

El mercado de bonos cubiertos¹

El mercado de bonos cubiertos ofrece a los inversionistas una alternativa frente a la deuda pública de países desarrollados. No obstante, la valoración de estos bonos es compleja. Mientras sus precios parecen variar según la nacionalidad del emisor, estas variaciones serían mínimas con relación a los distintos marcos legislativos. La experiencia más reciente muestra que la valoración de dichos bonos resiste bien a las variaciones idiosincrásicas del riesgo de crédito del emisor, así como a alteraciones más sistémicas del valor de la cesta de garantías.

Clasificación JEL: G11, G12, G15.

Durante la pasada década, los bonos cubiertos, o valores emitidos por entidades financieras respaldados por colateral específico, han pasado a ser una de las mayores clases de activos del mercado europeo de bonos y una fuente importante de financiación de préstamos hipotecarios. El colateral, o cesta de garantías (*cover pool*), suele configurarse con el fin de obtener la mejor calificación crediticia posible, es decir, la de triple A. En consecuencia, los bonos cubiertos ofrecen una alternativa frente a la deuda pública de países desarrollados para aquellos inversionistas en bonos que únicamente están interesados en los valores con calificaciones elevadas.

Basándose en las estadísticas internacionales del BPI sobre títulos de deuda y en otras fuentes de información, este artículo analiza la evolución reciente del mercado de bonos cubiertos. Al estudiar las principales cuestiones concernientes a la evaluación del riesgo asociado a este tipo de bonos, el artículo constata también divergencias significativas entre las principales agencias de calificación. Al examinar los determinantes de los precios de los bonos cubiertos se observa que, aunque la nacionalidad del emisor tiene relevancia, las diferencias vinculadas a ella suelen ser pequeñas. Al mismo tiempo, del estudio de algunos ejemplos concretos se desprende que, en los últimos años, la valoración de los bonos cubiertos ha resistido bien a las alteraciones tanto de la solvencia del emisor como del valor del colateral subyacente.

¹ Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI.

¿Qué son los bonos cubiertos?

La característica que define a los bonos cubiertos es el carácter doble de la protección que ofrecen a los inversionistas. Estos bonos son emitidos por entidades financieras, principalmente bancos, que se hacen responsables de su amortización. Asimismo están respaldados por una cesta especial de garantías —formada en su mayor parte por hipotecas de elevada calificación o créditos al sector público— frente a la cual los inversionistas disponen de un derecho prioritario (véase más adelante). En la Unión Europea, los bonos cubiertos se definen de forma más detallada en la Directiva sobre la adecuación del capital (2006/48/EC), que restringe la gama de colaterales aceptados a la deuda de las instituciones públicas (de elevada calificación), préstamos hipotecarios residenciales, comerciales y navales con una relación préstamo-valor máxima del 80% (para los residenciales) o del 60% (para los comerciales), y deuda bancaria o bonos de titulización hipotecaria (MBS). Aunque la Directiva sólo reconoce como bonos cubiertos aquellos valores emitidos de conformidad con legislación específica, los participantes en el mercado tienden a operar con una definición más general, que engloba asimismo los bonos emitidos conforme a acuerdos contractuales privados que incorporan elementos de financiación estructurada. De este modo se han creado diversos «bonos cubiertos estructurados» (véase el recuadro inferior), principalmente en países que carecen de legislación relativa a los bonos cubiertos (por ejemplo, el Reino Unido, los Países Bajos y Estados Unidos).

El carácter doble de la protección...

El carácter doble de la protección que ofrecen los bonos cubiertos los diferencia tanto de la deuda no garantizada preferente como de los bonos de titulización de activos (ABS). Al estar garantizados por una cesta de garantías,

... distingue a los bonos cubiertos de otros instrumentos

Bonos cubiertos estructurados

En los últimos años, las entidades de crédito hipotecario han recurrido de manera creciente a mecanismos de financiación estructurada para reproducir características de los bonos cubiertos tradicionales. En muchos casos, este fenómeno se ha debido al deseo de emitir bonos cubiertos en países que carecían de legislación específica, como el Reino Unido (donde la legislación se introdujo a principios del presente año, pero no había entrado en vigor al redactar este artículo), los Países Bajos o Estados Unidos. En otros casos, algunos emisores residentes en países con legislación al respecto han colocado sus emisiones fuera del marco jurídico para conseguir mayor flexibilidad, por ejemplo en lo relativo a los activos que forman parte de las cestas de garantías.

Al igual que los bonos cubiertos convencionales, las emisiones estructuradas ofrecen a los inversionistas la posibilidad de recurrir tanto al emisor del bono como a una cesta específica de garantía, pero lo hacen a través de acuerdos contractuales que implican un vehículo de gestión especializada, y no a través de legislación. Las agencias de calificación, en particular, son fundamentales para comprobar que se cumplen los requisitos estipulados en los contratos.

Existen dos modalidades de bonos cubiertos estructurados. En la primera, empleada por los bancos británicos y neerlandeses, los activos están en posesión de un vehículo de gestión especializada, que garantiza el bono emitido por el banco originador. Los bancos de Estados Unidos, así como el francés BNP Paribas, han adoptado una modalidad ligeramente diferente, por la que el bono no es emitido por el banco originador de las hipotecas, sino por una filial, que acto seguido presta los fondos a la matriz. Este préstamo está garantizado por los activos de garantía, que permanecen en el balance del banco matriz. En caso de insolvencia de este último, el emisor toma posesión de los activos de cobertura y continúa haciendo frente al servicio del bono.

