



# BONOS CUBIERTOS:

## Usos internacionales y su aplicación en el caso peruano

MICHAEL LEA\*

En la actualidad, el doctor Lea participa en una misión técnica del Fondo Monetario Internacional para ayudar al desarrollo de instrumentos hipotecarios en el Perú.

\* Consultor del Fondo Monetario Internacional y presidente de Cardiff Economic Consulting. Actualmente se desempeña como especialista en instituciones y mercados hipotecarios y cuenta con más de 25 años de experiencia en la industria de servicios financieros. En las últimas dos décadas ha brindado asesoría en 28 países, como consultor de agencias de desarrollo internacional, empresas financieras estatales, grupos comerciales, agencias reguladoras y principales instituciones financieras del sector privado en Europa, mercados emergentes y los Estados Unidos.

Los bonos cubiertos son instrumentos de deuda respaldados por un conjunto de activos de primera calidad (que en el contexto europeo son préstamos hipotecarios o bonos emitidos por el sector público) sobre los cuales el inversionista tiene un derecho prioritario en caso de incumplimiento del emisor<sup>1</sup>. En los países de la Unión Europea, la emisión de bonos cubiertos se rige por leyes que definen las características de los créditos o activos elegibles como colaterales, así como otros requerimientos específicos. En la mayoría de los casos, los activos elegibles designados como colaterales son mantenidos en un conjunto aparte. En algunos países (como España), todos los créditos hipotecarios (calificados) de la hoja de balance del emisor sirven como colaterales para los bonos. Siguiendo el “principio de cobertura”, el saldo de bonos vigente y sus intereses deben estar cubiertos por el conjunto de activos de respaldo. (Cuadro 1).

Una característica importante de los bonos cubiertos es que el inversionista tiene derecho preferencial sobre el colateral y los ingresos que se derivan de éste. Adicionalmente, los inversionistas también tienen derechos, aunque no preferenciales, sobre los otros activos del emisor (es decir, tienen una doble seguridad dada por el colateral y el emisor). Aparte de ello, en la mayoría de países hay otras características que refuerzan la seguridad de los bonos cubiertos: límite máximo a la razón Valor del Préstamo/Valor de la Hipoteca, reglas de valorización de inmuebles, y supervisores o monitores de los colaterales, que actúan para resguardar los intereses de los bonistas. Los bonos cubiertos permiten a los emisores obtener fondos en los mercados de capitales a costos reducidos, con los cuales pueden financiar la construcción de viviendas y propiedades comerciales a tasa de interés estables para los prestatarios.

En la mayoría de países, hay un régimen legal especial para la emisión de bonos cubiertos, el cual provee protección especial a los inversionistas. La ley especifica el tipo de activos elegibles para servir de garantía, el sistema de administración de las garantías, los mejoradores de crédito y los requerimientos de sobrecolateralización. Adicionalmente, los colaterales permanecen en el balance del emisor y los activos elegibles son sustituibles.

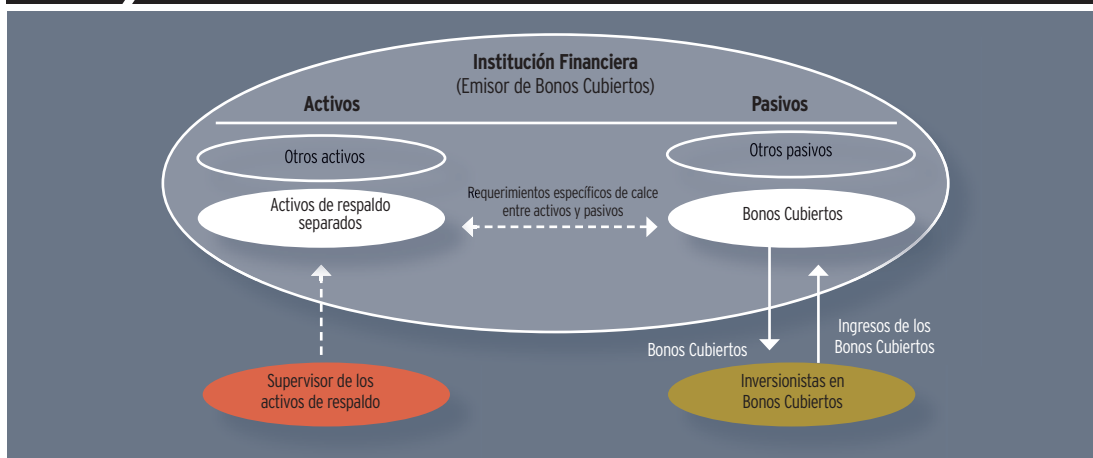
El Consejo Europeo de Bonos Cubiertos, un grupo comercial que representa a los emisores de bonos cubiertos, ha listado cuatro características esenciales de un bono cubierto<sup>2</sup>:

