

LOS BONOS GARANTIZADOS Y LAS TITULIZACIONES: SITUACIÓN ACTUAL, MARCO GLOBAL Y PERSPECTIVAS FUTURAS

Asunción Alonso Ventas (*) y José Manuel Marqués Sevillano (*)

(*) Asunción Alonso Ventas y José Manuel Marqués Sevillano son economistas en el Banco de España. Agradecen las sugerencias recibidas por parte de Ángel Estrada, Emiliano González Mota, Montserrat Martínez Parera y Pablo Sinausía Rodríguez, así como de Rafael Repullo y el extraordinario apoyo técnico de Luna Romo.

Este artículo es responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España ni del Eurosistema.

LOS BONOS GARANTIZADOS Y LAS TITULIZACIONES: SITUACIÓN ACTUAL, MARCO GLOBAL Y PERSPECTIVAS FUTURAS

Resumen

Los bonos garantizados y las titulizaciones desempeñan un papel importante en la financiación bancaria. La crisis financiera ha afectado a estos mercados de modo desigual. Mientras que el mercado de los bonos garantizados se ha mostrado resistente durante el período de crisis, el nivel de actividad registrado en el mercado de las titulizaciones está siendo muy escaso desde 2007. Por otro lado, las tendencias recientes también muestran cierta heterogeneidad; mientras que en el caso de los bonos garantizados se están produciendo ciertas innovaciones en su diseño (incorporación de nuevos tipos de activos como garantía y de nuevas estructuras para mejorar la gestión de la liquidez), en el caso de las titulizaciones se están fomentando productos más sencillos. Esta última iniciativa complementa las reformas legislativas iniciales que se emprendieron para mitigar las debilidades mostradas durante el período de crisis (problemas de incentivos en la originación y dificultades en la valoración, entre otros).

En este contexto, este trabajo analiza el comportamiento y las tendencias recientes en el período de poscrisis en los mercados de titulizaciones y de bonos garantizados, revisa la regulación actual y plantea los debates e iniciativas que están en marcha en el contexto internacional y europeo.

1 Introducción

La financiación bancaria responde fundamentalmente al objetivo de lograr los recursos necesarios para la realización de su actividad al mínimo coste que sea compatible con una adecuada estructura de vencimientos y con las regulaciones vigentes. Una parte significativa de los instrumentos de financiación está constituida por aquellos títulos que de un modo u otro están respaldados por una determinada cartera de activos. Esta vinculación se realiza principalmente a través de dos instrumentos: los bonos garantizados, o *covered bonds*, y las titulizaciones.

La apelación a este tipo de financiación ha sido uno de los factores que contribuyeron a la fuerte expansión del crédito bancario, especialmente en los años previos a la crisis. En el caso de las titulizaciones, un elemento fundamental fue la existencia de distintos tramos de riesgo y, en consecuencia, el acceso a un conjunto más amplio de inversores con distintas preferencias de rentabilidad-riesgo. Por su parte, en los bonos garantizados los incentivos respondían principalmente a los menores costes de financiación que conllevan las emisiones con doble recurso: la entidad emisora y el conjunto de activos de garantía¹.

No obstante, la crisis financiera afectó a estos mercados de modo desigual. Así, los bonos garantizados mantuvieron un mercado resistente durante el período de crisis, reforzando su papel clave en la financiación de los bancos europeos. Por el contrario, en el caso de las titulizaciones, desde 2007 el mercado mostró una escasa actividad debido a problemas de incentivos en la originación del riesgo y a las dificultades en la valoración, que se pusieron de manifiesto durante la crisis financiera. Las reformas legislativas realizadas para soslayar estas debilidades no han conseguido eliminar por completo el estigma generado en torno a estos productos.

¹ Los bonos garantizados han sido una figura tradicionalmente empleada en varios países europeos, como Alemania, Dinamarca, Francia o España, con distintas denominaciones (en el caso español se les conoce como «cédulas hipotecarias» o «territoriales», según sea el activo de garantía). Generalmente estos instrumentos se emiten bajo un marco jurídico nacional especial y están sujetos a supervisión pública, según se establece en artículo 54 de la Directiva de sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

Durante el período de poscrisis se han observado dos tendencias fundamentales en torno a estos mercados: por un lado, un impulso hacia una mayor simplicación en el diseño del producto y una mejora de la transparencia para facilitar su valoración, especialmente en el caso de las titulaciones, y, por otro lado, una mayor diversificación en torno a los activos de garantía, a través de la incorporación de nuevos activos a los ya tradicionalmente empleados, especialmente en la figura de los bonos garantizados, al tiempo que se ha despertado el interés por el uso de esta forma de financiación bancaria en nuevas jurisdicciones.

El funcionamiento de estos mercados, por tanto, aún se enfrenta a importantes desafíos, por lo que, recientemente, se han emprendido varias reformas regulatorias a nivel internacional y a nivel europeo. A nivel internacional, lideradas por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB por sus siglas en inglés), forman parte de las iniciativas emprendidas para promover un sistema financiero más sólido y seguro que pasa por identificar y mitigar el riesgo sistémico en sus tres componentes clave: mercados, instrumentos e instituciones. Las iniciativas persiguen mitigar las ineficiencias por el lado de la oferta y de la demanda, aumentando la base de emisores (lo que incluye emisores no bancarios) y el interés de los inversores de un modo sostenible. Para la consecución de este objetivo se está fomentando el diseño de productos más simples, homogéneos y comparables a nivel global, lo que facilitaría la fijación de precios de referencia de mercado. Por su parte, la Comisión Europea ha incluido también como una prioridad de su agenda regulatoria la revitalización de las titulaciones y la expansión de los bonos garantizados. En concreto, en el año 2015 se comprometió a revisar el marco legislativo del mercado de las titulaciones sobre una base robusta que, entre otros, conlleva otorgar un tratamiento prudencial diferenciado a un determinado tipo de titulaciones más sencillas, normalizadas y transparentes. Además, como complemento, se prevé avanzar en la construcción del marco de los bonos garantizados paneuropeos para evitar posibles ineficiencias y fragmentaciones nacionales. Ambos aspectos constituyen elementos importantes para el buen funcionamiento de los mercados de capitales en la UE².