Principales características de los bonos cubiertos y de los bonos de titulización de activos		
	Bonos cubiertos	Bonos de titulización de activos
Motivación del emisor	Refinanciación	Reducción del riesgo, arbitraje regulador, refinanciación
Quién es el emisor	Normalmente, el originador de los préstamos	Una entidad especializada
Recurso al originador	Sí	Normalmente no
Estructura	Los activos suelen permanecer en el balance, pero se identifican como pertenecientes a la cesta de garantías	Los activos se transfieren a la entidad especial
Impacto sobre los requerimientos de capital del emisor	Ninguno	Reducción
Restricciones jurídicas relativas al emisor o a los colaterales admisibles	Sí (si se emiten de conformidad con la legislación relativa a los bonos cubiertos)	No suelen existir
Gestión de la cesta de activos	Generalmente dinámica	Predominantemente estática
Transparencia de la cesta de activos frente a los inversionistas	Limitada (aunque la calidad está sometida a controles periódicos por parte de fideicomisarios o agencias de calificación)	Generalmente elevada
Amortización anticipada de activos	No repercute, pues los activos se sustituyen	Generalmente repercute en su totalidad
División por tramos	Ninguna	Habitual
Cupón	Predominantemente fijo	Predominantemente flotante

Cuadro 1

además de por la solvencia del emisor, obtienen calificaciones más elevadas que los bonos bancarios clásicos. A diferencia de los ABS, la cesta de garantías funciona principalmente como mejora crediticia y no como medio para posicionarse en los activos subyacentes. Las cestas de garantías tienden a ser dinámicas, en el sentido de que los emisores pueden sustituir aquellos activos que han perdido calidad o han sido amortizados antes de plazo. Frente a los ABS, que suelen funcionar con tasas flotantes y repercutir en su totalidad las insolvencias y los pagos anticipados a los inversionistas, los bonos cubiertos generalmente abonar tasas fijas y tienen vencimientos únicos (véase el Cuadro 1).

Los bonos cubiertos, en particular las emisiones de grandes dimensiones conocidas como *jumbos*, se diferencian de los ABS en que a menudo se negocian en mercados secundarios líquidos. Los *jumbos* se emiten periódicamente y su liquidez está garantizada por estrictos requisitos de creación de mercados. Todas estas características sugieren que los bonos cubiertos no se perciben tanto como un instrumento para exponerse al riesgo de crédito, cuanto como una alternativa más rentable a la deuda pública. A este respecto, quizá se asemejan más a los bonos emitidos por bancos de desarrollo de titularidad pública como el KfW Bankengruppe, o a instituciones multilaterales como el Banco Europeo de Inversiones.

Perfil de mercado

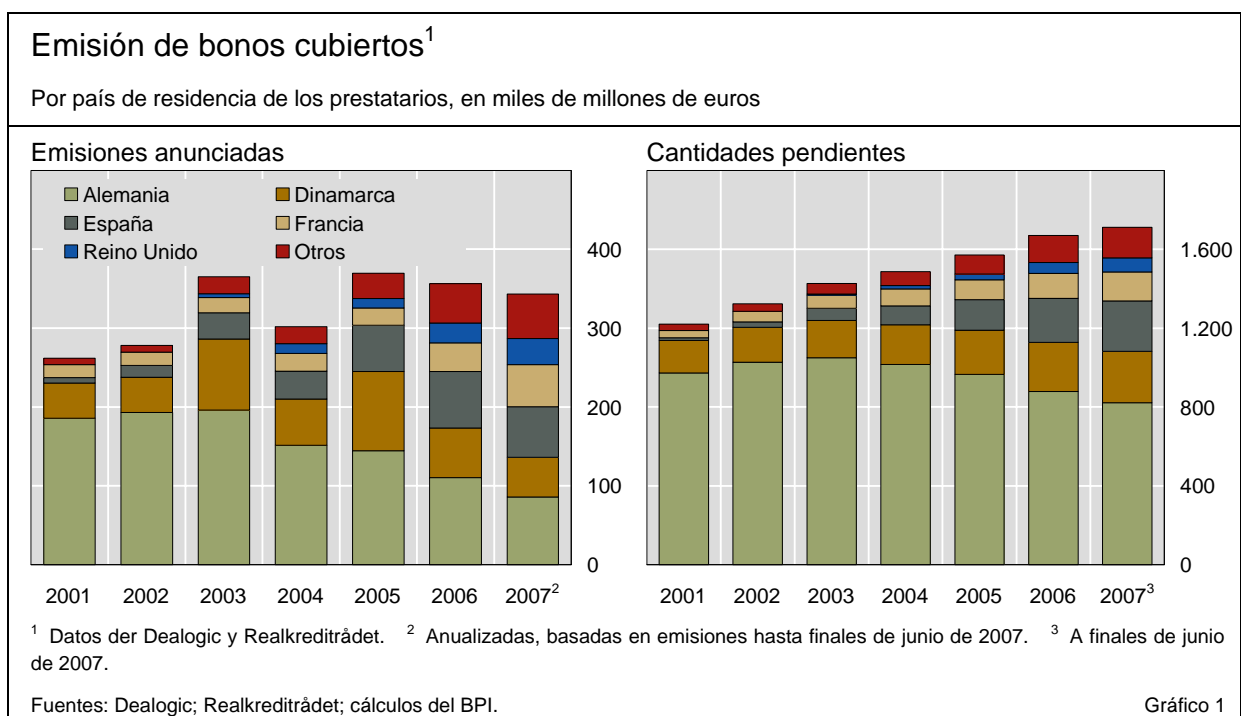
Tanto las emisiones como los importes en circulación de los bonos cubiertos han crecido de forma considerable desde mediados de la década de los 90. Las emisiones anunciadas de este tipo de bonos se han incrementado desde una cifra inferior a 100.000 millones de euros a mediados de los años 90 hasta superar los 350.000 millones de euros en 2006 (véase el Gráfico 1). A mediados de 2007, el importe en circulación ascendía a 1,7 billones de euros.

Rápido aumento del tamaño del mercado...

El ámbito geográfico de emisión de bonos cubiertos se ha ampliado considerablemente en los diez últimos años. Durante mucho tiempo, este tipo de bonos se emitía principalmente en Alemania (*Pfandbriefe*) y Dinamarca (*realkreditobligationer*). También se emitían *Pfandbriefe* en Suiza y Austria, aunque a una escala mucho menor que en Alemania. No fue hasta mediados de la década de los 90 cuando se introdujo legislación al respecto en otros países y se abrió así la vía a la internacionalización del mercado. En el momento de redactar este artículo, más de 20 países europeos habían aprobado leyes relativas a los bonos cubiertos o tenían programado hacerlo en el futuro inmediato.