- El bono es emitido por una institución de crédito sujeta a supervisión y regulación pública;
- Los bonistas tienen derecho preferencial (en relación a otros acreedores) sobre los activos financieros de respaldo;
- La institución financiera tiene la obligación de mantener suficientes activos en el conjunto de activos de respaldo para poder atender los reclamos de los bonistas en cualquier momento;
- Las obligaciones de la institución financiera respecto al conjunto de activos de garantía son supervisadas por organismos públicos o instituciones independientes.

Los bonos cubiertos representan más de dos billones de euros en Europa, el 55 por ciento de los cuales son garantizados con créditos hipotecarios. (Gráfico 1). En los años recientes, los bonos cubiertos han sido el segmento de más rápido crecimiento en el mercado<sup>3</sup>.

Los bonos cubiertos representan una importante fuente de financiamiento en muchos países. (Gráfico 2). Ellos financian el 16 por ciento de la

**CUADRO 1** ■ Bonos cubiertos: estructura básica



FUENTE: A. BATCHVAROV AND S. WINKLER, "THE COVERED BOND BOOK", MERRILL LYNCH, DECEMBER 2008.

<sup>1</sup> Ver European Central Bank, "Covered Bond in the EU Financial System", diciembre, 2008 y Avesani, R., Pascual, A.G., E. Ribacova, "The Use of Mortgage Covered Bonds", IMF Working Paper 07/20, enero 2007.

<sup>2</sup> www.ecbc.hypo.org. El Consejo publica una amplia revisión de los bonos cubiertos, incluyendo resúmenes de cada país, en The Covered Bond Fact Book, 2008, el cual está disponible en el sitio web.

<sup>3</sup> Los bonos cubiertos con hipotecas financian créditos residenciales y comerciales.



deuda hipotecaria vigente en la Unión Europea y una proporción significativamente más alta en varios países.

Fuera de Europa también encontramos emisores: Canadá (casi dos mil millones de euros), Estados Unidos (cerca de 12 mil millones de euros), y Chile (casi cinco mil millones de euros).

Los bonos cubiertos son atractivos para los emisores, inversionistas y gobiernos. Para los emisores, representan un instrumento de largo plazo que facilita el fondeo y la administración de riesgos del portafolio. Los bonos cubiertos pueden ser fuentes de financiamiento de bajo costo y típicamente son mejor calificados (menor riesgo) que otras obligaciones del emisor. Además, tienen bajos costos de emisión debido a su estructura simple y estandarizada<sup>4</sup>.

Los bonos cubiertos son atractivos para los inversionistas debido a su alta calificación crediticia (la mayoría se emiten con AAA), con protección en caso de quiebra del emisor. Aparte de su liquidez y simplicidad, que son características bien vistas por los inversionistas, su status privado permite a los bonistas obtener mejores rendimientos que los de bonos del gobierno con el mismo plazo. El rápido crecimiento de los bonos cubiertos europeos ha sido impulsado por legislaciones europeas favorables. La directiva 85/611/ECEC del 20/12/1985 de la UCITS permite a los bonos cubiertos beneficiarse de mayores flujos de inversionistas institucionales y relativamente menores ponderadores de riesgo (10 %) para los bancos<sup>5</sup>.

Los gobiernos también encuentran que los bonos cubiertos son instrumentos atractivos para sus mercados de capitales. Ellos aumentan el financiamiento de la construcción de viviendas y facilitan el desarrollo del mercado de bonos, porque se constituyen en

instrumentos alternativos de alta calidad a los bonos del gobierno. Adicionalmente, su condición de activos de largo plazo los hace atractivos a inversionistas institucionales. Los bonos cubiertos también pueden ser una herramienta para las operaciones del banco central. El Banco Central Europeo (BCE) y muchos bancos centrales aceptan bonos cubiertos AAA como colaterales para préstamos. En 2009, el BCE anunció que compraría bonos cubiertos en un intento por estimular el mercado.

