiento del requisito de financiación casada y el control de las salidas netas de liquidez y en determinadas estructuras sujetas a contingencias (principalmente, estructuras *conditional pass-through*). Cabe destacar que las estructuras *conditional pass-through* (estructuras de amortización condicional por traspaso de cobros, en las que, caso de verificarse unos supuestos previamente establecidos, se prorroga el vencimiento de los bonos y su estructura de pagos pasa a tener un carácter contingente,

dependiendo de los flujos entidades de categoría inferior a la categoría 3 de calidad crediticia han sido excluidos del mencionado CBPP3, desde el 1 de febrero del presente año, debido a su mayor nivel de riesgo ([Decisión \(UE\) 2017/2199 del Banco Central Europeo, de 20 de noviembre de 2017](#) (BCE/2017/37)).

29

Previsiblemente, mediante documentación en acuerdos marco junto con confirmaciones y set de definiciones correspondiente.

30

La Propuesta de Directiva contempla que «...los contratos de derivados no puedan rescindirse en caso de insolvencia o resolución de la entidad de crédito que emita los bonos garantizados». De acuerdo con la terminología específica de acuerdos de compensación contractual, parecería más preciso referir, en relación con contratos de derivados OTC, a «vencimiento anticipado» o «resolución». En cualquier caso, el tenor de la Propuesta de Directiva parece determinar que las partes que formalicen coberturas mediante acuerdos marco deberán realizar ajustes ad hoc en sus partes dispositivas para cumplir con este requisito (p.ej. parece que como mínimo se deberá inaplicar la elección de Automatic Early Termination en el 2002 ISDA Master Agreement).

31

La exención de la obligación de compensación de derivados empleados para mitigar riesgos de tipos de interés y de divisa formalizados por emisores y conjuntos de cobertura ha tenido su eco en ESMA, que en su *Consultation Paper «Amendments to the EMIR Clearing Obligation under the Securitisation Regulation»* (JC 2018 14) de 4 mayo, mostró su intención de establecer un terreno de juego uniforme para los derivados empleados en el marco de emisiones de Covered Bonds así como de titulizaciones. Las respuestas recibidas a dicha iniciativa –publicadas por ESMA el 25 de junio de 2018– han respaldado la migración de los requisitos establecidos en el art. 1.2 de los Reglamentos Delegados (UE) No [2015/2205](#) y [2016/1178](#) y su inclusión en EMIR como [párrafos 5 y 6 a su art. 4](#) mediante la modificación operada por el [Reglamento \(UE\) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo de 12 de diciembre de 2017](#) por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada ([art. 42](#)). En síntesis, dichos requisitos establecen (a) uso exclusivo para fines de cobertura de desviaciones de tipos de interés o divisas; y (b) reducción adecuada del riesgo de crédito de contraparte (cuya concreción queda al albur de la elaboración de proyectos de normas técnicas de regulación junto con la determinación del nivel y el tipo de garantía necesarios en contratos de derivados extrabursátiles celebrados por entidades de bonos garantizados en relación con un bono garantizado).

32

Si bien la Propuesta de Directiva no especifica este punto, parece lógico que se proporcione, con carácter mínimo, sobre el activo primario (activo dominante en la composición del conjunto de cobertura que determina su naturaleza) y principales activos de sustitución (activo que contribuye a cumplir los requisitos del conjunto de cobertura, distinto de los activos primarios).

33

Con inclusión de las obligaciones de pago del principal e intereses devengados pendientes, con costes de mantenimiento y administración del programa de emisión.

34

Activos primarios, activos de sustitución, activos líquidos (ponderados de acuerdo con el régimen de liquidez del art. 16), contratos de derivados y sobregarantía obligatoria.

35

Integrados por activos de nivel 1, nivel 2A y 2B del  [Reglamento LCR](#) y activos de nivel 1 de calidad crediticia según CRR.

36

Inaplicación a Covered Bonds sujetos a requisitos de financiación casada.

37

En concreto: (a) presentación de un programa de actividades adecuado; (b) establecimiento de políticas, procesos y métodos adecuados para protección de los inversores; (c) posesión de conocimientos y cualificaciones adecuadas por el personal del emisor; y (d) creación de una adecuada organización administrativa.