... al aprobar más países legislación relativa a los bonos cubiertos

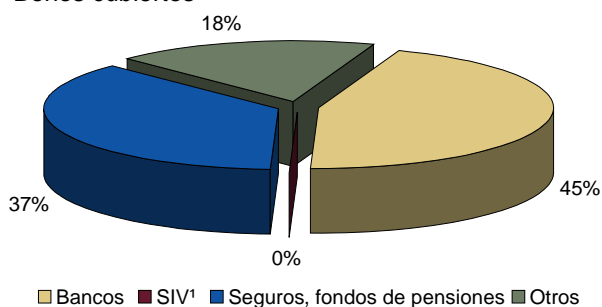
En varios de estos países, la aprobación de la legislación vino seguida de emisiones considerables. Aunque las entidades alemanas continuaron siendo las principales emisoras de bonos cubiertos en el primer semestre de 2007 (86.000 millones de euros en cifras anualizadas), también se produjeron emisiones significativas en varios otros países. Por ejemplo, los bancos españoles emitieron bonos cubiertos por valor de 64.000 millones de euros, y el importe correspondiente a los franceses ascendió a 53.000 millones de euros (véase el Gráfico 1). En consecuencia, la proporción de *Pfandbriefe* alemanes sobre el total en circulación se redujo del 80% en 2001 a menos de la mitad a mediados de 2007.



Inversionistas en bonos cubiertos y ABS

Compras en el mercado primario por tipo de inversionista, en porcentaje

Bonos cubiertos



¹ Vehículos de inversión estructurada.

Fuente: Barclays (2007).

Gráfico 2

Descenso de las emisiones en Alemania

Frente al rápido crecimiento registrado en otros países, las emisiones han disminuido notablemente en Alemania tras su máximo de 200.000 millones de euros alcanzado en 2003, lo que puede deberse en parte a que las instituciones públicas captan cada vez más fondos de forma directa, sin pasar por los bancos emisores de *Pfandbriefe*. Asimismo, la retirada gradual de garantías gubernamentales a los bancos públicos desde 2005 también ha reducido el volumen de colateral admisible, pues la deuda de estos bancos es una parte importante de las cestas de garantías de los *Pfandbriefe* públicos.

Base de inversionistas

Las diferencias estructurales entre los bonos cubiertos y los ABS se reflejan en sus bases inversoras. Los bancos son los principales inversionistas en bonos cubiertos y absorben poco menos de la mitad de las emisiones totales del mercado primario², mientras que cerca del 50% de todas las emisiones de ABS son captadas por sociedades instrumentales y vehículos de inversión estructurada, al tiempo que los bancos absorben menos de la cuarta parte (véase el Gráfico 2). El acceso a una nueva base de inversionistas constituye sin duda una de las motivaciones de los bancos a la hora de emitir bonos cubiertos, en particular en aquellos países en los que es fácil recurrir a la alternativa de emitir MBS.

La evaluación del riesgo de los bonos cubiertos

Las dificultades para evaluar...

Evaluar el riesgo de los bonos cubiertos no es sencillo. En principio, el precio de cualquier de estos bonos debería ser mayor que el de la deuda no garantizada del mismo emisor, debido a la presencia de la cesta de garantías. De igual manera, también debería ser mayor que el de un ABS con el mismo colateral subyacente, dada la posibilidad de recurso al emisor, la ausencia de

² Esto también puede deberse parcialmente al tratamiento jurídico favorable dispensado a los bonos cubiertos. Conforme a Basilea I, los bonos cubiertos con calificación AAA poseen una ponderación por riesgo del 10% en la mayor parte de los países, frente al 50% correspondiente a los tramos de MBS con la misma calificación. Se espera que esta diferencia se reduzca con Basilea II. Véanse Fitch Ratings (2006b), Barclays (2007) y Deutsche Bank (2007).

riesgo de amortización anticipada y la sustitución de los préstamos incobrables de la cesta de garantías. La diferencia entre los precios de los bonos cubiertos y los de otros instrumentos del mismo emisor debería aumentar si los impagos del prestatario y el valor de la cesta de garantías guardan escasa correlación, pero disminuiría si dicha correlación es perfecta.

La cuestión clave al valorar los bonos cubiertos es si la cesta de garantías conservará o no su valor en caso de quiebra del originador. En principio, la insolvencia de éste podría poner en peligro la solvencia de los bonos cubiertos de dos maneras. En primer lugar, podría deteriorarse la calidad de los activos de la cesta de garantías. En segundo lugar, aun cuando los activos de cobertura conservaran su valor, los acreedores del originador podrían intentar embargarlos para recuperar sus créditos. La legislación relativa a los bonos cubiertos y los acuerdos contractuales vigentes intentan hacer frente a ambas amenazas imponiendo niveles mínimos de calidad de los activos de la cesta de garantías y garantizando el blindaje de dicha cesta frente a quiebras.

Los marcos jurídicos tienden a aplicar límites a la relación préstamo-valor de los créditos hipotecarios, así como restricciones geográficas y, en ocasiones, de calificación a las empresas públicas, a fin de garantizar la alta calidad de los activos de cobertura³. Estas medidas a veces se ven complementadas por pruebas de tensión obligatorias, empleadas también por las agencias de calificación para garantizar la solvencia de las cestas de garantías de bonos emitidos tanto dentro como fuera del marco jurídico.

