



MREL y las nuevas reglas de juego para la resolución de entidades bancarias

Francisco de Borja Lamas Peña

La crisis puso de manifiesto las debilidades de los sistemas de resolución para concursales bancarios existentes hasta dicha fecha, incapaces de involucrar a los acreedores en la financiación de los costes de las quiebras y con un marcado sesgo hacia la financiación pública. Por ello, las principales iniciativas regulatorias de estos regímenes se han ido desarrollando con el objetivo de superar dichas deficiencias. Un punto culminante de las reformas ha sido la introducción de un nuevo requerimiento regulatorio tanto: (i) a nivel global (TLAC) para entidades sistémicas, como (ii) a nivel europeo (MREL). El objetivo primario es garantizar que un banco mantenga los suficientes recursos propios y ajenos como para salvaguardar que (i) no se expone a los contribuyentes a pérdidas y que (ii) son los accionistas y acreedores no garantizados ni asegurados los que soportan los costes de la quiebra.

Nuevas reglas para la resolución de entidades bancarias: MREL

La última crisis financiera (hace ya 11 años) evidenció las debilidades de los sistemas de resolución para concursales bancarios existentes hasta dicha fecha, incapaces de involucrar a los acreedores en la financiación de los costes de la quiebra y con un marcado sesgo hacia la financiación pública.

Los principales organismos reguladores tomaron buena nota de las deficiencias, subrayando que los procedimientos de insolvencia ordinarios distaban mucho de ser idóneos para hacer frente a las quiebras bancarias.

Dichos procedimientos no primaban ciertos objetivos como (i) evitar perturbaciones en la estabilidad financiera, (ii) mantener los servicios esenciales que realiza la entidad o (iii) proteger a los depositantes, sobre los objetivos generales de (a) igualdad de trato entre acreedores (no creditor worse-off principle (NCWO)) y (b) protección del deudor presente en el derecho general de quiebras.

Por ello, abogaron por una reforma con vocación global del marco de resolución de entidades bancarias.

Esta se ha ido desarrollando en los últimos años en tres niveles: a nivel internacional; en el marco comunitario, fundamentalmente con la directiva de crisis bancarias (BRRD¹; por sus siglas en inglés); y a nivel nacional, con las sucesivas reformas llevadas a cabo desde el año 2009 y, muy especialmente, con la aprobación de la Ley 11/2015 de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

Una de las principales novedades en los sistemas de resolución para concursales ha sido la exigencia de una nueva ratio regulatoria (MREL² a nivel europeo).

Este requerimiento tiene por finalidad garantizar que una entidad bancaria mantiene los suficientes recursos propios y ajenos como para asegurar que (i) no se expone a los contribuyentes a pérdidas y (ii) que son los accionistas y los acreedores no garantizados ni asegurados los que soportan los costes de la quiebra.

Visión general del marco regulatorio

Dada la prioridad en las agendas de los reguladores bancarios para modificar el régimen de reestructuración y resolución de entidades bancarias, esta reforma se está desarrollando paulatinamente por varios organismos reguladores, tanto a nivel internacional como a nivel europeo.

Con ese objetivo el *Financial Stability Board* (FSB) –de facto el organismo regulador global– desarrolló en noviembre de 2014 la conocida ratio TLAC (Total Loss Absorption Capacity) exigible a las entidades sistémicas globales que –con sus particularidades y diferencias– tuvo su reflejo a nivel europeo –a través de la BRRD en 2014– en la ratio de MREL.

Esta tendencia de incorporar al marco normativo europeo los acuerdos de organismos internacionales tiene de nuevo su reflejo, en noviembre de 2016, con la publicación de la propuesta para modificar la BRRD (BRRDII), que, entre otros aspectos, pretende terminar de armonizar la ratio MREL a las características de la TLAC y, muy particularmente, en lo referente al orden de prelación de los instrumentos de deuda no garantizada en caso de insolvencia.