En dicho contexto, este trabajo analiza el comportamiento y las tendencias recientes de los mercados de titulaciones y de bonos garantizados, revisa la regulación actual y plantea los debates e iniciativas que están en marcha en el contexto internacional y europeo. En concreto, trata de ilustrar los aspectos más relevantes de cada uno de estos mercados: el tratamiento prudencial, en el caso de las titulaciones, que se aborda en la segunda sección, y la heterogeneidad de los modelos nacionales, en el caso de las cédulas, que se analiza en la tercera sección. Por último, este trabajo finaliza con algunas reflexiones sobre las iniciativas puestas en marcha.

2 La titulación de activos: situación actual y medidas adoptadas

Las titulaciones se constituyeron como un instrumento destinado a captar financiación por parte de los bancos (especialmente las titulaciones tradicionales) y como una vía para transferir, de forma parcial o total, riesgo de crédito fuera del sistema bancario mediante la transformación de un conjunto de activos poco líquidos en una serie de instrumentos negociables, líquidos y con unos flujos de pagos determinados³. Esta última característica, que inicialmente facilitó su elevada aceptación por los operadores no bancarios especializados en el mercado (principalmente fondos de inversión y compañías de seguros), logra

2 El 30 de septiembre de 2015 la Comisión Europea publicó un plan de acción con los trabajos prioritarios para impulsar la Unión de los Mercados de Capitales (con fecha 2019) y para remover las barreras aún existentes a las inversiones transfronterizas, reduciendo los costes de financiación. Este plan de acción consiste fundamentalmente en el desarrollo de vías alternativas de financiación no bancaria con el objetivo de impulsar el crecimiento económico y la creación de empleo en toda la UE, junto con la mejora de la capacidad de absorción de *shocks* por parte de empresas y pymes mediante estas vías de financiación alternativa.

3 Para un análisis detallado del proceso de titulación, de los riesgos que conlleva y del papel desempeñado por los diferentes agentes implicados, véase Catarineu y Pérez (2008).

una mayor diversificación del riesgo en el sistema, pero también lleva asociados un cierto nivel de complejidad y una serie de riesgos de valoración que, dada la amplia distribución entre distintos agentes, podrían llegar a alcanzar naturaleza sistémica y, finalmente, repercutir en el conjunto del sistema financiero y, por ende, en el funcionamiento de la economía real.

Desde el estallido de la crisis financiera la actividad del mercado de titulaciones ha disminuido drásticamente a nivel global de forma generalizada, lo que evidencia la falta de confianza hacia las características generales de estos productos (véase gráfico 1). No obstante, el mercado americano está mostrando ciertos síntomas de recuperación, aunque todavía se encuentra lejos del volumen de emisiones que se registraron en el período de 2005 a 2007. Por el contrario, la operativa del mercado europeo, pese al relativo buen comportamiento de los impagos⁴ y las menores tasas de pérdida esperada y de pérdida realizada que se registraron durante la crisis (véase cuadro 1), ha quedado limitada a los tramos altamente calificados que son descontables en el BCE⁵ o a su utilización en programas públicos especiales de apoyo al sector financiero. Según los datos de la Asociación

- 4 Mersch (2014) menciona que durante la crisis la tasa de impago de las titulaciones en Europa se situó entre el 0,65 % y el 1,5 %, mientras que en Estados Unidos esta cifra estaba entre el 9,3 % y el 18,4 %.
- 5 Para la instrumentación de las medidas de política monetaria convencional el BCE mantiene altas exigencias de calidad crediticia y aplica elevados recortes (*haircuts*) en el descuento de los bonos de titulación. Además, en septiembre de 2014, como parte de las medidas de política monetaria no convencional, el BCE anunció un programa especial de compras de *Asset Backed Securities* (ABS) y de cédulas hipotecarias. Las adquisiciones de ABS son exclusivamente de titulaciones simples y transparentes, cuyo activo subyacente sea créditos de empresas y familias de la zona del euro.

EMISIONES DE TITULIZACIONES POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

GRÁFICO 1



FUENTE: Dealogic. Emisiones a partir de 18 meses, no retenidas, excluyendo GSE (Government Sponsored Entities). Nacionalidad conforme a la nacionalidad de la matriz.

PÉRDIDAS POR TIPO DE ACTIVO SUBYACENTE (2000-2013)

CUADRO 1

	RMBS		CMBS	
	EEUU	UE	EEUU	UE
Pérdida esperada (%)	4,1	0,2	4,2	2,9
Pérdida realizada (%)	4,5	0,0	1,5	1,1

FUENTE: Fitch.

NOTAS: Bonos de titulación hipotecaria: *Residential Mortgage Backed Securities* (RMBS) y *Commercial Mortgage-Backed Securities* (CMBS).

Los activos subyacentes son préstamos hipotecarios residenciales, en el primer caso, y préstamos hipotecarios comerciales, en el caso de los CMBS.

Pérdida esperada estimada por Fitch para los tramos con calificación CCC o inferior.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Total EEUU	2.080,5	934,9	1.385,3	1.203,7	1.056,6	1.579,2	1.515,1	1.131,5	1.265,9
Total UE	593,6	818,7	423,8	377,9	375,9	253,4	180,8	217,0	213,7
Del que: % retenido	30 %	87 %	94 %	76 %	76 %	66 %	58 %	64 %	62 %

FUENTE: Asociación para los Mercados Financieros en Europa.

para los Mercados Financieros en Europa (AFME, por sus siglas en inglés) solo el 38 % de los 214.000 millones de euros titulizados en 2015 se colocó en el mercado (véase cuadro 2). En España el volumen titulizado fue mínimo y, en su mayoría, permaneció retenido en los balances bancarios. De hecho, en los últimos cinco años el saldo vivo se ha reducido en casi la mitad (de 300.000 millones en 2008 ha pasado a 163.000 millones en septiembre de 2015, incluyendo el saldo vivo del Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico —FADE—). Una de las cuestiones clave es el papel que la regulación ha tenido (y puede tener) en el funcionamiento de este mercado.

Desde 2009 han sido varias las medidas regulatorias emprendidas. Estas se enmarcan en dos bloques diferenciados en el tiempo y persiguen diferentes objetivos. En una primera fase, se incorporaron varias reformas regulatorias con el objetivo de paliar las debilidades detectadas durante la crisis y afianzar la estabilidad financiera. Por el contrario, las iniciativas recientes, que aún se encuentran en proceso de aprobación, pretenden reabrir (o revitalizar) el mercado de las titulizaciones y diversificar las fuentes de financiación de la economía.

