

CAMBIOS NORMATIVOS EN EL RÉGIMEN DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS Y OTROS BONOS GARANTIZADOS (“COVERED BONDS”)

Recientemente se ha publicado el Real Decreto-ley 24/2021 (el “**RDL 24/2021**”) que transpone, entre otras, la Directiva (UE) 2019/2162 sobre la emisión y la supervisión pública de bonos garantizados (“*covered bonds*”) (la “**Directiva 2019/2162**”).

Hasta la entrada en vigor del RDL 24/2021 (que tendrá lugar el 8 de julio de 2022), en España el mercado hipotecario de bonos garantizados (actualmente denominados títulos hipotecarios) se regula en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario (la “**Ley 2/1981**” y que el RDL 24/2021 deroga) y el Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero que la desarrolla (el “**RD 716/2009**”).

Hasta la publicación de la Directiva 2019/2162 no existía a nivel europeo una normativa que regulase las condiciones necesarias para la emisión de bonos garantizados, ni una definición armonizada de dicho concepto, coexistiendo en la Unión Europea una pluralidad de regímenes locales en relación con estos instrumentos, lo que ha venido dificultando la creación de un mercado único de bonos garantizados. Así pues, el espíritu con el que se adopta la Directiva 2019/2162 es el de dotar a los Estados miembros de una regulación armonizada en los aspectos esenciales de estos instrumentos. En este sentido, la Directiva 2019/2162 es una Directiva de mínima armonización, habida cuenta de la necesidad de dar cobertura a los distintos regímenes ya existentes en la Unión Europea con la mínima disrupción posible en cada mercado.

1. Consideraciones generales

El objeto de la norma es regular el régimen de emisión y supervisión de los bonos garantizados, estableciendo sus características, las obligaciones de información y los mecanismos de protección a los inversores.

El RDL 24/2021 resulta de aplicación (i) a las emisiones de bonos garantizados realizadas en España por parte de entidades de crédito establecidas en España y (ii) a las emisiones de bonos garantizados realizadas fuera de España por entidades de crédito españolas cuando estén sujetas al RDL 24/2021.

Los bonos garantizados se definen como títulos de deuda emitidos por una entidad de crédito y garantizados por activos de cobertura (el “**conjunto de cobertura**”) a los que los inversores pueden recurrir directamente en su calidad de acreedores preferentes. El conjunto de cobertura ofrece un segundo recurso a los tenedores de estos instrumentos adicional al derecho de crédito frente a la entidad emisora, ya que el capital y los intereses de los bonos garantizados están especialmente garantizados, sin necesidad de afectación en virtud de escritura pública ni inscripción alguna, por un derecho preferente sobre los activos que integran el conjunto de cobertura.

El conjunto de cobertura está integrado, en su mayoría, por activos primarios (esto es, los activos de cobertura dominantes que determinan la naturaleza del conjunto de cobertura) y, en menor medida, por activos de sustitución, activos líquidos e instrumentos derivados suscritos con entidades de crédito que cumplan ciertos requisitos (y que permiten mitigar el riesgo de tipo de interés).

En función de la clase de activos primarios que se integren en su conjunto de cobertura, los bonos garantizados se clasifican como sigue:

- (i) cédulas y bonos hipotecarios, cuyo subyacente son préstamos hipotecarios;
- (ii) cédulas y bonos territoriales, cuyo subyacente son préstamos concedidos a las administraciones públicas; y
- (iii) cédulas y bonos de internacionalización, cuyo subyacente son préstamos vinculados a contratos de exportación y a la internacionalización de empresas.

Los bonos garantizados anteriores integran la categoría de “bonos garantizados europeos (*premium*)”.

Además, pueden emitirse otros bonos garantizados con la denominación comercial que desee la entidad emisora (y que son referidos simplemente como “bonos garantizados europeos”).

La principal diferencia entre las cédulas y los bonos es que las primeras tienen un conjunto de cobertura abierto y variable a lo largo de toda la vida del instrumento, mientras que los bonos (incluyendo la categoría de “otros bonos garantizados”) tienen un conjunto de cobertura cerrado.