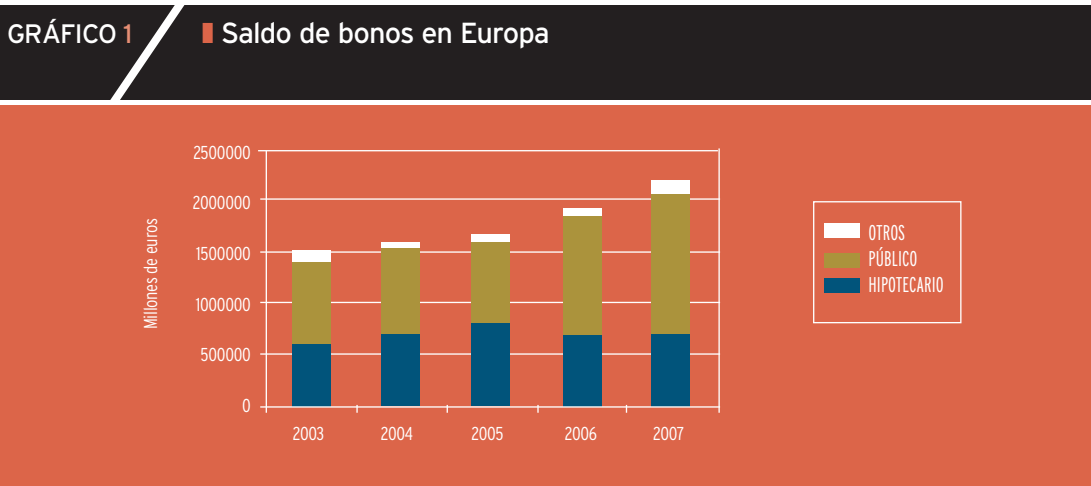
Existen ciertas características claves que son importantes para el desarrollo de un mercado de bonos cubiertos.

**Marco legal:**

En la mayoría de países que cuentan con bonos cubiertos, hay una legislación especial que define las características de los colaterales y el mantenimiento de suficientes colaterales durante la vida de los bonos. En Europa, la legislación especial asigna un 10 por ciento de riesgo ponderado de capital para los bonos y flexibiliza los límites de inversión de los inversionistas institucionales. A fines de 2008, 24 países europeos contaban con legislación especial<sup>6</sup>. Sin embargo, los bonos cubiertos también pueden ser emitidos sin legislación especial (cuatro países). En este último caso, los principales puntos contenidos en la ley especial son replicados en los contratos y en las estructuraciones. Sin embargo, estos bonos no califican para tratamiento especial en Europa y, en la reciente crisis financiera global, no se han comportado tan bien como los bonos de países que cuentan con legislación especial.

**Emisor:**

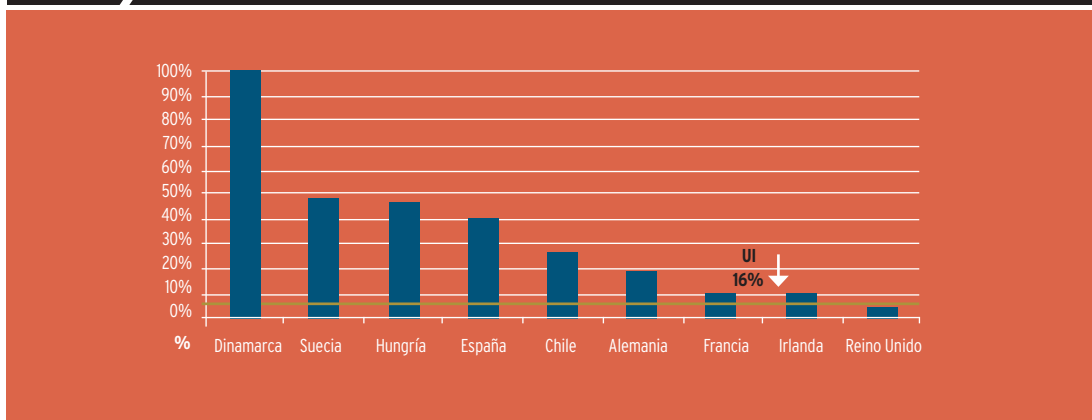
Una característica importante de la legislación de bonos cubiertos es si el emisor es una institución especializada o diversificada (banco universal). His-