Las disposiciones encaminadas a garantizar el «blindaje» frente a la quiebra de la cesta de garantías —es decir, su disociación de eventuales procedimientos de insolvencia del emisor— constituyen una parte importante de la legislación relativa a los bonos cubiertos de cualquier país (véase el Cuadro 2), así como de los acuerdos privados que subyacen a los bonos cubiertos estructurados. La mayoría de los marcos jurídicos prevén que los activos de cobertura permanezcan en el balance del banco emisor del bono⁴, aunque claramente identificados como pertenecientes a la cesta de garantías. En caso de quiebra del emisor, los activos de cobertura se separan de los restantes activos del balance y se gestionan hasta el vencimiento de los bonos cubiertos.

... el marco
jurídico...

³ La legislación relativa a los bonos cubiertos generalmente impone un límite máximo de la relación préstamo-valor del 80% para las hipotecas residenciales y del 60% para las comerciales, aunque algunos países poseen normas más restrictivas (véase el Cuadro 2). En la mayoría de las jurisdicciones pueden concederse préstamos de mayor cuantía, pero la proporción que excede el porcentaje máximo no cuenta como parte de la cesta de garantías. Las posiciones en el sector público suelen limitarse a países industriales de elevada calificación.

⁴ El emisor puede ser el originador de los activos, aunque no necesariamente. Por ejemplo, las *sociétés de crédit foncier* francesas o las *designated credit institutions* irlandesas suelen pertenecer a grandes grupos bancarios y pueden adquirir activos de su banco matriz para refinanciarlos con bonos cubiertos.

Marcos legislativos en diversas jurisdicciones							
	Alemania	España	Francia	Irlanda	Italia	Luxemburgo	Portugal
Nombre del instrumento	Hypothekendarfandbrief (HP) / Öffentlicher Pfandbrief (ÖP)	Cédulas hipotecarias (CH) o territoriales (CT)	Obligations foncières	Asset-covered securities	Obbligazioni bancarie garantite	Lettres de gage hypothécaire (LGH) o publique (LGP)	Obrigações hipotecárias (OH) o sobre o sector público (OP)
Principio de banco especializado	No	No	Sí	Sí	No	Sí	No
Activos de garantía ¹	HP: h ÖP: p	CH: h CT: p	h/p	h/p	h/p	LGH: h LGP: p	OH: h OP: p
Estructura de activos de garantía	Registrados, permanecen en el balance	Sin cesta de garantía específica, todos los activos admisibles sirven de garantía	Registrados, permanecen en el balance	Registrados, permanecen en el balance	Transferidos a entidad especializada	Registrados, permanecen en el balance	Registrados, permanecen en el balance
Emisor	Originador	Originador	Banco especializado	Banco especializado	Originador (garantizado por entidad especializada)	Originador	Originador
Relación préstamo-valor máxima ²	60%/60%	80%/70%	80%/60%	75%/60%	80%/60%	60%/60%	80%/60%
Colateral mínimo	102%	111% ³	100%	103% ⁴	110%	100%	105%
Protección de la cobertura ⁵	Hasta el 12% de la garantía	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Seguimiento independiente de la cesta de garantías	Fideicomisario designado por el regulador	No	Fideicomisario designado por el regulador	Fideicomisario designado por el emisor y aprobado por el regulador	Supervisión especial por parte del Banco de Italia	Fideicomisario designado por el emisor y aprobado por el regulador	Auditor designado por el emisor y registrado con el regulador
Blindaje de la cesta de garantías frente a quiebras	Activos de garantía segregados en caso de insolvencia	No, pero prioridad sobre todos los activos admisibles del balance	Activos de garantía segregados en caso de insolvencia	Activos de garantía segregados en caso de insolvencia	Entidad especializada segregada en caso de insolvencia de la matriz	Activos de garantía segregados en caso de insolvencia	Activos de garantía segregados en caso de insolvencia

¹ Principal componente de la cesta de garantías; h: hipotecas, p: préstamos al sector público. ² Hipotecas residenciales/comerciales. ³ Activos públicos: 142%. ⁴ Tras proyecto de reforma. ⁵ Protección de los instrumentos de cobertura en caso de quiebra del originador.

Fuentes: Barclays Capital (2007); Deutsche Bank (2007).

Cuadro 2

Existen dos excepciones fundamentales a este modelo general: las cédulas españolas y las *obbligazioni bancarie garantite* italianas. En España, los activos de cobertura permanecen en el balance del emisor, pero no se registran. En caso de quiebra, los titulares de los bonos disponen de un derecho preferencial sobre todos los activos utilizables del balance del emisor. A diferencia de los bonos cubiertos emitidos en otras jurisdicciones, las cédulas llevan una cláusula de aceleración, es decir, se reintegran anticipadamente en caso de insolvencia del emisor. No obstante, es probable que la diferencia entre la legislación española y la de otros países se estreche: a finales de 2006, el Ministerio de Economía presentó un proyecto de reforma de ley que preveía el establecimiento de un registro de coberturas, lo que acerca el modelo español al de otros países. Los esquemas en los que se basan las *obbligazioni bancarie garantite* italianas (la Cassa Depositi e Prestiti emite un tipo distinto de bonos cubiertos) son similares a los de los bonos cubiertos estructurados emitidos por los bancos del Reino Unido y los Países Bajos cuyos activos se transfieren a una entidad especial que garantiza el bono emitido por la matriz.

Más allá de este marco general, es necesario tener en cuenta una serie de matices para garantizar que la cesta de garantías está, efectivamente, blindada frente a insolvencias. Por ejemplo, hay que asegurarse de que los activos de la cesta no puedan emplearse para hacer frente a ningún otro derecho que los inversionistas puedan tener sobre el emisor⁵. Asimismo, los derivados empleados como protección frente al riesgo de tasas de interés surgido de las diferencias de duración entre el bono y los activos de cobertura han de mantenerse aun cuando el emisor se haya declarado insolvente.

Calificaciones crediticias y diferencias de opinión

El blindaje de las cestas de garantías nunca ha sido puesto a prueba en los tribunales, por el simple hecho de que ningún emisor de bonos cubiertos parece haber quebrado desde principios del siglo XX⁶. La dificultad para evaluar el riesgo de este tipo de bonos queda ilustrada por las diferencias entre las calificaciones de las tres principales agencias internacionales y entre las metodologías que emplean.