2. Principales novedades del RDL 24/2021

Analizamos a continuación las principales novedades introducidas por el RDL 24/2021, con especial énfasis en las cédulas hipotecarias, dada su indiscutible importancia en el mercado por su bajo riesgo, bajo coste y tratamiento prudencial favorable.

2.1 Designación del conjunto de cobertura. Registro especial

Una de las grandes novedades que introduce el RDL 24/2021 es la necesidad de que cada programa de bonos garantizados (incluyendo los de cédulas hipotecarias) cuente con un **conjunto de cobertura** integrado por activos específicos (y adecuadamente diversificados) que sirvan de garantía para la emisión y que la entidad emisora debe asignar de forma individualizada para cada programa de bonos garantizados (lo que se conoce en terminología anglosajona como “*cover pool*”).

Esta previsión cambia radicalmente el régimen actual en materia de cédulas hipotecarias en España, ya que bajo el mismo éstas gozan de garantía sobre la totalidad de los préstamos y créditos hipotecarios de la entidad de crédito emisora (que no estén afectos a una emisión de bonos hipotecarios).

En el caso de las cédulas hipotecarias, los activos primarios son préstamos o créditos garantizados por bienes inmuebles residenciales o comerciales con determinado LTV y que

cumplan los requisitos que establece el RDL 24/2021 (que son similares a los que exige la Sección II de la Ley 2/1981).

El valor de los préstamos hipotecarios en el momento de incorporación al conjunto de cobertura no podrá exceder del 60% del valor de tasación del inmueble que lo garantiza o del 80% si se trata de un inmueble residencial (no se contemplan las excepciones actuales que pueden incrementar este porcentaje hasta el 95%).

Las cédulas pueden estar también respaldadas por **activos de sustitución** (básicamente, valores de renta fija cotizados en mercados regulados y depósitos en entidades de crédito que cumplan determinados requisitos, un listado más limitado que el actual) hasta un máximo del 10% del principal (frente al 5% actual).

Los activos que vayan a integrarse en el conjunto de cobertura deberán ser objeto de **valoración** al integrarse en el conjunto de cobertura y la valoración deberá ser actualizada, como mínimo una vez al año.

El cálculo de la cobertura requerida garantizará con carácter general que el importe del principal agregado de todos los activos de cobertura sea como mínimo igual al importe del principal agregado de los bonos garantizados pendientes¹ y, en su caso, la **sobregarantía** exigida legal, voluntaria o contractualmente. Este nivel de sobregarantía depende del tipo de activo primario y su límite mínimo en relación con las cédulas hipotecarias quedará fijado en CRR en el 5%.

Ningún activo podrá pertenecer a dos conjuntos de cobertura distintos. Además, también se prohíben las inclusiones parciales de los activos en el conjunto de cobertura. Se permite la inclusión de activos garantizados con inmuebles radicados en terceros Estados no miembros de la Unión Europea, con sujeción a determinados requisitos establecidos en el artículo 8.2 del RDL 24/2021.

Además, el RDL 24/2021 permite las **estructuras intra-grupo** de bonos garantizados, realizadas por varias entidades que forman parte del mismo grupo, de tal forma que una entidad de crédito perteneciente a un grupo podrá emitir bonos garantizados integrando en el conjunto de cobertura bonos garantizados emitidos por otra entidad de su grupo.

También se permite la utilización de activos de cobertura **adquiridos de otras entidades** de forma que, al ponerse en común activos de cobertura, se facilite la financiación a entidades más pequeñas, especialmente en Estados donde no haya ya un mercado suficientemente desarrollado.

El artículo 7.2 del RDL 24/2021 establece que las entidades emisoras deberán contar con **políticas y procedimientos internos** que aseguren que el conjunto de cobertura esté

¹ Si bien el exceso de los futuros intereses a percibir sobre el activo de garantía sobre los futuros intereses pagaderos por el bono garantizado correspondiente pueden ser tenidos en cuenta para equilibrar cualquier déficit en la cobertura de la obligación de pago del principal vinculada al bono garantizado en determinados supuestos.

integrado por activos en garantía que tengan diferentes características en términos estructurales, de duración y perfil de riesgo.

Por último, el RDL 24/2021 establece la obligación de contar con un **registro especial** por cada entidad emisora, donde se registrarán los activos que integren cada uno de los conjuntos de cobertura.