Así, han sido varias las actuaciones y los actores que han participado y participan en la configuración definitiva de esta nueva ratio, tal y como trata de resumir la figura siguiente:

En definitiva, y sin perjuicio de los trabajos a nivel mundial de la FSB y del Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) –que sirven como complemento para entender el nuevo enfoque de la resolución de entidades financieras– la configuración de la ratio MREL se rige por (i) la BRRD, (ii) el Reglamento (UE) 806/2014³ (Single Resolution Mechanism Regulation o SRMR; por sus siglas en inglés) y (iii) por el Reglamento Delegado (RD; en adelante) de la Comisión Europea sobre normas reglamentarias sobre el MREL⁴.

Este último se articula sobre las normas técnicas de regulación⁵ presentados por la Autoridad Bancaria Europea (European Banking Authority o EBA; por sus siglas en inglés) en la Comisión Europea.

The current and expected basics of MREL

Es un nuevo requerimiento regulatorio en forma de ratio vinculado a los niveles de solvencia.

Lo han de afrontar los bancos europeos para mantener un volumen suficiente de (i) recursos propios y también de

Figura 1: Actores y cronología de las principales iniciativas regulatorias

FSB	<ul style="list-style-type: none"> 11/2014: TLAC Consultative Document 11/2015: TLAC principles and TS final 12/2016: Principles on internal TLAC draft 06/2019: First stage of TLAC
BCBS	<ul style="list-style-type: none"> 11/2015: TLAC holdings draft 10/2016: TLAC holdings final
EC	<ul style="list-style-type: none"> 05/2014: Banking Resolution and Recovery Directive 02/2016: DR on Exclusions from Bail-in 05/2016: DR on MREL 11/2016: CRR2, CRD2 & BRRD II 01/2019: MREL RWAs for EU GSIs and MREL as per BRRD
EBA	<ul style="list-style-type: none"> 07/2015: Final draft RTS on MREL criteria 12/2016: Final report on MREL
SRB	<ul style="list-style-type: none"> 12/2015: 1st data collection on eligible liabilities as of YE 2015 11/2016: SRB 2016 MREL Policy 12/2016: 2nd data collection on eligible liabilities as of YE 2016 02/2017: SRB 2017 MREL Policy
Fuente: Propia	

(ii) recursos ajenos admisibles, permitiendo (i) la absorción de las pérdidas –evitando así la necesidad de una ayuda pública extraordinaria– y (ii) el incremento de la capacidad de recapitalización de un banco por sí mismo –garantizando que determinados acreedores no cualificados no asuman pérdidas–.

Si bien el mercado está en busca y captura de un nivel mínimo que permita la comparabilidad⁶ entre competidores, no existe un umbral mínimo a nivel sectorial. El nivel es determinado de forma individual para cada grupo bancario tomando en consideración –entre otros– la estrategia de resolución (ej.: *single or multiple point of entry* –SPoE o MPoE), las herramientas de resolución (ej.: *bail-in, bridge bank*, etc.) o el análisis de resolubilidad («a menor resolubilidad, mayor es el nivel del MREL»); procesos ejecutados por la autoridad de resolución durante la planificación para la resolución y consiguiente elaboración del plan de resolución.

El requerimiento es calibrado como un porcentaje del total de activos ponderado por riesgos (*risk-weighted assets* o RWAs, en adelante, por sus siglas en inglés).

Es la autoridad de resolución (la Junta Única de Resolución (en adelante, *Single Resolution Board* o SRB; por sus siglas en inglés) con la colaboración de las autoridades de resolución nacionales –la que tiene el mandato legal de establecer el requerimiento del MREL caso a caso sobre la base de las

disposiciones establecidas en el marco legal mencionado anteriormente.

Desde 1 de enero de 2016, la SRB ha tenido capacidad para su exigencia, si bien se ha permitido un enfoque flexible en su cumplimiento dada la falta de concreción de detalles imprescindibles para su cálculo.

Existe una íntima relación entre la herramienta de resolución de *bail-in* y el MREL, ya que ambos elementos persiguen objetivos similares y tradicionalmente se ha asociado el MREL como una ratio que asegura la efectividad del *bail-in*. Sin embargo, existen ciertas diferencias como por ejemplo los instrumentos elegibles para el cómputo, tal y como se muestra en la figura 2.