Moody's Investors Service toma como referencia las pérdidas esperadas de los bonos cubiertos, a través de un método conocido como *joint default*, que consiste en considerar el riesgo de un bono cubierto básicamente como una función de la probabilidad de impago del emisor y de las pérdidas (si las hubiera) en la cesta de garantías en caso de producirse dicho impago

... se reflejan en los diferentes métodos de la agencias de calificación

Moody's utiliza el "joint default"

⁵ Por este motivo, las exposiciones a prestatarios de jurisdicciones que no reconocen restricciones de compensación suelen estar limitadas bien por la legislación o bien por acuerdos contractuales privados.

⁶ En 1900, tan sólo un año después de aprobada la importante Ley de Hipotecas alemana, que unificó y mejoró la legislación relativa a las *Pfandbriefe*, tres emisores incurrieron en graves pérdidas a consecuencia de operaciones fraudulentas de sus consejeros. Uno de los bancos quebró, mientras que los dos restantes sobrevivieron gracias a que los titulares de las *Pfandbriefe* aceptaron transformar parte de sus bonos en acciones (Born (1976), p. 197).

(Moody's Investors Service (2005)). Un aspecto interesante de este método es que la correlación de activos estimada entre el emisor y la cesta de garantías puede presentarse como un importante factor de riesgo.

Las condiciones de S&P para "desvincular" la calificación

Por su parte, el método adoptado por Standard & Poor's se centra en las condiciones para la «desvinculación» (*delinking*) de los bonos cubiertos con respecto a la calificación de emisor de un título preferente sin garantías. En los casos en los que los marcos jurídico y regulador aseguran el cumplimiento de las obligaciones del bono cubierto incluso en caso de impago del emisor, y cuando el emisor cuenta con niveles suficientes de sobrecolateralización comprometidos, la calificación del bono cubierto puede «desvincularse» sin problemas de la del emisor (Standard & Poor's (2004)).

Fitch utiliza un "factor de discontinuidad"

La metodología de Fitch Ratings también es diferente. Consiste en multiplicar sus estimaciones de la probabilidad de insolvencia del emisor por un factor de discontinuidad, que depende del blindaje frente a quiebras percibidas de la cesta de garantías y de otros factores que podrían afectar a su valor en caso de impago del emisor⁷. A continuación, la calificación se ajusta en función del resultado de una prueba de tensión basada en modelos del flujo de efectivo de la cesta de garantías, así como en función del valor recuperable, estimado tomando como base los mecanismos de seguridad.

Los distintos métodos dan lugar a diferencias de opinión

Aunque las metodologías públicamente explicadas pueden encubrir aspectos comunes y no resultar necesariamente en calificaciones diferentes, lo cierto es que las distintas agencias parecen obtener con cierta frecuencia resultados distintos en sus procesos de calificación de los bonos cubiertos (véase el cuadro 3). A pesar de que muchos bonos estructurados han sido diseñados explícitamente para obtener la más elevada calificación posible, es decir triple A, aproximadamente en la cuarta parte de los casos en los que ha habido opiniones discordantes, ha prevalecido la calificación inferior. Evidentemente, las diferencias de opinión son hasta cierto punto inevitables y positivas, pues aportan información y perspectivas adicionales a los mercados. La frecuencia de desacuerdo ha sido incluso mayor para emisiones iniciales de bonos corporativos estadounidenses con una calificación de triple A como mínimo (Cantor et al (1997)).

Las desavenencias sobre la solvencia de los bonos cubiertos parecen ser consecuencia principalmente de diferencias de opinión sobre la protección que ofrece la cobertura y sobre su estructura, y no de evaluaciones divergentes del riesgo asociado a impago del emisor. Algunos investigadores han documentado una mayor frecuencia de calificaciones disímiles para los bancos que para otros emisores, lo que han atribuido a la opacidad de los balances de las entidades financieras (Morgan (2002)). Aun así, en nuestra muestra sólo el 13% de los bonos cubiertos con calificaciones divergentes presentan diferencias en la calificación del emisor original (banco) en el mismo sentido (véase el Cuadro 3).

⁷ En este contexto, Fitch tiene en cuenta el grado de segregación de los activos, las brechas de liquidez, la disponibilidad de gestión alternativa y la vigilancia de los bonos cubiertos (Fitch Ratings (2006a)).

Calificaciones de bonos cubiertos					
	Número de bonos calificados	% de (1) con calificación AAA	% de (1) con calificaciones múltiples	% de (3) con calificaciones divergentes	% de (4) con calificación del emisor divergente en el mismo sentido
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Alemania	8.872	96	54	26	12
España	147	85	63	12	55
Francia	520	100	73	1	75
Irlanda	52	100	85	16	29
Luxemburgo	145	99	30	2	100
Otros	411	85	54	8	44
Total	10.147	95	55	23	13

Nota: para el análisis sólo se emplean las calificaciones de Moody's Investors Service, Standard & Poor's y Fitch Ratings.
Fuentes: Dealogic; BPI. Cuadro 3

La gran proliferación de los bonos cubiertos en marcos regionales nuevos que aún no han sido puestos a prueba no parece haber acentuado la tendencia a las calificaciones divergentes. De hecho, este fenómeno parece darse en menor medida en los segmentos de bonos estructurados más recientes e innovadores: los mercados de más rápido crecimiento, como el español y el francés por ejemplo, registran en términos relativos menor número de calificaciones divergentes (véase el Cuadro 3). Por el contrario, la mayor proporción de estas divergencias se encuentra, con diferencia, en el mercado de bonos cubiertos con mayor trayectoria, el de las *Pfandbriefe* alemanas, que es también el mercado con la calificación media de emisores más baja.