Así, las reformas de la primera fase reforzaron el capital que los inversores y los originadores necesitan mantener por el riesgo inherente en este tipo de operaciones, incrementado los requerimientos de capital para los inversores y reduciendo los alivios de capital para los bancos originadores. Además, se incorporaron requisitos adicionales para crear incentivos más apropiados en el proceso de concesión de préstamos y en la gestión del riesgo posterior; por ejemplo, la obligación de retención por parte de la originadora de un porcentaje mínimo. Las exigencias para un correcto control y evaluación de los riesgos también fueron reforzadas; ahora son menos dependientes de las calificaciones externas, y son más exigentes los requisitos de transparencia y de divulgación de información.

Si bien estas reformas eran necesarias para afianzar la estabilidad financiera⁶, la realidad es que también han generado barreras adicionales que dificultan el funcionamiento eficiente del mercado, el cual, después de cinco años, continúa sin mostrar síntomas claros de recuperación. Son varios los motivos que se han identificado a este respecto: en primer lugar, la prolongada desconfianza de los inversores sobre la calidad de los préstamos subyacentes y, principalmente, sobre los riesgos asociados con el propio proceso de titulización; en segundo lugar, los reducidos incentivos por parte de los originadores para realizar nuevas emisiones en un período de escaso crecimiento del crédito y en una situación en la que muchas entidades mantienen una amplia cartera de activos ya comprometida en instrumentos similares y, en ocasiones, menos costosos (básicamente bonos garantizados). Finalmente, se suele mencionar el mayor coste en términos de capital regulatorio que ha supuesto la reforma regulatoria y algunas incertidumbres asociadas a ella.

⁶ Segoviano *et al.* (2013) ilustran los principales factores del funcionamiento del mercado de titulizaciones durante este período y sus implicaciones para la estabilidad financiera.

La segunda fase normativa pretende revitalizar, al menos, una parte de este mercado y aprovechar sus ventajas para potenciar el flujo del crédito hacia la economía real. Las ventajas identificadas están asociadas, entre otros, a la diversificación de las fuentes de financiación de la economía, a la extensión del abanico de activos financieros y a la menor dependencia de la financiación bancaria, especialmente en los momentos bajos del ciclo económico. De hecho, uno de los objetivos es tratar de ampliar la base de emisores para incorporar a entidades financieras no bancarias, como, por ejemplo, los establecimientos financieros.

Ya en 2010 el Consejo de Estabilidad Financiera plantea la conveniencia de impulsar productos estandarizados y sencillos que puedan diferenciarse de las titulaciones complejas. Como consecuencia de esta decisión, en julio de 2015, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) han consensuado una serie de criterios para identificar y diferenciar los valores más simples y de alta calidad del resto. Posteriormente, en noviembre de 2015, el BCBS publicó un documento consultivo en el que, con base en los criterios identificados, presenta varias alternativas para la actualización del tratamiento prudencial en el caso de los bancos originadores y de los bancos inversores en estos productos.

En paralelo, la Comisión Europea, apoyada en los trabajos de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), presentó en septiembre de 2015 una propuesta legislativa en la que incorpora el concepto de titulaciones simples, transparentes y estandarizadas que han sido recientemente aprobadas por el Consejo y que están en espera de su ratificación por el Parlamento Europeo. El BCE también ha manifestado su apoyo a esta iniciativa y al desarrollo, en particular, del mercado de titulaciones de contratos relativamente estandarizados de préstamos para el consumo y de papel comercial o de pagarés de empresa que presentan un perfil de caja predecible de los pagos tanto del principal como de los intereses. Estos programas de *Asset Back Securities* (ABS) constituyen una vía útil para facilitar el acceso a la financiación de hogares y empresas de la zona del euro.

2.1 LAS TITULIZACIONES SENCILLAS, TRANSPARENTES Y NORMALIZADAS (EN LO SUCESIVO, STS, POR SUS SIGLAS EN INGLÉS)

Para potenciar el desarrollo de este mercado se ha establecido, en primer lugar, unos criterios de elegibilidad que garantizan un estándar mínimo de calidad de los activos subyacentes y, por tanto, que avalan un menor riesgo de este instrumento.

En segundo lugar, se establecen unos criterios que pretenden evitar las debilidades pasadas y, en particular, el modelo «originar para distribuir», el apalancamiento excesivo, el riesgo de refinanciación o la opacidad. Se pretende distinguir aquellas titulaciones cuyas características minoren el riesgo asociado al proceso de estructuración (y estratificación en los distintos tramos de riesgo) y, además, faciliten la valoración del riesgo implícito por parte de los inversores. La estandarización y los requisitos de transparencia permitirían una mayor aceptación entre los inversores y su negociación en los mercados secundarios⁷.

Por otra parte, y de forma consistente, se precisa que el nuevo marco normativo reconozca el menor riesgo de este tipo de titulaciones en comparación con las que no cumplen estos criterios. En la UE estas reformas ya se han materializado en dos proyectos de reglamento:

⁷ Tal como se señala en el documento conjunto del Banco de Inglaterra y del BCE, una mejora del nivel de liquidez de los mercados secundarios conllevaría efectos adicionales, como un mejor tratamiento como colateral en las operaciones de política monetaria.

el primero establece ciertas normas sobre titulaciones y los criterios que definen una titulación STS; el segundo proyecto modifica el Reglamento 575/2013 sobre los requisitos de capital de los bancos⁸.

El primer criterio de elegibilidad es la simplicidad, y se establece con base en los siguientes aspectos:

- a) Homogeneidad de los activos subyacentes y características simples para facilitar la valoración por parte del inversor. En principio, está previsto que se distinga entre hipotecas residenciales, hipotecas comerciales, financiación a pymes y financiación para adquisición de automóviles (o *leasing*). Si bien esta clasificación inicial presenta algunos solapamientos y está previsto un desarrollo posterior por parte de la Autoridad Supervisora Europea.
- b) Se excluyen las retitulaciones por su mayor opacidad y complejidad para la valoración del riesgo implícito y por el efecto multiplicador de errores que se evidenció durante la crisis.
- c) Se exige a los bancos que dispongan de un historial crediticio suficientemente amplio de los préstamos que están titulando con el objetivo de disponer de estimaciones robustas del riesgo de impago y de mitigar el riesgo de inclusión de préstamos de alto riesgo. Además, los activos deteriorados quedan excluidos de estas emisiones.
- d) El emisor de la titulación debe tener la propiedad del préstamo, es decir, el emisor debe ser el prestamista de los préstamos que respaldan los valores emitidos. Esto supone la exclusión de las titulaciones sintéticas de la definición debido a que la transferencia de riesgo se realiza mediante un contrato de protección crediticia.