De esta forma, los pasivos elegibles bajo el MREL representan un subconjunto de pasivos que son elegibles bajo el *bail-in*. Hay que considerar que tanto la BRRD y como el SRMR proporcionan una habilitación legal para aplicar el *bail-in* a todos los pasivos elegibles, mientras (i) se observe el orden de prelación de acreedores en supuestos de insolvencia y (ii) se respete el principio de *pari-passu* o igualdad de trato de acreedores. Esto supone que el *bail-in* no puede limitarse a los pasivos elegibles del MREL, a menos que determinadas circunstancias excepcionales justifiquen su exclusión total.

En relación a las consecuencias del incumplimiento del umbral exigible, todavía se está trabajando en configurar el conjunto de medidas a exigir (ej.: desarrollo de un plan para la restauración del nivel del MREL, restricciones a la distribución de recursos, desencadenamiento de las medidas de intervención temprana, etc.)

Finalmente, tras la propuesta de reforma de la BRRD, conviene hacer mención a la potencial introducción de un componente orientativo y no obligatorio (MREL *Pilar 2 Guidance* cuyo incumplimiento no activaría las restricciones a la distribución de recursos) según lo cual todos los bancos deberían tener un volumen del MREL adicional por encima del nivel requerido.

Fijación del MREL y componentes

El requerimiento del MREL se ha de determinar de acuerdo con los criterios establecidos en los puntos de (a) a (f) del artículo 45 (6) de la BRRD y de conformidad con el artículo 12 del SRMR –que fija las condiciones para establecer el nivel del MREL y es redactado en términos similares al artículo 45 de la BRRD. Además, el RD 2016/1450 complementa y desarrolla los criterios de la BRRD.

Complementariamente a la regulación, se prevé que, como punto partida, no haya actuaciones automatizadas por parte de la autoridad de resolución a la hora de fijar el nivel mínimo, primando un mayor análisis «caso a caso»

Figura 2: Instrumentos elegibles para el *bail-in* y MREL

Instruments	Bail-in	MREL
CET1	✓	✓
AT1	✓	✓
Tier 2	✓	✓
Subordinated debt < 12 months	✓	?
Subordinated debt > 12 months	✓	✓
Senior non-preferred < 12 months	✓	?
Senior non-preferred > 12 months	✓	✓
Senior unsecured debt < 12 months	✓	?
Senior unsecured debt > 12 months	✓	✓
Derivatives	✓	?
Deposits by credit institutions and corporates		
Financial institutions <7 days	?	?
Financial institutions <12 months	✓	?
Financial institutions > 12 months	✓	✓
Corporates (no DGS) < 12 months	✓	?
Corporates (no DGS) > 12 months	✓	✓
Deposits with specific characteristics		
Employees	?	?
Critical services liabilities	?	?
Fiduciary deposits	?	?
Tax	?	?
SME/Retail (no DGS)	✓	?
DGS covered deposits	?	?
Central Banks and public administration	?	?
Secured: covered bonds	?	?
Secured: securitizations	?	?
Secured: repos	?	?

Fuente: BBVA research

respecto a otras ratios regulatorias (ej.: *Pillar 1 Common Equity Tier 1*).

El nivel del MREL puede descomponerse en dos componentes:

- *A default loss absorption amount* (en adelante, LAA; por sus siglas en inglés) (art.1), que representa el volumen de pérdidas que un grupo bancario debería ser capaz de absorber en un escenario de resolución. Este componente se basaría principalmente en los requisitos de capital aplicables al banco (o grupo bancario).
- *A recapitalization amount* (en adelante, RCA; por sus siglas en inglés) (art.2), que representa el importe necesario para implementar la estrategia de resolución preferida y determinada durante el proceso de planificación de la resolución. La razón de ser de la RCA se basa en exigir los hipotéticos requerimientos de capital que un banco debería mantener después de que se haya aplicado la resolución.

El RD también introduce un margen para ajustar la RCA a fin de adaptar el MREL por defecto a las características específicas de cada banco:

- La habilitación de aumentar o disminuir la cantidad del MREL exigible por la LAA (art.1.5)⁷ está estrechamente relacionada con las pruebas de estrés, la evaluación de resolubilidad y el proceso de revisión y evaluación supervisora (SREP⁸; por sus siglas en inglés).
- El RD también habilita la posibilidad de ajustar a la baja⁹ (art.2.10) el volumen del MREL exigible por la RCA por los efectos que se generen sobre el balance del

banco, por la aplicación de la estrategia de resolución preferida. Además, en la fijación de la RCA se tendrá en consideración la posición de capital del banco de forma que permita la comparación con la posición de capital del *peer group* y así permitir conservar la confianza del mercado (art.2.8).

