

COMENTARIOS DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA CNMV AL ANTEPROYECTO DE LEY XX/2021 DE BONOS GARANTIZADOS.

Consideraciones preliminares

El modelo español de bono garantizado, especialmente el más utilizado, la cédula hipotecaria, difiere notablemente del existente en otras jurisdicciones, siendo su gran singularidad el elevadísimo nivel de sobrecolateralización o sobre garantía, como reflejan dos de sus elementos principales vigentes:

En primer lugar, la afectación de toda la cartera del emisor en garantía de los valores emitidos, sin distinguir entre préstamos *elegibles* o no elegibles. Esto para el caso de las cédulas hipotecarias, implica que también los préstamos que no cumplen los requisitos mínimos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario (**LMH** en adelante), y por tanto de calidad elevada, sirven de colateral.

En segundo lugar, la exigencia de unos coeficientes de sobrecolateralización obligatorios muy elevados en comparación a los niveles europeos, que en el caso de las cédulas hipotecarias es del 25% de la cartera *elegible* y en las territoriales del 42'86%.

Esta singularidad ha permitido dotar a nuestra cédula de un gran prestigio y fortaleza entre los inversores, así como un desarrollo muy importante del mercado.

No obstante, a lo largo de los últimos años ha habido un consenso extendido entre los participantes del mercado de que nuestra normativa había quedado obsoleta en puntos relevantes, apartándose de forma muy notable de los estándares europeos y de las *mejores prácticas*¹ identificadas por la Autoridad Bancaria Europea (EBA).

Se hacía necesario, por tanto, acometer una reforma profunda de la misma, que permitiera migrar los bonos garantizados nacionales hacia el modelo predominante en otras jurisdicciones europeas, en el que la garantía a favor de los bonistas descansa en un conjunto acotado y limitado de activos (*pool*) *elegibles*, reduciendo por tanto el alto nivel de sobre-garantía o *asset encumbrance* existente en el modelo español, y que además incluyese diferentes instrumentos para mejorar la liquidez y la calidad de estos títulos.

La necesaria transposición de la Directiva 2019/2162 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la emisión y la supervisión pública de bonos garantizados al ordenamiento jurídico español, que regula este modelo "europeo" de bono garantizado, con un conjunto de cobertura limitado, obliga en todo caso a cambiar nuestro marco, lo que se pretende hacer mediante esta Ley de bonos garantizados.

Un cambio tan radical de modelo genera el riesgo inevitable de que los inversores y las agencias de *rating valoren* negativamente los nuevos títulos que se emitan al no gozar ya de los elevados niveles de sobrecolateralización de los que hasta ahora disfrutaban.

¹ [Recommendations on harmonisation of Covered Bond Framework in the EU](#)

Para compensar el citado efecto y se garantice un futuro exitoso a la *nueva cédula*, es totalmente necesario que el nuevo marco legal incorpore toda una serie de medidas, previstas en la Directiva, muchas de ellas de implantación voluntaria (discrecionalidades nacionales), que refuercen la calidad y solvencia de los títulos emitidos, como son la limitación de la cobertura a un subconjunto de préstamos elegibles (idea de *pool*), incorporación de las estructuras de vencimiento prorrogables, previsión de un colchón de liquidez, incorporación del órgano de control o la previsión de un administrador concursal específico, entre otras.

Aunque el Anteproyecto de Ley (**AL** en adelante) sometido a consulta cumple satisfactoriamente con este objetivo, el Comité considera que quedan pendientes algunas cuestiones relevantes para la mejora de la cédula, que ahora se enuncian y que se explican con más detalle en los comentarios específicos, como son:

- En primer lugar, no se contempla un porcentaje mínimo de sobrecolateralización obligatorio, lo que no solo contrasta con la regulación europea (art. 129, apartado 3bis, del Reglamento 575/2013 sobre Requisitos de Capital, CRR adelante) sino que, además, supondría un cambio sustancial, que los inversores de estos títulos podrían valorar negativamente, con respecto al marco actual. Este mínimo legal de sobrecolateralización quedaría limitado a los tipos específicos regulados en el Capítulo IV.
- En segundo lugar, no se ha optado por un sistema de limites suaves a la relación del préstamo-valor (*soft LTV limits*) en relación con los préstamos hipotecarios elegibles como activos de cobertura, utilizado por la mayoría de las jurisdicciones europeas.
- No se determinan las categorías de entidades que pueden cumplir la función del órgano de control (o *cover pool monitor*) externo y los requisitos para cumplir esta función son muy restrictivos.
- Y la regulación de las situaciones de inviabilidad de la entidad emisora no distingue apenas entre resolución y concurso, y no regula con suficiente detalle la actuación del administrador concursal específico para el caso en que se pueda producir el impago de un bono garantizado. La norma futura debería contemplar expresamente la liquidación del patrimonio separado para este caso, sin que sea factible la solución prevista de transferir ilimitadamente los activos de la masa del concurso a dicho patrimonio.