Los dos criterios siguientes, el de transparencia y el de estandarización, conllevan los siguientes requisitos:

- a) Los préstamos empaquetados en las titulaciones deben haber sido generados utilizando los mismos estándares de concesión que cualquier otro préstamo, es decir, no deben generarse con el único objetivo de ser titulados, lo que en su momento debilitó los estándares de concesión de estos contratos.
- b) El originador debe retener al menos el 5 % de la cartera de préstamos con el objetivo de garantizar las buenas prácticas en su concesión y gestión.
- c) Se debe publicar información sobre la estructura utilizada y, lo que es más importante, información sobre la cascada de pagos establecida para cada tramo de la estructura de la titulación.
- d) Se debe publicar de forma continuada información sobre el comportamiento de los préstamos empaquetados.

⁸ Se realizará una evaluación completa de esta regulación cuatro años después de su implementación para ver su eficacia y decidir, en su caso, medidas o enmiendas adicionales.

- e) Deben estar claramente definidas las obligaciones contractuales y las responsabilidades de todas las partes implicadas en el proceso de titulización.

Para garantizar el cumplimiento de los criterios anteriores de una forma efectiva, se prevé su acreditación. En principio, esta acreditación la realizarían las autoridades supervisoras, y se incluiría información esencial en el folleto de emisión y en los informes trimestrales. No obstante, se mantiene abierta la posibilidad de que finalmente sea una tercera parte independiente la que certifique su cumplimiento⁹. El cumplimiento de estos criterios no se limita a las titulaciones simples europeas, sino que está previsto un régimen de equivalencia para emisiones de originadoras, patrocinadoras y vehículos especializados de terceros países, pendiente de la finalización de los trabajos en materia de titulaciones simples, transparentes y comparables del BCBS.

Por otra parte, un tratamiento prudencial diferenciado para este tipo de titulaciones es esencial para garantizar la credibilidad de la propuesta y, en definitiva, afectar el comportamiento de los agentes del mercado. De momento solo existe una propuesta legislativa para el sector bancario. En concreto, se han recalibrado los requisitos de capital para reflejar los menores riesgos asociados a este tipo de titulaciones cualificadas, con base en las mejores tasas de pérdidas e impagos que se registraron durante el período de crisis¹⁰. En términos agregados, se ha estimado una reducción del 25 % en el consumo de capital en comparación con el resto de las titulaciones. La propuesta plantea una ponderación de riesgo mínima menor para las posiciones en tramos más sénior o posiciones preferentes (reducción desde el 15 % al 10 %)¹¹ y modifica el orden de aplicación de las diferentes opciones (modelos) para el cálculo de los requerimientos¹².

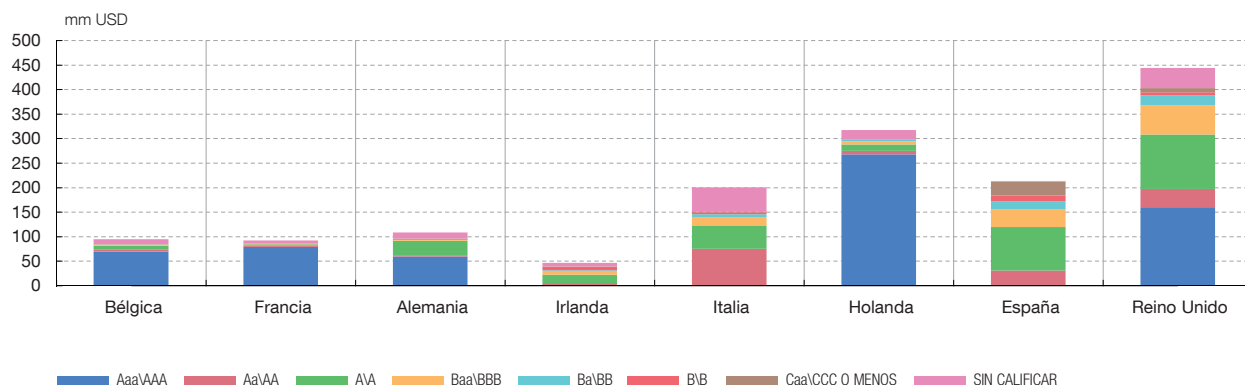
Por otra parte, se ha reducido la dependencia de las calificaciones externas, aunque estas continúan desempeñando un papel relevante en algunos de los métodos utilizados. Como se puede observar en el gráfico 2, la calificación del soberano condiciona la calificación externa. En concreto, en los países periféricos, debido a la baja calificación del riesgo soberano, no existen actualmente titulaciones con una calificación externa superior a «A», lo que probablemente limitará la ampliación de la base inversora (véase gráfico 2). En el caso de las titulaciones de préstamos a pymes, las principales dificultades se encuentran en la obtención de una calificación externa de grado de inversión (solo el 60 % de los tramos lo consiguen). Además, la inexistencia de un mercado secundario líquido dificulta el acceso a pequeños inversores y pone en cuestión la disciplina de mercado.

9 En concreto, la industria ha adoptado una serie de acciones encaminadas a mejorar la información y los informes facilitados al inversor. Estas acciones han complementado otras mejoras legislativas relativas a las agencias de calificación externa y a la regulación aplicable a los folletos de emisión.

10 La recalibración se ha realizado utilizando los datos del European Data Warehouse de titulaciones y el análisis de las series históricas de los impagos de CEREP (*central repository* establecido por ESMA).

11 En términos generales se aplica una ponderación de riesgo mínima del 15 % para todas las posiciones de titulización. Las retitulaciones, sin embargo, presentan una complejidad y unos riesgos mayores, por lo que todas sus posiciones están sujetas a un cálculo del capital reglamentario más conservador y a una ponderación de riesgo mínima del 100 %.

12 En primer lugar, la entidad debe utilizar una fórmula facilitada por las autoridades de supervisión (método SEC-IRBA), para lo que empleará su propio cálculo de los requisitos de capital para ese tipo de activos subyacentes (necesita estar previamente autorizada a usar el método basado en calificaciones internas, el método IRB). El método basado en calificaciones externas para las titulaciones (método SEC-ERBA) debe ser utilizado por las entidades que no puedan usar el método SEC-IRBA para sus posiciones en una titulización concreta. Cuando no estén disponibles los dos primeros métodos o cuando el uso del método SEC-ERBA arroje unos requisitos de capital reglamentario desproporcionados, las entidades pueden aplicar el método estándar para las titulaciones (método SEC-SA), que se basa en una fórmula facilitada por las autoridades de supervisión y utiliza como *input* los requisitos de capital de los activos subyacentes calculados según el método estándar para el riesgo de crédito.