- Finalmente, es posible realizar ajustes adicionales para tener en cuenta (i) las exclusiones totales o parciales de los pasivos «*bailinables*» (art.3), (ii) el modelo de negocio, el modelo de financiación y el perfil de riesgo del banco (art.4), (iii) el tamaño y el riesgo sistémico de un banco (art.5), y (iv) las contribuciones de los sistemas de garantía de depósitos (art.6).

SRB MREL Policy: a 3-years journey

La SRB –en colaboración con las autoridades de resolución nacionales– es la responsable del desarrollo y la publicación de la política de calibración y cálculo del MREL, que es especialmente relevante en lo que se refiere a los ajustes específicos que son de aplicación.

El 2016 marcó el punto de partida.

La SRB adoptó un enfoque preliminar; calculando los niveles del MREL de forma restringida para los principales grupos bancarios. La comunicación se produjo a título informativo a fin de facilitar una adaptación gradual y paralela de la estructura de financiación al período de *phase-in* (entrada en vigor en 2019). De esta forma, los niveles objetivos del MREL no se incluyeron en los planes de resolución para conservar su naturaleza preliminar.

Las principales características de la política fueron:

- El volumen de la LAA se calcularía como el máximo entre: (i) la suma de los requerimientos de fondos propios por Pilar 1 (P1) (art. 92 de la CRR)¹⁰, los requerimientos adicionales por Pilar 2 (P2) (art. 104 (1) de la CRD IV)¹¹ y el colchón combinado de capital (art. 128 (6) de la CRD IV) (*Combined buffer requirement* o CBR, por sus siglas en inglés) *fully-loaded* o (ii) el volumen necesario de recursos propios para cumplir con el *floor* de Basilea 1 (art. 500 de CRR).

No se produjeron ajustes puesto que se consideró que la metodología de la SREP para fijar el P2 ya reflejaba las principales consideraciones que marcaba la normativa de resolución.

- La RCA debía ser al menos igual a la cantidad necesaria para satisfacer los requerimientos mínimos de capital aplicables para cumplir con las condiciones de autorización.

Figura 3: SRB MREL approach for 2016

2016 MREL Target = LAA + RCA + MCC

- LAA= Max (P1 + P2R + CBR; Basel 1 floor)
- RCA= Max (P1 + P2R; Basel 1 floor)
- MCC= CBR_{fully-loaded} - 125bp

Fuente: Propia

Así, sería el máximo entre: (i) la suma de P1 + P2 o (ii) el *floor* de Basilea 1.

- Finalmente, y sobre la base del art. 2.8 del RD, ante la necesidad de mantener la confianza del mercado tras la entrada en resolución, pero evitando «*crear niveles de confianza demasiado elevados*», la SRB propuso reducir el requerimiento del CBR como representación del nivel de confianza (*Market Confidence* o MCC) a la mitad de colchón de conservación de capital para el 2016, lo que se tradujo en una reducción de 125 puntos básicos sobre el CBR.

En 2017, se afinó la metodología de ajustes de calibración.

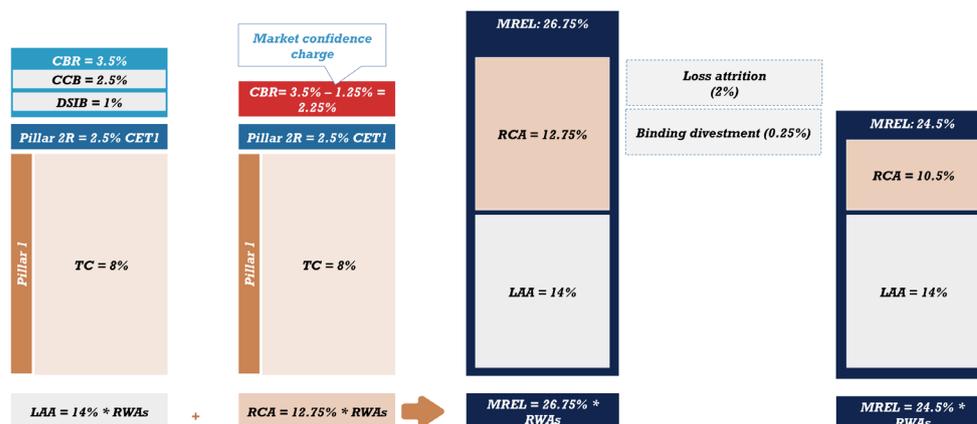
Además de establecerse objetivos vinculantes a nivel consolidado para la mayoría de los principales grupos bancarios (aquellos que pertenecían a un colegio de resolución por mantener una filial *cross-border* fuera de la Eurozona) y comunicar los objetivos a título informativo para el resto de bancos, la SRB afinó su política del MREL introduciendo una serie de ajustes específicos con respecto a su calibración.