Evidencia a partir de los diferenciales de los bonos cubiertos

Debido a su grado adicional de protección, los bonos cubiertos operan con rendimientos significativamente inferiores a los de los bonos preferentes no garantizados del mismo emisor. Si comparamos los rendimientos diarios de más de 4.000 bonos cubiertos con los índices de Merrill Lynch Financial Institution Bond para el mismo grado de calificación que el emisor del bono cubierto, observamos que los rendimientos de los bonos cubiertos son inferiores en una media de 14, 42 y 91 puntos básicos para los emisores de las categorías de calificación amplias AA (Aa), A y BBB (Baa), respectivamente⁸.

Los diferenciales de los bonos cubiertos...

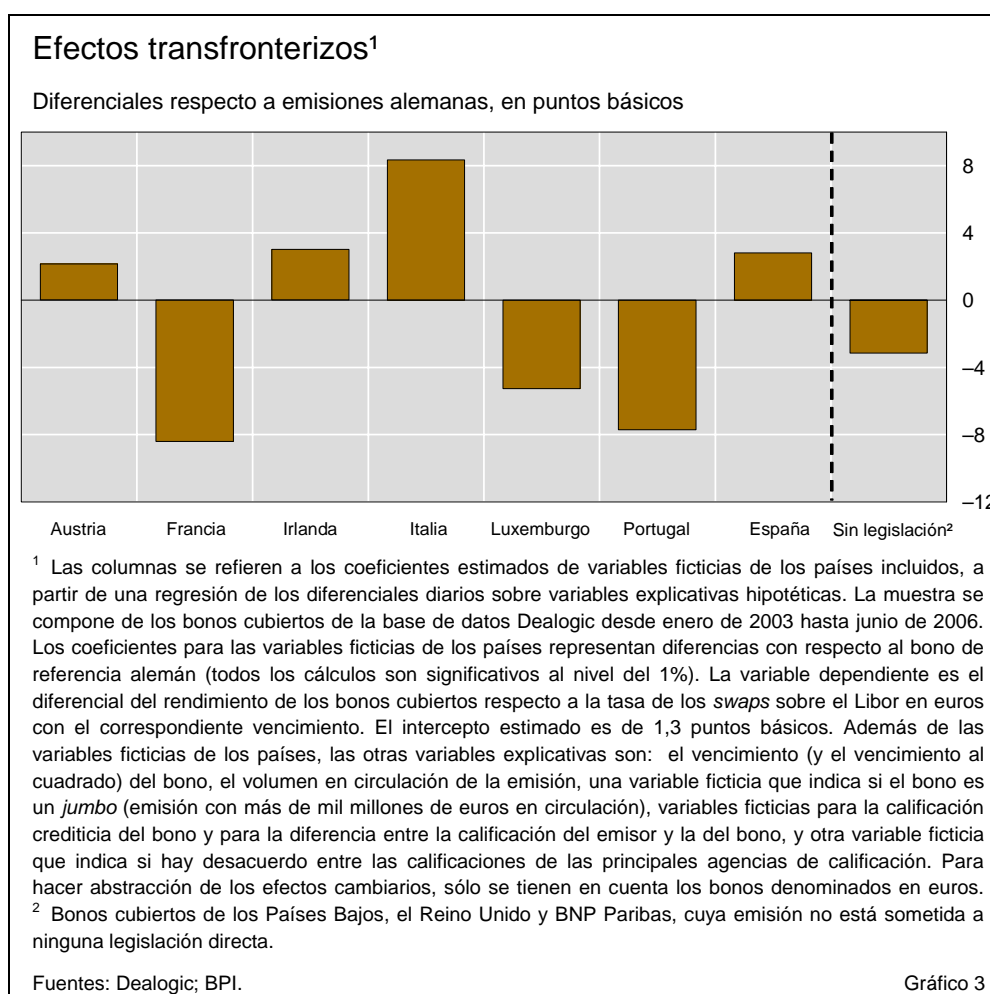
⁸ El valor de la cesta de garantías podría estimarse con mayor precisión comparando el rendimiento de los bonos cubiertos con el de los bonos no garantizados preferentes del mismo emisor. En la práctica, sin embargo, este método suele ser impracticable, pues la mayor parte de los emisores de bonos cubiertos no poseen ningún otro tipo de bonos en circulación. Hay que señalar, asimismo, que los anteriores resultados no implican que las empresas obtengan siempre un beneficio neto cuando emiten bonos cubiertos. Al dedicar activos a un bono emitido, se produce un incremento efectivo del apalancamiento, pues en la práctica estos activos quedan fuera del balance. De esta manera, se reduce el volumen de activos que los titulares de deuda y acciones existentes (y futuros) tendrían derecho a reclamar en caso de quiebra, por lo que el coste total del capital podría aumentar en algunos casos.

Diferencias entre países

Las estimaciones presentadas anteriormente corresponden a los valores medios de muestras y no tienen en cuenta las notables diferencias que existen entre los marcos jurídicos de los distintos países (véase el Cuadro 2). La regresión de los bonos cubiertos sobre variables ficticias para ciertos países, así como una serie de variables de control, permiten obtener indicaciones preliminares de si las divergencias entre países en materia normativa (y otros factores) afectan o no a los precios de los bonos cubiertos. Los resultados de dicho ejercicio se muestran en el Gráfico 3.

... se rigen por las características de los instrumentos...

Muchas de las variables de control son significativas y en su mayoría tienen el signo esperado. Los diferenciales tienden a ampliarse al vencimiento del bono, como es de esperar para una curva ascendente de riesgo de crédito, aunque el efecto se reduce para emisiones de gran volumen. Los diferenciales se estrechan con el incremento de los importes en circulación, lo cual está en consonancia con la mayor liquidez de las emisiones voluminosas. Como era de esperar, las emisiones de inferior calificación registran diferenciales más amplios que los bonos con triple A. Resulta en cierto modo sorprendente que, si bien las divergencias entre las agencias de calificación parecen coincidir con los diferenciales más reducidos, por debajo de 1 punto básico la diferencia estimada no resulta económicamente significativa.