FUENTE: SIFMA. Último valor: tercer trimestre de 2015.

2.2 PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE EL MARCO EUROPEO Y EL MARCO INTERNACIONAL

En términos generales, las propuestas europeas coinciden con las propuestas internacionales. En concreto, ambas han excluido las titulizaciones sintéticas del concepto de titulación simple. Generalmente los productos sintéticos son más complejos, conllevan riesgos legales y de contraparte adicionales y han generado mayores pérdidas. No obstante, en el marco europeo se acepta que ciertas titulizaciones sintéticas puedan ser catalogadas como titulizaciones STS, básicamente aquellas que cumplen los requisitos exigidos a las titulizaciones tradicionales, salvo el de la transferencia efectiva de los activos, y siempre que sean emitidas por emisores del alta calidad¹³. Esta excepción se ha incorporado para no entorpecer el papel que está actualmente desarrollando el Fondo Europeo de Inversiones en la financiación a las pymes.

En la misma línea, en la UE se ha dejado abierta la posibilidad de aplicar el tratamiento preferencial a ciertas titulizaciones con plazos cortos, es decir, programas de papel comercial o de pagarés de empresa¹⁴. La idea fundamental es limitar el tratamiento preferencial a aquellos programas que cumplan condiciones similares a las de las titulizaciones tradicionales y ampliarlo a originadores que no sean entidades bancarias.

3 Bonos garantizados (covered bonds)

Los bonos garantizados han sido uno de los segmentos que han mostrado una mayor resistencia durante la crisis económica. Su diseño está basado en la emisión de deuda bancaria, que, además, cuenta con el respaldo de unas garantías asignadas. Este diseño facilita su valoración, en comparación con las titulizaciones, ya que el riesgo de crédito obedece esencialmente a la combinación de dos factores: el valor de la cartera de garantía (generalmente activos hipotecarios de elevada calidad crediticia) y la probabilidad de

13 La EBA emitió en diciembre de 2015 un informe sobre titulizaciones sintéticas en el que recomienda que se extienda el tratamiento preferencial cuando el importe de la protección otorgada se deposita en efectivo. Además, para ello incorpora propuestas, que están relacionadas con condiciones que deben cumplir los contratos de cobertura, para adaptar los criterios establecidos para las titulizaciones tradicionales a las características específicas de las titulizaciones sintéticas.

14 La industria a través del European Covered Bond Council (ECBC) está promoviendo un nuevo instrumento denominado «European secured notes», que tendría como subyacente préstamos a pymes. Este nuevo instrumento híbrido comparte muchas de las características de los bonos garantizados (en concreto, el recurso dual al emisor de la nota y a los préstamos de respaldo cuando estos últimos sean un conjunto dinámico) y algunas de las características de las titulizaciones (como la existencia de un vehículo y la obligación de retención por parte del emisor del 5% del riesgo de crédito de los activos de respaldo; en este caso, normalmente estáticos). Esta iniciativa engloba la adopción común de criterios de elegibilidad, definiciones, parámetros de riesgo y requisitos de divulgación. El principal escollo de esta propuesta es su encaje con los requisitos establecidos en la Directiva sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS, por sus siglas en inglés).

quiebra de la entidad emisora, sin necesidad de evaluar la distribución del riesgo de crédito entre los diferentes tramos característicos de una titulización. Adicionalmente, la existencia de una larga tradición en algunos países con este tipo de instrumentos (algunos mercados, como el de Dinamarca o Alemania, tienen más de doscientos años de tradición), unido al bajo nivel de riesgo y a la estabilidad de su calificación crediticia durante la crisis financiera en comparación con otros instrumentos de deuda bancaria, explica la solidez en su base inversora (véase gráfico 3).

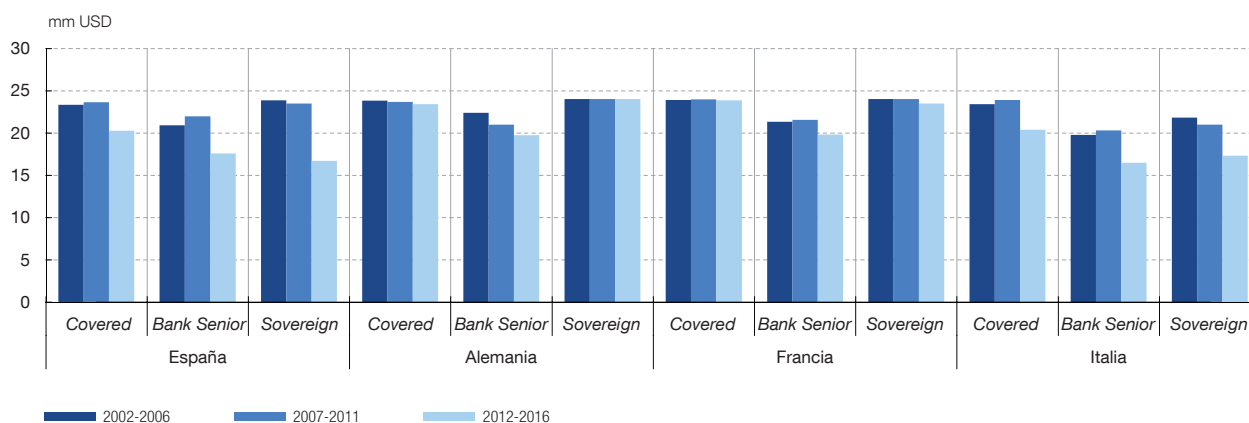
En este sentido, cabe destacar que, de acuerdo con la información que proporciona Dealogic, desde 2007 la emisión en bonos garantizados ha supuesto más de la mitad de las emisiones en términos brutos de deuda de alta calidad (deuda no colateralizada y no subordinada con grado de inversión y bonos garantizados) de las entidades financieras de los principales países de la zona del euro. La importancia de este mercado para el sector ha quedado patente en los tres programas de compras que puso en marcha el BCE desde 2009 con objeto de evitar posibles tensiones en este mercado y estimular la concesión de crédito bancario¹⁵. Otro de los factores que muestran la importancia de este instrumento en la financiación bancaria se encuentra en el incremento de emisiones procedentes de fuera de los países europeos que tradicionalmente utilizaban este mercado. Así, tal y como puede apreciarse en el gráfico 4, a lo largo de los últimos años ha aumentado el volumen de emisiones realizadas fuera de la zona del euro, principalmente en países como Canadá, el Reino Unido y Australia, cuyas legislaciones de estos productos son relativamente recientes¹⁶. Este interés de los emisores de otras jurisdicciones no solo se encuentra en la posibilidad de acceder a inversores de países europeos, que están ya familiarizados con ellos, sino también persigue el acceso a inversores de otras jurisdicciones, como pone de manifiesto el aumento de emisiones de bonos garantizados en monedas distintas del euro.