Las bases para fijar el MREL fueron considerar: (i) únicamente el *bail-in* como la estrategia de resolución, (ii) los RWAs, la decisión de la SREP sobre los niveles de capital y la información de pasivos del *Liability Data Template* a cierre de 2016 y (iii) el mantenimiento de la política en relación a la MCC. A partir de ese nivel, los ajustes sólo permitían disminuir la cantidad de la RCA exigible.

Se tomaron en consideración tres tipos de potenciales modificaciones que se producirían en los RWAs del balance tras la entrada en resolución:

- *Loss-attrition effect*. Tras un escenario de resolución, es previsible la reducción del balance por las pérdidas. Por ello, se permite ajustar los RWAs en un importe equivalente hasta un máximo del 10 % de los activos totales pre-resolución.
- El uso de determinadas opciones de recuperación previstas en el *recovery plan* (ej.: venta de activos) también supondría una alteración del balance resultante tras la resolución.

Figura 4: Ilustrativa SRB MREL approach for 2017



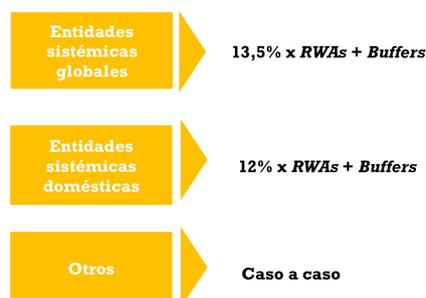
Fuente: Propia

- Las desinversiones y ventas del plan de reestructuración que sean legalmente vinculantes y una duración determinada.

De forma adicional a la introducción de ajustes en el volumen de la RCA, se produjeron grandes novedades. Entre otras de forma resumida:

- Se abordaron las especificidades de los bancos con estrategias de punto de entrada múltiple (*multiple point of entry* MPoE por sus siglas en inglés).
- Se introdujo un umbral mínimo al volumen que la deuda subordinada representa sobre el total de la deuda computable como el MREL para entidades de importancia sistémica con la finalidad de salvaguardar el principio de NCWO. La figura siguiente muestra los umbrales acordados:
- Respecto a los instrumentos elegibles y a la admisibilidad de los pasivos, se han especificado y clarificados varios puntos:

Figura 5: Criterio de subordinación MREL



Fuente: SRB

- Emisiones estructuradas: la SRB evaluará el caso¹² su elegibilidad.
- Depósitos no privilegiados y no cubiertos por el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD, en adelante) están excluidos del MREL a menos que haya evidencia de que no se pueden retirar en un horizonte temporal de un año.
- Pasivos mantenidos por inversores minoristas son admisibles bajo el MREL, ya que –al igual que lo mencionado en la Guía conjunta¹³ de la EBA/ESMA¹⁴– la SRB no ve ninguna base legal para excluir estos pasivos *ex ante*. Si bien, se sujeta la valoración al análisis de resolubilidad, ya que una proporción demasiado grande en manos de inversores minoristas podría considerarse un impedimento para la resolución.
- Pasivos emitidos bajo el amparo de leyes no pertenecientes a la UE se excluyen por defecto, a menos que el banco pueda demostrar que el *write-down* o *bail-in* de esos pasivos sea reconocido por los tribunales en ese estado no miembro.
- Pasivos emitidos en terceros estados no se reconocen como admisibles para el MREL. Sin embargo, se matiza que los intereses minoritarios en filiales se reconocerán como admisible para el MREL, en la medida en que se reconozcan en los fondos propios de la matriz europea, si la filial extranjera es parte del grupo de resolución de la matriz.