2.2 Colchón de liquidez

Otra novedad importante que introduce el RDL 24/2021 es la necesidad de que el conjunto de cobertura incluya un colchón de liquidez integrado por determinados activos de elevada liquidez que puedan cubrir las salidas netas de liquidez del programa de bonos garantizados (esto es, la diferencia entre los flujos de pagos de los activos del conjunto de cobertura y de los pasivos del programa de bonos garantizados que venzan en un día) durante los siguientes 180 días.

2.3 Posibilidad de prórroga del vencimiento en determinados supuestos

El RDL 24/2021 prevé también la posibilidad de que se prorrogue el vencimiento de los bonos garantizados en determinadas circunstancias tasadas (tales como un peligro cierto de impago o el concurso o la resolución de la entidad emisora), siempre que se establezca expresamente en la documentación de la emisión y previa autorización del Banco de España.

2.4 Obligaciones de información a los inversores

Entradas otras normas de conducta, los emisores de bonos garantizados deberán publicar trimestralmente en su página web determinada información sobre sus programas de bonos garantizados.

2.5 Supervisión reforzada

Las emisiones de bonos garantizados se someten a un régimen de supervisión especialmente intenso: (i) por una parte la entidad emisora deberá designar un **órgano independiente de control** permanente del conjunto de cobertura y (ii) por otra parte, se designa al Banco de España como organismo supervisor (sin perjuicio de las facultades de la CNMV en relación con la comercialización de los mismos y su negociación en AIAF).

(i) El órgano de control

Las funciones del órgano de control consisten, principalmente, en realizar un seguimiento permanente del conjunto de cobertura, asegurando el cumplimiento de los requisitos establecidos en el RDL 24/2021 y velando en todo momento por el interés de los inversores.

Este órgano puede ser una entidad externa o interna a la entidad de crédito emisora de los bonos y su designación deberá ser aprobada por el Banco de España y, una vez autorizado, se inscribirá en un registro específico en el que se identificará el programa para el que ha sido designado.

(ii) **Autorización administrativa previa y régimen de supervisión del Banco de España**

La emisión de un programa de bonos garantizados requerirá la previa autorización administrativa por parte del Banco de España.

El Banco de España será también el encargado otorgar la autorización administrativa del órgano de control del conjunto de cobertura.

El RDL 24/2021 establece una serie de obligaciones de suministro de información periódica al Banco de España por parte de la entidad emisora y le atribuye capacidad para exigir a la entidad emisora la modificación de las políticas y procedimientos en relación con el conjunto de cobertura.

2.6 **Régimen concursal y en sede de resolución**

El régimen de estos instrumentos en sede de concurso (y en sede de resolución) es heredero del régimen privilegiado anterior, si bien la nueva regulación es más detallada.

En primer lugar hay que señalar que los tenedores de bonos garantizados (y las contrapartes de los derivados) mantienen su **inmunidad** frente al concurso o la resolución de la entidad emisora, ya que en tales supuestos (i) no se producirá la terminación anticipada automática de las obligaciones de pago asociadas a los bonos garantizados, ni se verá afectada en forma alguna el cumplimiento del resto de obligaciones asociadas a los bonos garantizados, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 42.2 de la Ley 11/2015; (ii) los tenedores de los bonos garantizados no estarán facultados para instar su vencimiento anticipado; (iii) no se suspenderá el devengo de intereses de los bonos garantizados y (iv) no habrá causa de vencimiento o resolución anticipada de los contratos de derivados integrados en un conjunto de cobertura.

Asimismo, los tenedores de estos instrumentos (y las contrapartes de los derivados) gozarán de **privilegio especial** sobre los activos integrantes del conjunto de cobertura. A estos efectos, el artículo 43 del RDL 24/2021 establece que en caso de concurso de la entidad emisora el conjunto de cobertura se segregará materialmente del patrimonio de la entidad y formará un **patrimonio separado** (y no integrado en la masa activa del concurso) sin personalidad jurídica que operará en el tráfico jurídico representado por un administrador especial (designado, según sea el caso, por el juez del concurso o por el FROB), que será el encargado de administrar el programa de bonos garantizados y el patrimonio separado que forma el conjunto de cobertura, velando por que se preserven los derechos e intereses de los inversores.