Adicionalmente, la demanda y resistencia de este producto durante la crisis ha propiciado también cierto grado de innovación en su diseño:

- 15 Los motivos de cada uno de los programas no han sido los mismos; así, en los dos primeros, CBPP1 (2009) y CBPP2 (2011), la intención era evitar problemas en el funcionamiento del mercado, mientras que, en el tercero CBPP3 (2014), el objetivo es reducir los costes de financiación bancaria y estimular el crecimiento económico.
- 16 En Anguren, Marqués y Romo (2013) puede encontrarse una descripción comparada de las características de las legislaciones de bonos garantizados que han surgido más recientemente en relación con las de los países en los que existía una larga tradición con este instrumento.

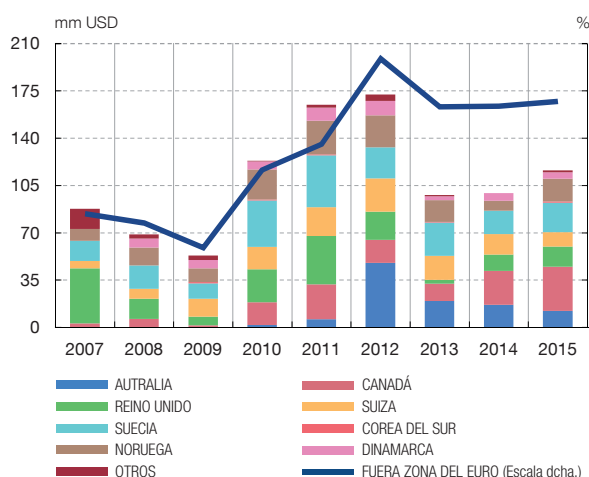
EMISIONES DE BONOS DE ALTA CALIDAD Y SU CALIFICACIÓN CREDITICIA MEDIA

GRÁFICO 3

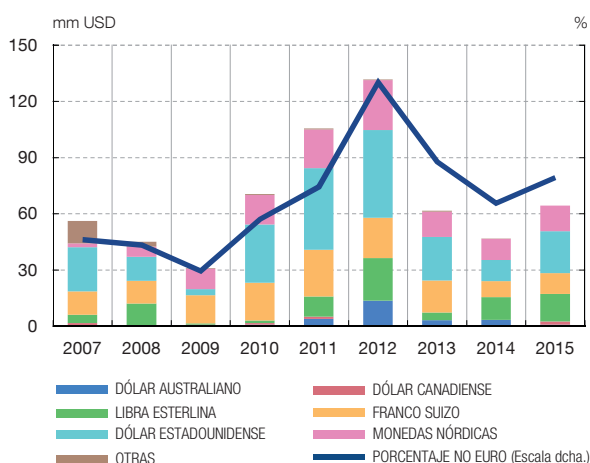


FUENTE: Dealogic. Medias con respecto al total de emisiones con calificación crediticia. Año 2016, hasta el 25 de febrero.

1 EMISIONES FUERA DE LA ZONA DEL EURO



2 EMISIONES EN MONEDAS DISTINTAS AL EURO



FUENTE: Dealogic. Emisiones a partir de 18 meses, no retenidas. Nacionalidad conforme a la nacionalidad de la matriz. Porcentaje (%) de las emisiones realizadas fuera de la zona del euro (o en monedas distintas al euro) respecto al total.

- a) Por un lado, se han tratado de ampliar los tipos de activos que componen la cartera de garantía, incluyendo colaterales distintos de los tradicionalmente empleados (hipotecas, deuda del sector público y préstamos a navieras y aeronáuticas) con objeto de ampliar las posibilidades que tienen las entidades si deciden acudir a este instrumento para financiarse.

El segmento más evidente, por las dificultades que se han observado en su financiación durante la crisis financiera, es el de los créditos a pymes. En algunos casos, como los de Italia o Turquía, se han desarrollado iniciativas legislativas que facilitan emisiones de bonos garantizados con este tipo de colateral, si bien, dadas las características de los activos de garantía, su mantenimiento en el activo del balance no siempre conlleva un menor consumo de capital para el tenedor bancario. En otros casos, esta iniciativa ha partido de la propia industria, como en el caso del banco alemán Commerzbank, que ha emitido bonos garantizados respaldados por pagarés de empresa renovables. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que en estos casos las agencias de calificación externa exigen un mayor nivel de sobrecolateralización que el que se exige a los bonos respaldados por activos con garantía hipotecaria para alcanzar un determinado *rating*. De todas formas, en un contexto en el que las autoridades monetarias han ampliado de manera extraordinaria las facilidades de financiación a medio plazo para las entidades bancarias¹⁷, el desarrollo de estos títulos hasta el momento ha sido relativamente limitado, si bien varios organismos apuntan al impulso de estos mercados como una de las formas de estimular de modo sostenido la financiación a las pymes.

Otra de las áreas de innovación en el entorno de los activos de garantía o colaterales elegibles la constituyen los créditos que se conceden a empresas exportadoras. En concreto, se trata de aquellos préstamos que adicionalmente

17 En el caso del BCE se han introducido varias medidas de financiación (conocidas como TLTRO) que en la actualidad alcanzan los cuatro años de vencimiento. En otros casos, como el del Banco de Inglaterra, se han implementado programas como el *Funding for Lending Scheme*, que también facilita la refinanciación de los créditos bancarios en un horizonte prolongado.

cuentan con la garantía de una agencia de crédito a la exportación (ECA). Para incluir y fomentar esta clase de créditos se han empleado dos tipos de aproximaciones; por un lado, la planteada en Alemania, consistente en enmendar la legislación de *covered bond*¹⁸ y asimilar los créditos garantizados por una ECA como crédito del sector público que se integraría con el resto del colateral procedente del sector público. Por otro lado, en España la aproximación ha sido distinta, creándose una nueva clase de cédulas hipotecarias respaldadas por un colateral de créditos a la exportación garantizados por las ECA¹⁹.