FUENTE: EBCB

<sup>4</sup> En la mayoría de los casos los bonos cubiertos son bonos que se amortizan al final. En Europa, la liquidez es mejorada a través de emisiones 'jumbo' y de creadores de mercado.  
<sup>5</sup> Bonos que están en línea con la definición de bonos cubiertos de la Directiva de Requerimientos de Capital (CRD) se benefician de un tratamiento especial (10% de ponderación) en términos de ponderación de riesgo. Para cumplir con la definición de la CRD, los bonos cubiertos deben cumplir los requerimientos del Artículo 22 (4) de la Directiva de Suscripciones para Inversiones Colectivas en Valores Transferibles (UCITS). Si estos criterios son cumplidos, los fondos de inversión y las compañías de seguros pueden invertir hasta 25% y 40% de sus activos, respectivamente, en bonos cubiertos de un solo emisor, lo que resulta significativamente distinto del límite usual (10%). Los bonos calificados también se benefician de menores descuentos de valorización por parte del Banco Central Europeo.  
<sup>6</sup> En Chile también hay una ley especial de bonos cubiertos (Letras de Crédito Hipotecario). No hay leyes especiales de bonos cubiertos en México y Colombia.

## GRÁFICO 2 ■ Porcentaje de créditos hipotecarios financiados con bonos cubiertos



FUENTE: EMF, BANCO ESTADO (CHILE) 2007

tóricamente, y aún en muchos países, la emisión de bonos cubiertos sólo se permite a instituciones especializadas (bancos hipotecarios). Sin embargo, muchos países permiten que los bancos diversificados emitan bonos cubiertos. Los beneficios de la especialización son seguridad y transparencia. El costo es una menor economía de escala y diversificación, lo cual limita la competitividad de los emisores especializados. La tendencia en países con emisores especializados es incorporarlos como empresas subsidiarias de grupos de bancos más grandes.

### Colateral

Las características del colateral son definidas en la legislación o el contrato. Incluyen el requerimiento de que los préstamos sean asegurados por primera hipoteca. En algunos casos sólo se permiten créditos residenciales, en otros casos, también comerciales. Hay restricciones sobre el valor máximo de la razón Valor del Préstamo/ Valor de la Hipoteca (típicamente 60% u 80%) y en algunos casos hay reglas para valorización (valor sostenible en vez de valor de mercado). Los emisores pueden sustituir otras formas de colateral<sup>7</sup> (por ejemplo, efectivo, deuda pública y derivados). Los tipos y porcentajes de los colaterales sustitutos son definidos en la ley o contrato.

### Colateralización y calce

A los emisores se les exige mantener una adecuada colateralización, de manera tal que el valor de los activos de respaldo sea mayor o igual al valor de los bonos. El requerimiento más simple es el calce del valor nominal, pero la mayoría de leyes y contratos de bonos cubiertos exigen calces más estrictos para limitar el riesgo de tasas de interés del portafolio. Otros ejemplos incluyen calces de rendimientos, límites de brechas de duración y requerimientos de que el valor presente neto de los activos sea mayor que el valor presente neto de las obligaciones. Se permite también que los derivados sean parte de los activos de respaldo, para facilitar los requerimientos de calce. En algunas legislaciones

se obliga periódicamente a realizar pruebas de *stress* del portafolio.

### Protección en casos de insolvencia

En caso de bancarrota, los activos de respaldo deben ser excluidos de la masa. Los bonistas deben tener un derecho prioritario sobre los activos de respaldo, incluso por encima del gobierno y los trabajadores. La quiebra del emisor no debería acelerar el repago del bono.

### Supervisión

Debe haber supervisión pública de los bonos y sus garantías para asegurar que se cumplan los requerimientos de solvencia, las reglas de valorización y préstamos, y los requerimientos de calce. En muchos países los bonos y los activos cubiertos son listados en registros especiales. El supervisor de los activos de respaldo puede ser un auditor especial o un supervisor prudencial. El supervisor prudencial también autoriza a los emisores y chequea el cumplimiento de los requerimientos de capitalización.