Es esencial que se aborden estas cuestiones pendientes para garantizar que el nuevo marco legal de los bonos garantizados es claro, sencillo y queda bien definido, dados los cambios trascendentales que incorpora.

Comentarios específicos al articulado

Artículo 6. Garantías de la emisión.

Como observación general, cabría mencionar que este artículo no incorpora fielmente el principio de doble recurso del artículo 4 de la Directiva, en especial su punto c) que recoge que en caso de insolvencia de la entidad de crédito emisora de los bonos garantizados y en el supuesto de que el derecho de crédito privilegiado no pueda saldarse plenamente, el bonista tendrá derecho de crédito sobre la masa activa de la entidad de crédito en situación de insolvencia, con la misma prelación que los derechos de crédito de los acreedores ordinarios no garantizados.

Además, en el punto 1, debería definirse la garantía de forma más amplia en línea con la regulación actual del artículo 14 de la LMH, con una referencia al Código Civil y a la naturaleza de la preferencia de los bonistas, así como a la prelación entre estos.

Artículo 7. Garantías en caso de liquidación concursal o resolución de la entidad emisora.

Como observación general, el Comité considera que este artículo debería aclarar que el *patrimonio separado* continua en el balance de la entidad emisora en concurso para no contradecir el modelo tradicional español (emisión dentro de balance) y generar dudas sobre quien es el titular del patrimonio separado.

En relación con el punto 4, sobre la aplicación de las garantías a las contrapartes de los derivados, aunque la regla general debe ser que su preferencia sea igual a la de los bonistas, debería contemplarse la posibilidad de modularse contractualmente.

Artículo 8. Naturaleza y régimen del conjunto de cobertura (CC).

El punto 2 de este artículo habla de mantener un nivel de sobre-garantía legal, sin que se recoja este en ninguna de las provisiones del AL.

El punto 3 exige que los conjuntos de cobertura tengan una composición diversificada en sus activos en términos estructurales, de duración y perfil de riesgos. El Comité considera que la interpretación del artículo 10 de la Directiva no es correcta, pues solo emplea la expresión *términos estructurales, de duración y perfil de riesgos* para los casos en el que el legislador permite incluir en el conjunto de cobertura diferentes tipos de activos primarios (por ejemplo: hipotecarios con créditos a las Administraciones públicas), lo que hasta ahora no ha ocurrido en el mercado español.

En cuanto a las *reglas y pruebas internas* (letra a), habría que distinguir a las que se refieran a *potenciales desfases de vencimiento, duración y tipos de interés y en su caso tipo de cambio*, previstas en la Directiva y que son totalmente necesarias, de las reglas y pruebas internas de *granularidad y concentración*, que la propia Directiva las excluye expresamente en su artículo 6.8 de los bonos que cumplan con el artículo 129 del Reglamento 575/2013 sobre Requisitos de Capital.

Por último, en el punto 3, letra c) se recoge una mención al folleto de emisión. El Comité entiende que las referencias que el texto contiene al folleto, cuando éste no sea necesario, dada la naturaleza de la emisión, deben entenderse hechas al documento que en cada caso proceda, según la legislación del mercado de valores.

Artículo 9. Activos que pueden incluirse en el conjunto de cobertura.

Como observación general, el Comité echa en falta una mención explícita a que las entidades se doten de mecanismos “objetivos y transparentes” para la entrada y salida de los préstamos en el conjunto de cobertura para evitar la *selección adversa*.

Artículo 10. Registro especial del Conjunto de Cobertura.

En cuanto al contenido del Registro especial (punto 3), cabría mencionar a los Certificados de eficiencia energética (EPCs), lo que ayudaría de manera significativa a que haya emisiones de cédulas de características ESG.

Artículo 11. Requisitos de cobertura.

Como observación general, cabe destacar que este artículo no impone ningún límite mínimo de sobrecolateralización legal obligatoria. Tampoco se hace en el capítulo IV dedicado a los diferentes tipos de bonos garantizados. Se trata de una de las principales ausencias en el Anteproyecto, teniendo en cuenta la praxis en los mercados (en los que se suele regular un nivel mínimo legal) y que este es uno de los requisitos previstos en el artículo 129.3 del Reglamento (UE) 575/2013 para garantizar la calidad de los bonos garantizados.