Más recientemente, en 2014, se realizaron las primeras emisiones de bonos garantizados verdes (*green covered bonds*), incorporándose estos productos a una tendencia creciente en los mercados de realizar emisiones que son empleadas para respaldar inversiones sociales o medioambientalmente responsables. En este caso, las características son las mismas que las de cualquier otro *covered bond*, con el añadido de que debe de realizarse un proceso de verificación para comprobar que el colateral cumple con los requisitos medioambientales o socialmente responsables de la emisión. A diferencia de otras estructuras, en el caso de los bonos garantizados verdes, el carácter dinámico y la necesidad de generar nuevo colateral elegible hace que el compromiso de la entidad emisora con los criterios sociales y medioambientales deba de mantenerse en el tiempo.

- b) Además de la ampliación en el tipo de activo de garantía o colateral del bono, en los últimos años también se ha producido una proliferación de nuevas estructuras financieras en torno a los bonos garantizados que permiten una mejor gestión de la liquidez en determinadas situaciones. En concreto, han proliferado los programas que, en situaciones excepcionales de quiebra de la entidad emisora, permiten que las previsibles dificultades transitorias de liquidez para cumplir con la amortización del bono garantizado se puedan solventar mediante la ampliación del vencimiento del *covered bond* por un período de tiempo fijo (*soft bullet*) o por un período condicionado al vencimiento del colateral subyacente (*conditional pass-through*). Estas modalidades se vienen implementando en nuevas emisiones desde 2014, si bien en algunas jurisdicciones, como en Polonia, la enmienda legislativa se ha realizado con carácter retroactivo, lo que permite extender este tipo de cláusulas a todos los programas existentes. Este tipo de estructuras pretende evitar que, en caso de dificultades para cumplir con los plazos de amortización preestablecidos, el gestor del programa de *covered bonds* se vea obligado a vender precipitadamente (y con elevados descuentos) su cartera de activos de respaldo. En el pasado este evento se abordaba, bien con una mayor sobrecolateralización y exigencia de activos líquidos, bien recurriendo a la separación de los activos de respaldo del resto de la cartera bancaria a través de un vehículo. Sin embargo, la necesidad de una mayor eficiencia en el

18 En concreto se enmendó el artículo 20 de la Pfandbriefe Act en 2009.

19 La normativa que desarrolla las cédulas de internacionalización se encuentra en el RD-ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad, el RD 579/2014, de 4 de julio, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, en materia de cédulas y bonos de internacionalización, y la Circular del Banco España 4/2015, que establece las normas públicas y confidenciales de información financiera a rendir. En concreto, esta última establece un marco más sólido para la evaluación de las garantías hipotecarias utilizadas en las cédulas españolas, lo que podría alentar a todos los emisores a actualizar periódicamente su valoración.

nivel de colateralización de los bonos garantizados debido a la preocupación por los niveles de afectación de los activos (*encumbrance*) de las entidades emisoras ha propiciado la aparición de estas estructuras.

Por otro lado, la normativa regulatoria bancaria que se ha ido aprobando e implementando en los últimos años también ha tenido efectos de distinto signo para este mercado. Así, la ratio de liquidez (*liquidity coverage ratio*) o las normas de resolución han tenido un efecto que, en general, puede considerarse como positivo, al permitir que los bonos garantizados que cumplen determinadas características computen como activos líquidos²⁰ o al hacer explícito que en situaciones de resolución los tenedores de estos bonos no se van a ver afectados por posibles recortes que pueden afectar a otros acreedores (véase más detalle en la siguiente sección).

En definitiva, este tipo de instrumento no solo parece haber mantenido un papel importante en la financiación bancaria —algo que, en el caso de la zona del euro, ha sido reforzado con los programas de compras del BCE—, sino que en cierto modo puede concluirse que su importancia se ha incrementado, extendiéndose a más regiones y ampliando el tipo de activos de respaldo o colateral de las nuevas emisiones. Adicionalmente, se han ido incorporando cambios a nivel nacional que pretenden mejorar la gestión de la liquidez en situaciones de resolución. No obstante, aún existen importantes retos en estos mercados, entre los que destaca la elevada fragmentación de las legislaciones de cada país, algo que constituye uno de los futuros retos en este mercado²¹.

3.1 LOS BONOS GARANTIZADOS: INICIATIVAS RECIENTES

Como ya se ha mencionado, el mercado de los bonos garantizados ha mostrado una mayor resistencia durante el período de crisis, apoyado principalmente, aunque no exclusivamente, en la percepción de un menor riesgo inherente en estos instrumentos por parte del inversor. De hecho, durante este período se convirtieron en uno de los principales instrumentos de financiación mayorista de los bancos europeos. Este auge del mercado ha venido acompañado por varias iniciativas emprendidas en algunos países con el objetivo de establecer marcos legislativos especiales que ayuden a potenciar su desarrollo.

A nivel global, estos instrumentos se han reconocido parcialmente. El BCBS los ha incluido en la lista de activos líquidos en los nuevos estándares de liquidez, si bien la tenencia de estos instrumentos en las carteras bancarias no conlleva ninguna distinción favorable, en términos de capital, frente a otros instrumentos de deuda. Por su parte, el Consejo de Estabilidad Financiera los referencia para excluirlos de participar en el coste de las reestructuraciones bancarias en regímenes especiales de resolución cuando el bono cumpla con unas determinadas características y dependiendo del diseño del régimen de resolución de cada país.

En el marco europeo, la armonización del marco legal de los bonos garantizados está limitada al tratamiento prudencial de la legislación bancaria y de seguros cuando cumplen una serie de condiciones específicas que, de alguna forma, garantizan su calidad y permiten un menor consumo de capital y una mayor liquidez. Aun así, como parte de las iniciativas legislativas del *Libro Verde de la Unión de los Mercados de Capitales*, la Comisión plantea la necesidad de armonizar y mejorar el marco legislativo fragmentado que actualmente existe en la UE. En concreto, se han identificado las siguientes áreas de mejora: la posible

20 En el caso de cumplir determinados criterios, su ponderación se asimila a la de los activos con máximo nivel de liquidez, como los bonos soberanos.