Bajo esta política, la SRB comunicó a varios bancos los objetivos finales, matizando que dispondrían entre 18 y 20 meses para cumplir con los requisitos del MREL (finales de 2019).

Varios de los bancos informados han comunicado al mercado los niveles exigidos, tal y como se muestra en la figura 6.

Figura 6: Benchmarking de requerimientos del MREL comunicados al mercado por bancos europeos

BANCO	PAÍS	MPOE / SPoE	MREL (% RWAs)
SANTANDER	ESPAÑA	MPOE	24.4%
UNICREDIT	ITALIA	SPoE	26.0%
ING	HOLANDA	SPoE	29.0%
BBVA	ESPAÑA	MPOE	28.1%
KBC	BELGIUM	SPoE	28.3%
SABADELL	ESPAÑA	SPoE	22.7%
OP FINANCIAL	FINLANDIA	SPoE	27.6%
ATB	IRLANDA	SPoE	28.0%
BOI	IRLANDA	SPoE	27.2%

Fuente: Información disponible en la página web de "Relación con Inversores"

En 2018 y 2019¹⁵, el MREL llegará a todos los bancos y con nuevas novedades.

Aunque no se conocen los detalles definitivos, las principales novedades esperadas por el mercado son:

- Comunicación de los niveles del MREL a todos los bancos (no solo para los bancos más grandes y complejos (ej.: aquellos con colegios de resolución), sino también para el resto de entidades).
- Incorporación de nuevos ajustes a la calibración del MREL. Fundamentalmente derivados de la consideración de otras herramientas de resolución alternativas al *bail-in* (ej.: *Bridge Bank*, *Sale of Business*, etc.).
- Determinación de los requerimientos del MREL a nivel individual considerando las estrategias de resolución basadas en un único punto de entrada (SPoE).
- Nuevas restricciones de instrumentos elegibles.

El MREL desde el punto de vista inversor: re-profiling the risk profile of the debt issuances

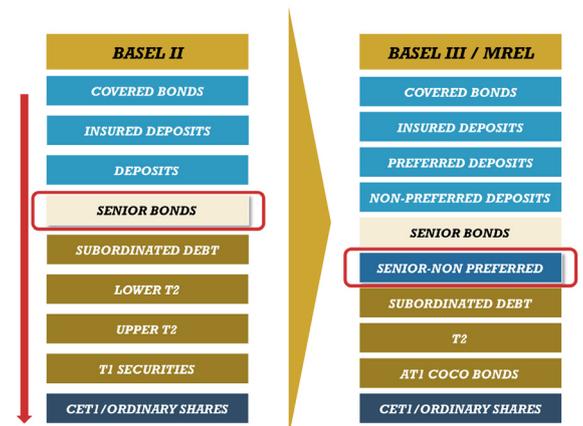
En paralelo a la introducción del requerimiento del MREL y la intención de armonizar el régimen europeo a las disposiciones internacionales de la TLAC, se han producido modificaciones sustanciales en la legislación de varios países de la zona euro.

El estándar de la TLAC establece que los bancos han de mantener un volumen mínimo de deuda que se dedique a la absorción de pérdidas antes que otros pasivos «preferentes» –que son excluidos explícitamente a efectos de la TLAC (por ejemplo, derivados o depósitos garantizados)– pero no indica el modo de cumplirlo.

Con el fin de resolver la anterior cuestión, la BRRD II (aun en fase de propuesta) ha dispuesto un régimen armonizado para este tipo de nuevos instrumentos, siendo la más importante de las características exigibles que estos instrumentos mantengan un orden de prelación inferior a otros pasivos, cuya capacidad para absorber las pérdidas sea menor.

Es decir, sería un instrumento intermedio entre la

Figura 7: MREL Driven Liability Structure Re-profiling



Fuente: Propia

deuda subordinada y la deuda *senior*, ya que ni cumple las características de la sobradamente conocida deuda subordinada, pero tampoco las de la deuda *senior* desde la óptica de la jerarquía para asumir pérdidas en un proceso de resolución o liquidación.