En este sentido, el Comité aconseja que se introduzca un límite de sobrecolateralización legal a los instrumentos regulados el Capítulo IV y, especialmente para el caso de las cédulas hipotecarias y territoriales con importantes volúmenes vivos emitidos, en línea con el porcentaje del 5 % previsto en el artículo 129 apartado 3bis del citado Reglamento.

Artículo 12. Colchón de liquidez del conjunto de cobertura.

En el punto 5, sobre el cálculo del colchón en caso de estructuras de vencimiento prorrogable, no queda claro si la fecha de vencimiento final que conste en el programa es la fecha inicialmente prevista o lo que ya refleja la extensión.

Artículo 18. Principios generales en la tasación de los activos de garantía.

En la letra a) hay una referencia a la tasación *igual o inferior al valor de mercado o el valor hipotecario* cuando en España solo se emplea este último.

Artículo 19. Tasación de inmuebles en garantía de préstamos hipotecarios

Mientras que la regulación europea sobre bonos garantizados prevé la revisión del valor de las carteras, como mínimo, **de forma anual** (art.129.3 del CRR), el Anteproyecto en su artículo 19.3 determina un plazo **más exigente de seis meses.**

El Comité considera que la redacción de esta artículo debe acomodarse tanto a la Directiva y a la Circular 4/2017 del Banco de España, que su Anejo IX para la valoración de activos de Cobertura de Riesgo de Crédito en el apartado D) GARANTÍAS Y TASACIONES, establece las condiciones y plazos en función de la clasificación del Riesgo y del tipo y valor del inmueble subyacente.

Artículo 21. Tasación alternativa.

Aunque se trata de una medida hoy recogida en el art 3 bis de la Ley de mercado hipotecario, no parece muy apropiada para una ley como esta que regula un instrumento financiero y su colateral.

Artículo 24. Activos de cobertura admisibles para las cédulas hipotecarias.

Como observación general, el Comité considera que se deberían definir cuáles son los préstamos elegibles a efectos de cobertura, algo muy necesario al derogarse la Ley de mercado hipotecario y sin que la declarada vigencia parcial del Real Decreto 716/2009 que desarrolla determinados aspectos de esta ley sea suficientemente clarificadora. En especial habría que contemplar expresamente el tratamiento de los **préstamos con retrasos** (*in default*) y la posibilidad de admitir como activos de cobertura los préstamos con **segundas hipotecas** siempre que la entidad prestamista coincida.

Por otro lado, en el punto 2, se mantiene el sistema tradicional de *hard LTV limits* en el momento de la incorporación del préstamo al conjunto de cobertura (es decir, préstamos que no excedan un determinado límite en la relación préstamo/valor o *Loan to Value*).

El Comité considera que este es uno de los puntos más críticos sobre del Anteproyecto.

El CRR desde su primera versión ha consagrado el principio de límites suaves al porcentaje préstamo-valor (*soft LTV limits*) para los préstamos que se integran en el conjunto de cobertura de una emisión de bonos garantizados.

Los límites de la relación préstamo/valor (LTV) son necesarios a fin de garantizar la calidad crediticia de los bonos garantizados, pero tal como se reconoce en la CRR, *estos deben aplicarse según unos límites de cobertura flexibles. Ello significa que, aunque el volumen del préstamo subyacente no está sujeto a límites, dicho préstamo puede servir de garantía solo dentro de los límites de la relación préstamo/valor para los activos*. Es decir, los límites al LTV sirven para determinar el porcentaje del préstamo que contribuye al requisito de cobertura de los pasivos.

En la actualidad, la inmensa mayoría de las legislaciones europeas han consagrado el principio de *soft LTV limits*, siendo Austria, Chipre, Eslovaquia y España los únicos casos con un sistema de *hard LTV limits* en exclusividad.

En la última reforma del CRR, paralela a la *Directiva sobre bonos garantizados (Reglamento 2019/2160)*, se deja todavía más clara la regla sobre los *soft limits*, destacando especialmente el que deberá aplicarse sobre toda la vida del préstamo.

Así se introduce un nuevo apartado que dice:

1 quinquies. A efectos del apartado 1, párrafo primero, letras f) y g), los límites del 60 % o del 70 % se aplicarán préstamo a préstamo y determinarán la parte del préstamo que contribuya a la cobertura de los pasivos asociados al bono garantizado, y se aplicarán hasta el vencimiento final del préstamo.

Comprensiblemente, si la regla se refiere hasta el *vencimiento final del préstamo*, implica que también serán válidos -a efectos de cobertura- los préstamos que en el momento de su concesión ya superan los límites del 80%/60%.