El RDL 24/2021 contiene reglas detalladas en relación con este patrimonio separado en caso de concurso. En este sentido, cabe destacar que si el valor total de los activos es superior al valor total de los pasivos (más la sobregarantía legal, contractual o voluntaria y el requerimiento de liquidez), el administrador especial podrá decidir si continúa con la gestión corriente del patrimonio separado hasta su vencimiento o hace una cesión total o parcial del patrimonio separado a otra entidad emisora de bonos garantizados.

En cambio, si el valor total de los activos fuera “inferior”², el administrador especial solicitará la liquidación del patrimonio separado y el pago anticipado a los tenedores de estos instrumentos (y las contrapartes de los derivados) a prorrata de sus créditos.

Por último, y de nuevo en línea con el régimen anterior, cabe señalar que en caso de concurso, las hipotecas sobre activos en garantía inscritas a favor de las entidades emisoras, los préstamos y créditos, los contratos de derivados, así como la incorporación de dichos activos y del resto de activos que forman el conjunto de cobertura, sólo podrán ser rescindidas o impugnadas por la administración concursal, que tendrá que demostrar la existencia de **fraude** en la constitución de la garantía hipotecaria, en los contratos correspondientes o en la incorporación de los activos de cobertura en el registro especial.

3. Entrada en vigor y régimen transitorio

Las disposiciones del RDL 24/2021 relativas a las emisiones de bonos garantizados entrarán en vigor el 8 de julio de 2022. Esta fecha coincide con la entrada en vigor del Reglamento (UE) 2019/2160 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 575/2013 en lo que respecta a las exposiciones en forma de bonos garantizados y que introduce una serie de requisitos adicionales para que los bonos garantizados puedan beneficiarse del trato prudencial privilegiado previsto en CRR.

Ahora bien, entre la fecha de publicación del RDL 24/2021 y el 8 de julio de 2022, los emisores deberán adaptar sus programas a las obligaciones previstas en el RDL 24/2021. Sin embargo, a los programas de bonos garantizados respecto de los cuales ya existan bonos emitidos no se les requerirá la obtención de la autorización administrativa por parte del Banco de España (autorización que sí será preceptiva para futuros programas de emisión o los programas de emisión en los que la emisión de bonos garantizados no hubiera comenzado).

Los tenedores de las cédulas y los bonos no tendrán acción alguna contra la entidad emisora para reclamar su vencimiento anticipado por las modificaciones que estas tengan que realizar con el objeto de ajustarse al nuevo régimen del RDL 24/2021.

4. Novedades en relación con las participaciones hipotecarias y los certificados de transmisión de hipoteca

El RDL 24/2021 hereda también la regulación de estos instrumentos contenida en la normativa anterior, sin grandes cambios (a la espera de una posible adaptación del actual desarrollo reglamentario, que se mantiene en vigor en lo que no contradiga lo previsto en el RDL 24/2021).

² El párrafo tercero del artículo 44.2 dice “superior”, lo que a todas luces parece un error.

Baste únicamente señalar como novedades principales las siguientes:

- (i) en relación con las dudas que se habían suscitado en operaciones de RMBS en relación con la prohibición de que las titulaciones STS integrasen en su activo valores negociables, se aclara que las participaciones hipotecarias y los certificados de transmisión de hipoteca solo se considerarán valores negociables cuando por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero; y
- (ii) se prohíbe la comercialización, distribución o venta de participaciones hipotecarias y certificados de transmisión de hipoteca a clientes minoristas.

Esta Nota ha sido elaborada por Carlos Pérez Dávila, Antonio Arenas y Soledad Mendiola, Socio y Asociados de la práctica de Financiero.

La información contenida en esta Nota Jurídica es de carácter general y no constituye asesoramiento jurídico. Este documento ha sido elaborado el 18 de noviembre de 2021 y Pérez-Llorca no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

Para más información,
pueden ponerse en contacto con:

Carlos Pérez Dávila

Socio de Financiero
cperezdavila@perezllorca.com

T: +34 91 432 51 00