Haciendo uso de la facultad que la propuesta de directiva concede a los estados miembros para que incorporen estos nuevos valores a su ordenamiento interno, en España –al igual que en países como Francia, Alemania o Italia–, a través del RD-ley 11/2017¹⁶ se introduce la figura de la deuda ordinaria no preferente o *senior non-preferred debt* (SNP; por sus siglas en inglés).

Este respaldo legal otorgado a un nuevo instrumento claramente dirigido a cumplir con las exigencias del MREL ha propiciado que las emisiones de la SNP tengan un importante protagonismo, sobre todo en las entidades más grandes del sector bancario español, alcanzando un volumen de más de 4.000 millones de euros de este nuevo instrumento en 2017, tendencia que continúa en 2018.

Sin embargo, junto con el incremento de la relevancia de este instrumento, los inversores demandan mayor claridad sobre cómo serían tratados en un escenario de resolución o de liquidación y cuál sería su nivel de vulnerabilidad.

Resulta evidente que en función de la gravedad del escenario que afronte el banco, el nivel de vulnerabilidad de los instrumentos irá creciendo en proporción a su capacidad de absorción de pérdidas. Si bien se pueden hacer matizaciones:

- Ante cualquier escenario, los tenedores de deuda garantizada (*covered bonds*) y los depositantes con importes cubiertos por el FGD (*insured deposits*) mantendrían un nivel de vulnerabilidad nulo.
- Los depositantes con importes catalogables como súper privilegiados (*preferred deposits* - BRRD (art.108))

Figura 8: Vulnerabilidad de los instrumentos de deuda y recursos propios ante diferentes escenarios

Vulnerabilidad	INTERVENCIÓN TEMPRANA	AYUDAS PÚBLICAS	RESOLUCIÓN	LIQUIDACIÓN
COVERED BONDS	No	No	No	No
INSURED DEPOSITS	No	No	No	No
PREFERRED DEPOSITS	No	No	No	Relevante
NON-PREFERRED DEPOSITS	No	No	Reducida	Extrema
SENIOR DEBT	No	No	Moderada	Extrema
SENIOR NON-PREFERRED	Reducida	Relevante	Relevante	Extrema
T2	Alta	Alta	Alta	Extrema
AT1	Muy alta	Muy alta	Muy alta	Extrema
CET1/ORDINARY SHARES	Extrema	Extrema	Extrema	Extrema

Fuente: Propia

sólo deberían verse expuestos ante un escenario de liquidación; dado que presumiblemente el volumen de pérdidas sería mucho más elevado y sería necesaria su contribución como parte de un proceso de quitas en insolvencia.

- Los depositantes con importes no cubiertos por el FGD y sin privilegio, si bien ante un escenario de intervención temprana o de inyección de ayudas públicas no se verían sujetos a pérdidas, en un evento de resolución (y aun más de liquidación) podrían verse afectados en función del volumen de pérdidas a asumir y la herramienta de resolución aplicada. Es necesario recordar que, bajo la BRRD, el *bail-in* debe alcanzar un volumen mínimo del 8 % del total de pasivos y fondos propios antes de que el Fondo de Resolución Único pueda inyectar ayudas en el banco, generando el incentivo a que, en determinados casos específicos, dichos depositantes debieran absorber pérdidas y permitir una mayor recapitalización.
- Respecto a los tenedores de deuda *senior* preferente (*senior preferred* o SP, por sus siglas en inglés) la claridad en el tratamiento de resolución es difusa. Por un lado, no sería descartable que se vieran expuestos a sufrir pérdidas en un escenario de resolución (y aun más de liquidación), donde la herramienta aplicada sería el *bail-in*. Sin embargo, en caso de aplicación de la herramienta de venta de negocio, la necesidad de recapitalización interna disminuiría compensada por la aparición de un comprador que sería obligado a asumir dichas necesidades de recapitalización del banco resuelto.
- Respecto a los inversores en la SNP, es muy previsible que ante la aplicación del *bail-in* se vean expuestos. Sin embargo, si la herramienta aplicada fuera una

transferencia parcial de activos (por ejemplo, a través de la venta del negocio), las dudas sobre cuál sería el tratamiento final se incrementarían.