De mantenerse la solución de *hard LTV limit*, en la que el momento de su incorporación al conjunto de cobertura el préstamo o crédito hipotecario no podrá exceder del 60%/80%, se podría dejar en una situación de desventaja competitiva a los emisores españoles, con respecto a los de otros países, con mayor flexibilidad.

Por otro lado, sin perjuicio de que la posición de riesgos de la cartera hipotecaria, en general, se mantiene en niveles razonablemente adecuados, en España sigue habiendo un porcentaje de préstamos de nueva originación que se concede con un nivel de LTV superior a los límites del 80% en el caso de los préstamos residenciales y del 60% en el supuesto de préstamos hipotecarios afectos a actividades económicas. Según datos difundidos por el Banco de España, en torno a un 9,1% de los nuevos préstamos hipotecarios que se formalizaron en 2020 lo hicieron con un LTV superior al 80%.

Los mecanismos que el *Reglamento de Mercado Hipotecario* del 2009 contemplaba en su art 5.2 (aval bancario/seguro) para hacer elegibles préstamos por encima de esos umbrales, hasta ahora, no han tenido mucha virtualidad. Por otra parte, fórmulas de financiación extra bancaria públicas (ICO) o privadas pueden ser útiles, pero tendrán siempre una eficacia limitada.

Los bancos, al conceder este tipo de financiación en casos particulares, cumplen una importante función social financiando a determinados colectivos o actividades, asumiendo mayor riesgo que el normal con el consiguiente consumo adicional de recursos propios. En este contexto, el que la legislación española no permita que estos préstamos puedan ser parcialmente utilizados a través de la técnica de los *soft LTV limits* como activos elegibles desincentiva objetivamente una financiación muy necesaria.

Por último, cabe señalar que un sistema de *soft LTV limits* no solo ayuda a evitar una reducción de la capacidad de financiación del sistema financiero, sino que adicionalmente, y debido a la necesaria revaloración de la cartera, evita el incremento de la volatilidad en el conjunto de cobertura, porque préstamos enteros dejan de ser computables (y no solo los porcentajes que exceden el umbral). Hay que tener en cuenta que este efecto de la volatilidad afecta tanto a las carteras antiguas como a las nuevas y puede ser muy significativo, generando incertidumbre e inestabilidad a los inversores.

Adicionalmente, el Comité considera que en el punto 3 de este artículo -en el que se contempla la incorporación de activos de sustitución hasta un límite del 10% del principal de cada emisión-, deberían preverse como activos los valores de deuda emitidos por las administraciones regionales y locales con igual consideración que la de los EEMM, en línea con lo previsto en artículo 115, punto 2 del CRR y el artículo 14, punto 5 de la Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas. Esta misma consideración debería tenerse en cuenta en el artículo 26, punto 4, sobre los activos de sustitución de las cédulas de internacionalización.

Artículo 31. Órgano de control del conjunto de cobertura. Designación y control.

El Comité considera que es importante realizar ajustes a la figura de **órgano de control o *cover pool monitor externo***, pues con la actual redacción de algunos de los requisitos a cumplir, se puede imposibilitar el uso de estos por parte de las entidades.

En relación con el punto 3 que aborda las incompatibilidades del órgano externo, aunque vemos necesario su regulación, las provisiones incluidas en el AL parecen algo excesivas. La Directiva (art.13.3) únicamente establece como restricción para un órgano externo *que deberá estar separado y ser independiente de la entidad de crédito emisora de los bonos garantizados y del auditor de esa entidad de crédito*.

La obligación de que no existan relaciones comerciales entre el prestador de este servicio y la entidad de crédito emisora, provoca que únicamente puedan prestar este servicio entidades de propósito especial, no participadas por ninguna entidad vinculada al sector financiero, por lo que difícilmente dicha entidad puede tener el *conocimiento o expertise* y los medios necesarios para la prestación del servicio, que la propia directiva considera esencial para el Órgano de Control.

Las restricciones económicas para poder prestar el servicio, en un mundo financiero en el que cada vez existe una mayor interrelación y concentración, avocan en la práctica a la imposibilidad de que existan empresas solventes para la realización de dicho servicio, al margen de figuras típicas y especializadas en estos negocios como las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización o las Entidades Depositarias de vehículos de inversión, y en estos casos se trata de entidades que directa o indirectamente prestan servicios a la mayoría de los potenciales emisores y sus grupos económicos, y por tanto tienen una concentración relevante de su facturación en estos.