Aunque los resultados de la regresión muestran disparidades entre los diferenciales en función del país del emisor, éstas parecen no guardar más que una débil relación con la estructura general del marco jurídico en que se insertan los bonos. Por ejemplo, para aquellos países donde los bonos cubiertos sólo pueden ser emitidos por prestamistas especializados, los efectos estimados por país suelen ser muy distintos entre sí. Los diferenciales de las *obligations foncières* francesas están entre los más reducidos, mientras que los de los *asset-covered securities* irlandeses son algo mayores que los de la mayoría de países restantes. Otro país cuyos bonos registran diferenciales algo más elevados es España, quizá porque el marco jurídico no garantiza el mismo grado de blindaje frente a la quiebra para la cesta de garantías. Será interesante observar cómo evolucionan los diferenciales si llega a aprobarse el reciente proyecto de reforma de la legislación española, y en concreto el establecimiento de un registro de activos de cobertura⁹.

... más que por las diferencias en los marcos jurídicos

Los resultados también sugieren que sería posible sustituir con acuerdos contractuales privados el marco jurídico relativo a los bonos cubiertos. De hecho, los bonos cubiertos que se estructuran para compensar la falta de legislación específica al respecto tienden a registrar diferenciales inferiores a los de cualquier país, salvo Francia y Portugal, aunque esta situación puede también estar relacionada con el hecho de que los emisores de dichos bonos suelen ser entidades financieras grandes y conocidas.

Casos de estudio recientes

Dado que los bonos cubiertos suelen tener las calificaciones más elevadas, es lógico que, en términos relativos, no existan muchos casos en que su solvencia se haya visto gravemente amenazada. No obstante, en ciertos momentos algunos bonos podrían haber arrojado un riesgo de impago mucho mayor, debido bien a un fuerte deterioro de la solvencia del emisor, o bien a una merma del valor de la cesta de garantías. Estudiando las variaciones de los rendimientos de mercado en torno a diferentes episodios, es posible determinar si los inversionistas percibieron de hecho cambios significativos en la calidad crediticia de los bonos cubiertos en cuestión.

Los precios de los bonos cubiertos son resistentes...

En 2005, la capacidad crediticia de Allgemeine Hypothekenbank Rheinboden AG (AHBR) —un emisor alemán de bonos cubiertos por un volumen superior a los 55.000 millones de dólares estadounidenses, que había sido en su día el mayor banco hipotecario de Alemania— se deterioró gravemente. El 17 de marzo de 2005, Moody's anunció una rebaja de dos puntos en la calificación de los depósitos bancarios a largo plazo de la entidad hasta Baa3 y un rebaja de la solidez financiera (que refleja la calidad crediticia del emisor sin tener en cuenta potenciales apoyos exteriores) desde C- hasta D-. El 25 de octubre de 2005, Moody's volvió a rebajar la calificación de la solidez financiera del banco hasta E, para indicar que probablemente necesitaría apoyo exterior para salvarse.

... a las rebajas de calificación de los emisores...

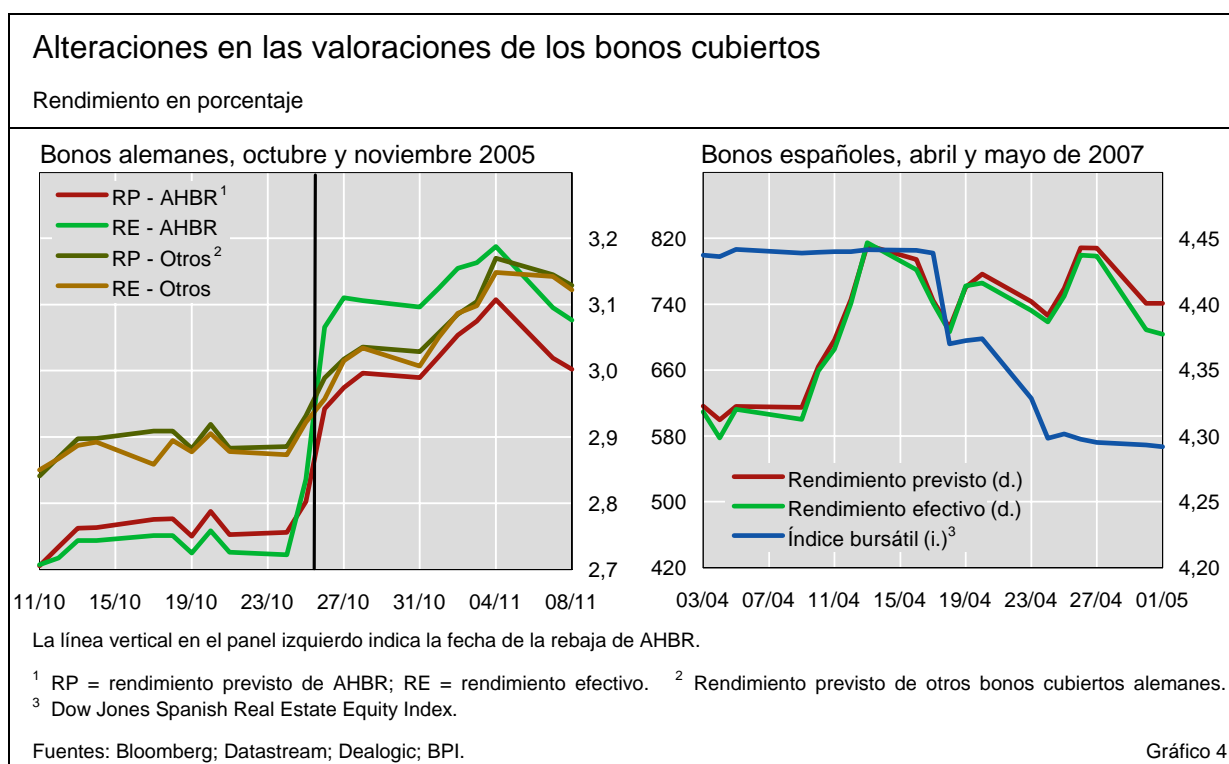
⁹ El bajo nivel de los diferenciales de los bonos portugueses podría explicarse por la prima de escasez resultante de las reducidas dimensiones del mercado.