Estas características de diseño son evaluadas por agencias de clasificación al momento de calificar los bonos cubiertos (específicamente, cuántas posiciones por encima de la calificación del emisor puede estar situado el bono cubierto). La agencia clasificadora evaluará la fortaleza del marco legal, la calidad del colateral, la evolución de los flujos de caja de los créditos y los bonos en escenarios de *stress*, y el acceso del emisor a liquidez en la eventualidad de que no pueda acceder al mercado de capitales.

El acceso a liquidez del emisor es clave en la coyuntura económica actual. Otro tema es la subordinación estructural de los acreedores no preferentes (en particular los aseguradores de depósitos). Algunos países han puesto límites a la proporción de bonos cubiertos en el total de obligaciones del emisor. Lidar con el riesgo de prepago de los préstamos es otro tema importante para emisores que tienen préstamos a tasa de interés fija como activos de respaldo. Este riesgo

<sup>7</sup> El valor sostenible de un préstamo hipotecario es una aproximación conservadora de valorización, que enfatiza la naturaleza de largo plazo del contrato hipotecario. No hay una aproximación universal sobre la valorización de un préstamo hipotecario.



puede ser manejado a través de penalidades o exclusión del prepago, o a través de la emisión de bonos redimibles anticipadamente (*callable bonds*).

#### **Factibilidad de los bonos cubiertos en el Perú**

En el Perú, los participantes del mercado se muestran en general favorables a un mayor uso de los bonos cubiertos. En particular, existe una fuerte demanda de los inversionistas por bonos con calificación AAA. Asimismo, no existirían impedimentos serios para invertir en bonos cubiertos.

Por el lado de los emisores, es posible que la demanda sea limitada en el corto plazo. Tres de los cuatro bancos más grandes, que actualmente dominan el mercado de crédito hipotecario, ya tienen emisiones corporativas de largo plazo calificadas como AAA y no necesitan el mejoramiento de calificación crediticia provisto por los bonos cubiertos. Ellos están más bien interesados en operaciones de titulización, como una forma de vender activos y reducir la concentración en créditos hipotecarios. Existe mayor interés entre los bancos medianos, los cuales ven a los bonos cubiertos como una forma de generar financiamiento de largo plazo a costos atractivos, debido a las buenas calificaciones de riesgo. Puede haber también algún interés en las Cajas, pero ellas son muy pequeñas y recién están comenzando a dar créditos hipotecarios. Por su parte, las compañías financieras enfrentan restricciones de capital y necesitan el alivio de capital proporcionado por las operaciones de titulización.

En el mediano plazo, es posible que los emisores aumenten su demanda por bonos cubiertos. Las perspectivas de crecimiento del crédito hipotecario son

buenas, y reflejan las necesidades de vivienda del país, su bajo nivel de endeudamiento y el gran desempeño de sus indicadores macroeconómicos. Los bancos, en la medida en que vayan creciendo sus portafolios de créditos hipotecarios a largo plazo a tasa de interés cuasifija, enfrentarán crecientes descaldes de plazos y tasas de interés. En este escenario, es probable que los prestamistas que no tienen restricciones de capital encuentren en los bonos cubiertos una alternativa más barata que la titulización para generar fondos de largo plazo.

Una alternativa para la emisión de bonos cubiertos por instituciones individuales es el emisor centralizado de prestamistas múltiples. Tales emisores existen en varios países europeos, incluyendo España, Francia y Dinamarca, pudiendo ser de dos tipos. En un caso, el emisor puede ser un vehículo de propósito especial que compra bonos cubiertos de prestamistas individuales y emite bonos cubiertos respaldados por un conjunto de bonos individuales (modelo español). Alternativamente, el emisor podría ser una institución financiera especializada que otorga préstamos a bancos individuales (respaldados por los préstamos hipotecarios de estos bancos) y emite bonos cubiertos respaldados por un derecho preferencial sobre los préstamos y el capital del emisor (modelo francés). Estas emisiones de prestamistas múltiples presentan algunas ventajas. Primero, estas emisiones pueden alcanzar mayor liquidez en el mercado, mediante emisiones más grandes y frecuentes. Segundo, se puede emitir más rápidamente que los pequeños prestamistas, debido a su mejor calificación y/o a menores costos de emisión. ■

#### **BONOS CUBIERTOS.**

Atractiva forma de generar financiamiento de largo plazo con fines de inversión hipotecaria.