21 Una comparación detallada sobre las diferentes características de los bonos garantizados en las principales jurisdicciones puede encontrarse en Anguren *et al.* (2013).

reducción de los niveles de activos comprometidos en el balance de las entidades, la valoración de los préstamos que sirven de cobertura de las emisiones y, en su caso, de las garantías que conlleven estos préstamos, y la revisión de la clase de activos pueden servir de garantía en cada tipo de cédula. Además, se propone la clarificación de los derechos de los tenedores de las cédulas en situaciones de concurso de la entidad mediante la separación y aislamiento de la cartera de cobertura; medidas adicionales de gestión de la liquidez y de transparencia, y la posible creación de la figura del controlador de la cartera de cobertura que supervise el estricto cumplimiento por parte del emisor de sus obligaciones de gestión. Finalmente, se plantea, de forma más ambiciosa, el diseño de un marco jurídico para la emisión de bonos garantizados paneuropeos. En enero de 2016 finalizó la consulta pública sobre todos estos aspectos, y en estos momentos se esperan avances paulatinos en la convergencia, dadas las amplias divergencias jurídicas nacionales.

A nivel nacional, y en paralelo a la consulta planteada por la Comisión, en octubre se publicó un «papel de debate» para recabar la opinión de los participantes en el mercado español de «bonos garantizados», que, siguiendo la terminología europea, engloba las cédulas y los bonos hipotecarios, pero excluye las participaciones hipotecarias y los certificados de transmisión hipotecaria.

4 Reflexiones finales

La emisión de títulos a medio y largo plazo que tienen el respaldo de activos con características específicas ha sido una importante fuente de financiación bancaria en las últimas décadas y, en particular, ha contribuido a que las entidades puedan ampliar su labor de intermediación a un ritmo mayor que el que hubiese sido factible con base en el crecimiento de los depósitos. Los principales instrumentos con estas características han sido los bonos garantizados y las titulizaciones. En el caso de los bonos garantizados la doble garantía y la calidad de los activos de respaldo hacen que sean títulos atractivos para inversores que buscan poco riesgo e inversiones con una duración elevada (fondos de pensiones, aseguradoras, etc.), al tiempo que disminuyen el coste de financiación del emisor. En el caso de las titulizaciones la transferencia del riesgo de crédito inherente a los activos de respaldo resulta interesante para la entidad de crédito emisora, al tiempo que la estratificación en distintos tramos las hace atractivas a inversores con distintas preferencias rentabilidad/riesgo.

En este artículo se ha revisado cómo la crisis financiera ha impactado de modo diferente en este tipo de productos y cómo se han tratado de solventar algunas de las deficiencias que se pusieron de manifiesto, en especial en el caso de las titulizaciones. En la actualidad, en el período de poscrisis se han emprendido varias iniciativas para impulsar y mejorar el funcionamiento de ambos mercados, que, en parte, están aproximando las características de ambos productos.

Por una parte, en el mercado de titulizaciones se está produciendo un movimiento hacia la simplificación del proceso de estructuración y una mayor homogeneización de las características de los activos de garantía, limitándolos a aquellos que aseguran una calidad crediticia mínima; también se trata de reforzar el grado de transparencia frente al inversor, reduciendo su nivel de complejidad y su opacidad, así como la dependencia excesiva que tienen los inversores de las calificaciones crediticias externas, lo que ha afectado al funcionamiento del mercado en épocas de tensión. Aun así, persisten todavía algunas incógnitas que pueden limitar la efectividad de estas propuestas. En concreto, la efectividad de la simplificación del proceso dependerá de desarrollos legislativos posteriores y de la aplicación de reglas consistentes en todos los sectores (bancos, compañías de seguros y gestoras de fondos, entre otros), junto con su equiparación a otros instrumentos similares,

como los bonos garantizados, en la regulación prudencial sobre liquidez o de transparencia. No obstante, en el mercado español se espera un efecto muy moderado por el peso que continúan teniendo las calificaciones externas y el mantenimiento por parte de las agencias de calificación del techo derivado de la calificación soberana del país donde son originados los activos subyacentes.

Respecto a los bonos garantizados, su comportamiento resistente durante la crisis ha facilitado los planteamientos actuales para la ampliación del tipo de activos de garantía, que anteriormente se limitaba principalmente a activos hipotecarios y préstamos concedidos a entidades públicas. La exigencia de emisiones que mantengan una homogeneidad en las carteras de respaldo facilitaría, por una parte, su valoración, en comparación con otro tipo de estructuras más complejas, como la titulización, y serviría para ampliar la base de posibles inversores. Por otra parte, se espera que las iniciativas de la Comisión, dentro del marco de fomento a las pymes, eliminen o, al menos, reduzcan la fragmentación existente en la actualidad en el mercado europeo, lo que ayudaría a ampliar la base de posibles inversores y originadores. Estas iniciativas sentarían las bases para la emisión de bonos garantizados paneuropeos.

Finalmente, se debe señalar el impulso para homogeneizar los activos de garantía de las emisiones que faciliten la valoración por parte del inversor junto con una gama más amplia de activos como garantía y de emisores como base para el buen funcionamiento de los mercados y para una mayor estabilidad.

BIBLIOGRAFÍA

- ANGUREN, R., J. M. MARQUÉS y L. ROMO (2013). «Covered Bonds: the renaissance of an old acquaintance», *Revista de Estabilidad Financiera*, mayo, Banco de España.
- AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA (2015a). *Report on Qualifying Securitisation*.
- (2015b). *Opinion of the European Banking Authority on a European framework for qualifying securitisation*.
- (2015c). *Report on Synthetic Securitisation*.
- BANK OF ENGLAND-ECB (2014). *Discussion paper on the case for a better functioning securitisation market in the European Union*.
- CATARINEU, E., y D. PÉREZ (2008). «La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial», *Revista de Estabilidad Financiera*, mayo, Banco de España.
- COMISIÓN EUROPEA (2014). *Plan de trabajo de la Comisión para responder a las necesidades de financiación a largo plazo de la economía europea*.
- (2015a). *Green paper: Building a Capital Markets Union*.
- (2015b). *Consultation document: An EU framework for simple, transparent and standardised securitisation*.
- COMITÉ DE BASILEA DE SUPERVISIÓN BANCARIA (2014). *Basel III Document: Revisions to the securitisation framework*.
- (2015). *Capital treatment for «simple, transparent and comparable» securitisations - consultative document*.
- COMITÉ DE BASILEA DE SUPERVISIÓN BANCARIA Y ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (2014). *Consultative document: Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisation*.
- (2015). *Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisation*.
- CONSEJO DE ESTABILIDAD FINANCIERA (2010). *Progress since the Washington Summit in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*, Informe para los líderes del G-20.
- MERSCH, Y. (2014). *Banks, SMEs and securitisation*, discurso en la Deutsche Bourse, 7 de abril, Londres.
- SEGOVIANO, M., B. JONES, P. LINDNER y J. BLANKENHEIM (2013). *Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead*, IMF Working Paper, 255.