Adicionalmente, debería eliminarse la letra c) de este punto 3, que impone la limitación de que el órgano de control externo sea una sociedad perteneciente al grupo de la entidad emisora y, por el contrario, permitirse este supuesto, siempre que se garantice que estas sociedades operan de forma totalmente independiente, adoptando al efecto todas las medidas y procedimientos precisos.

Por último, la futura ley debería determinar el tipo de entidades que pueden ejercer esta función, que podrían ser auditores, gestoras de Fondos de Titulización o depositarios de IIC u otras que se determinen reglamentariamente

Artículo 34. Autorización para los programas de bonos garantizados

En relación con la autorización de los programas por parte del Banco de España, el Comité considera que debería aclararse la actual redacción para que quede claro que el objeto de autorización es el programa de bonos, y no cada una de las emisiones que se realicen bajo el programa.

Además, debería establecerse un plazo máximo para la autorización administrativa para evitar que sea de aplicación el periodo de tres meses previsto en el artículo 21.3 de la Ley 39/2015, que sería muy limitado. Por último, debería contemplarse la actuación coordinada con la CNMV, como regulador del mercado de valores.

Artículo 37. Requerimientos de modificación del conjunto de cobertura.

El artículo debería modificarse en línea con el comentario que se hace al artículo 8.3.

Artículo 40. Designación y sustitución del administrador especial del conjunto de cobertura y coordinación.

En relación con el punto 1, el Comité considera que debería ser oída la entidad emisora en el proceso de nombramiento del administrador especial.

Además, se prevé que el nombramiento del administrador especial no impide que el órgano externo de control tenga que seguir necesariamente existiendo, manteniendo sus funciones, en contra de lo que prevé el artículo 32.4 que se refiere únicamente a eventuales funciones de apoyo en caso de llegarse al concurso.

En el punto 2 no se menciona, ni se regula posteriormente, la actuación del administrador concursal en caso de que se produzca el impago de la cédula. Aunque el concurso del emisor no produce per se el vencimiento anticipado de los bonos garantizados, puede ocurrir que el patrimonio afectado en garantía de los bonos con cierta sobrecolateralización, y las medidas para garantizar la liquidez de este en caso de concurso, no sean suficientes y no se puedan reembolsar los bonos y se tenga que liquidar el patrimonio separado, satisfaciendo a prorrata las deudas residuales con los bonistas, algo que el actual AL no contempla.

Artículo 41. Funciones del administrador especial y retribución.

Como comentario general, en este artículo debería dejarse claro que el banco emisor seguirá desempeñando sobre los préstamos del patrimonio separado todas las funciones propias de un banco prestamista (la administración o *servicing* de los préstamos).

La regulación de las situaciones de inviabilidad de la entidad emisora debería distinguir mejor entre las diferentes situaciones (resolución y concurso), y tal como se ha mencionado, regular con suficiente detalle en el punto 2 de este artículo la actuación del administrador concursal en caso de que se produzca el impago de la cédula.

Artículo 42. Procedimiento a seguir con el programa de bonos garantizados durante la liquidación concursal o resolución de la entidad emisora.

En relación con el punto 4, la transferencia que contempla este precepto constituye una de las regulaciones más controvertidas del AL, dado que contempla que cualquier activo del emisor en concurso pueda transferirse al *patrimonio separado* si es necesario para pagar a los bonistas, acción que entra en contradicción con el principio del doble recurso esencial a la figura de los bonos garantizados regulado en el artículo 4 de la Directiva y que, como se ha mencionado, no se recoge de forma clara en los artículos 5 y 6 del AL.

Disposición Adicional Segunda. Participaciones hipotecarias.

Debería decirse expresamente que los préstamos participados deben cumplir los requisitos de la Ley como si se menciona a contrario para los certificados de transmisión hipotecaria en la Disposición Adicional tercera.

Al derogarse la LMH, se debe especificar que los citados requisitos son los exigibles a los préstamos hipotecarios que sirven de cobertura a las cédulas hipotecarias (art.26).

Disposición final quinta. Referencias normativas

En relación con esta disposición, el Comité considera que deberían precisarse en la propia ley, o en un desarrollo posterior, qué preceptos del Real Decreto 716/2009 que desarrolla determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario siguen vigentes, o por el contrario quedan derogados, a fin de disponer de un régimen jurídico claro y plena seguridad jurídica en su aplicación.

Disposición final novena. Entrada en vigor

Aunque el plazo de entrada en vigor es respetuoso con la fecha límite de eficacia de la Directiva (8 de julio de 2022), el Comité considera que este debería ser postpuesto, forzosamente, si la Ley finalmente se aprueba en un periodo próximo a dicha fecha, para garantizar el adecuado conocimiento y aplicación práctica de la misma.