A fin de estudiar en qué medida estos anuncios produjeron variaciones anómalas de los rendimientos (es decir, cambios que no obedecen a movimientos del mercado en general), hemos estimado un modelo lineal que pone en relación el rendimiento diario de cada uno de los bonos cubiertos de AHBR, desde el 1 de julio de 2004 hasta varias semanas antes de la fecha de rebaja de la calificación, con las variaciones del rendimiento del AAA Bond Index de Merrill Lynch, así como el vencimiento y el vencimiento al cuadrado de cada bono. Con este modelo, se predicen los rendimientos de cada bono en torno a las fechas de deterioro de la calificación y a continuación se comparan esas predicciones con los rendimientos que realmente se produjeron en aquel periodo.

Los resultados sugieren que la calidad crediticia de los bonos cubiertos puede aguantar bien descensos incluso muy pronunciados de la solvencia del emisor. En torno al anuncio de reducción múltiple de calificaciones del 17 de marzo de 2005, no puede detectarse ninguna variación anómala de los rendimientos. Y a pesar del deterioro adicional de la salud financiera de AHBR divulgado a finales de octubre de 2005, lo máximo que llegaron a ampliarse los diferenciales de los bonos cubiertos durante este periodo fue unos 14 puntos básicos (véase el Gráfico 4, panel izquierdo).

La misma metodología puede aplicarse ante la percepción de cambios significativos en la calidad de la cesta de garantías de los bonos cubiertos. Como se ha mencionado anteriormente, los bancos españoles son emisores frecuentes de bonos cubiertos. Dado que estos bonos suelen estar cubiertos por hipotecas, cualquier indicio de tensión en el mercado inmobiliario español podría haber dado lugar a una disminución de la calidad crediticia de los correspondientes bonos cubiertos.

... y al deterioro de la cesta de garantías



De hecho, aplicando la misma metodología de casos de estudio antes descrita, no encontramos evidencias de variaciones anómalas significativas del rendimiento de los bonos cubiertos españoles en torno a los periodos de tensión en el mercado inmobiliario español. El 18 de abril de 2007, el índice Dow Jones Spanish Real Estate Equity cayó casi un 15%, como reflejo de las preocupaciones de los inversionistas sobre las perspectivas del mercado de la vivienda en España. Las cotizaciones continuaron bajando durante la semana siguiente, y el 25 de abril de 2007 el descenso acumulado se situaba cerca del 30%. Sin embargo, a pesar de este significativo declive, los diferenciales de las cédulas hipotecarias españolas no se vieron muy afectados (véase el Gráfico 4, panel derecho). Esta resistencia puede deberse a la solvencia de las emisiones, a la abultada sobrecolateralización de la mayoría de los bonos, o a la opinión de los inversionistas de que los límites máximos de la relación préstamo-valor les protegerían de un descenso moderado de los precios de la vivienda.

Conclusiones

Los bonos cubiertos han evolucionado, pasando de ser instrumentos nacionales a convertirse en un importante segmento del mercado de bonos europeo, compitiendo con otros valores de elevada calificación, como la deuda soberana o la deuda emitida por entidades públicas locales. En 2006, la emisión de bonos cubiertos cruzó el Atlántico cuando Washington Mutual puso a la venta la primera emisión estadounidense. Lo que hace especiales a los bonos cubiertos es el carácter doble de su protección, que combina la obligación del emisor con el respaldo adicional de un colateral específico. No obstante, evaluar el valor añadido de la cesta de garantías no resulta sencillo. Aunque tanto la legislación relativa a los bonos cubiertos como los acuerdos contractuales subyacentes a las emisiones estructuradas contienen numerosas disposiciones para garantizar que los activos de cobertura conserven su valor en caso de quiebra del emisor, pocas o ninguna de estas disposiciones han sido puestas a prueba en los tribunales.

Una cuestión a la que se ha prestado poca atención hasta el momento es cómo afecta a la financiación hipotecaria la disponibilidad de un instrumento que permite a los bancos emitir deuda de elevada calificación (CGFS (2006)). Los bonos cubiertos son instrumentos de renta fija a largo plazo y, por tanto, resultan especialmente adecuados para refinanciar préstamos hipotecarios a interés fijo. El Tesoro británico, por ejemplo, ha reconocido este hecho al presentar su reciente proyecto de ley relativo a los bonos cubiertos alegando precisamente la necesidad de instrumentos para refinanciar este tipo de préstamos.

Referencias

Barclays Capital European AAA Research and Market Strategy (2007): «The AAA handbook 2007, safe returns», Barclays Bank PLC.

Born, K (1976): *Geld und Banken im 19. und 20. Jahrhundert*, Kröner, p 197.

Cantor, R, F Packer y K Cole (1997): «Split ratings and the pricing of credit risk», *Journal of Fixed Income*, diciembre, pp 72–82.

Committee on the Global Financial System (2006): «Housing finance in the global financial market», *CGFS Papers*, nº 26, Banco de Pagos Internacionales.

Deutsche Bank Global Markets Research: Fixed Income & Relative Value (2007): «Overview of covered bonds», Deutsche Bank AG, 60 Wall Street, Nueva York, NY.

European Covered Bond Council (2006): *European Covered Bond Factbook*, agosto.

Fitch Ratings (2006a): «Covered bonds», Fitch Inc, One Street Plaza, Nueva York, NY.

——— (2006b): «Covered bonds and capital requirements directive», Fitch Inc, One Street Plaza, Nueva York, NY.

Moody's Investors Service (2005): «Moody's rating approach to European covered bonds», junio, www.moody.com.

Morgan, D (2002): «Rating banks: risk and uncertainty in an opaque industry», *American Economic Review*, septiembre, pp 874–8.

Standard & Poor's (2004): «Expanding European covered bond universe puts spotlight on key analytics», julio, www.standardandpoors.com.