- Finalmente, para el resto de tenedores de instrumentos catalogables como deuda subordinada no computable, *Tier 2*, *AT 1* o *CET 1*, el impacto (ej.: *write-off* o *conversion*) es de sobra conocido por los inversores, dados los recientes casos de resolución (ej.: Banco Popular).

Otro de los aspectos que suscita interés entre los inversores es el tratamiento que reciben estos instrumentos por parte de las agencias de *rating*, ya que es habitual que los inversores descansen en las valoraciones de dichos agentes del mercado.

Es preciso señalar que, aunque la metodología varía entre las principales agencias (*Moody's*, *S&P* o *Fitch*), a la hora de valorar un instrumento SNP, suelen emplear un análisis bastante granular a la hora de asignar un *rating*. Por ejemplo, suelen considerar: (i) el horizonte durante el cual pueden absorber pérdidas, (ii) la capacidad de absorción de pérdidas o (iii) el grado de subordinación; si bien existen diferencias importantes en el peso de que cada agencia se otorga a cada elemento.

Así con la excepción de la *Fitch*¹⁷, tal y como se muestra ilustrativamente en la figura siguiente, se pone de manifiesto como las agencias han reconocido el mayor valor regulatorio de la deuda SNP, otorgándole calificaciones crediticias inferiores a las de la SP.

En relación al precio de estos nuevos instrumentos, cabe reseñar que, al ser percibidos como un instrumento de mayor riesgo, el mercado los ha valorado con un diferencial (*spread*) respecto a la SP que varía entorno a los 30 – 65 puntos básicos en función de la jurisdicción y el banco emisor.

Figura 9: Variación de *notches* en *long-term rating* entre la SNP y SP en BNP Paribas y Banco Santander

			BNP PARIBAS	BANCO SANTANDER
MOODY'S	SP	A1	-4	-4
	SNP	Baa2		
S&P	SP	A	-1	-2
	SNP	A-		
FITCH	SP	A+	0	0
	SNP	A+		

Fuente: Información disponible en la página web de "Relación con Inversores"

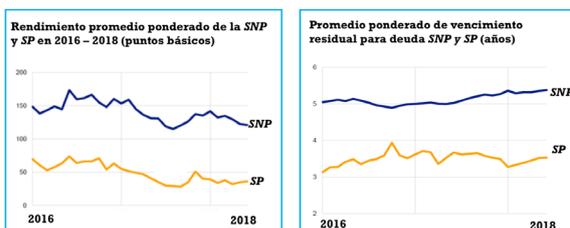
Sin embargo, para (i) los bancos más pequeños o (ii) más débiles en términos de capital, o (iii) aquellos con una base de inversionistas menos sólida y amplia debido a la falta o limitada experiencia en la emisión de títulos de deuda, es probable que el *spread* sea más alto.

En relación al vencimiento residual de la deuda SNP es, en promedio, dos años superior al de las SP. La diferencia en el vencimiento promedio se debe a la definición de elegibilidad del MREL, lo que implica que todos los valores con un vencimiento inferior a un año no son elegibles.

En relación al universo de inversores: (i) por procedencia geográfica, los inversores del Reino Unido, Irlanda, Alemania, Austria y Francia representan más del 50 % de la base total de inversores. Aunque en los países del sur de la zona del euro se observan ciertas características particulares como un sesgo hacia la emisión a nivel nacional (ej.: 21 % para BBVA; 15 % para UCG), lo que podría suponer un indicador de alerta temprana –para otros competidores que todavía no hayan emitido– sobre la capacidad de los mercados nacionales para absorber nuevas emisiones de la SNP.

En lo relativo a (ii) su naturaleza, este tipo de instrumentos está casi limitado a las instituciones financieras (ej.: fondos de pensiones, aseguradoras, etc.) incluidos otros bancos. Este hecho es diferencial, ya que con la introducción de

Figura 10: Evolución del *spread* y vencimiento residual de las SNP y SP desde el 2016



Fuente: Banco Central Europeo

una deducción para evitar que los pasivos elegibles como el MREL comprados por otro banco computen en la ratio, se prevé que el apetito inversor por este tipo de instrumentos se reduzca significativamente, generando nuevos desafíos en la banca para ampliar la base de compradores potenciales, ya sea por las restricciones a la distribución de estos instrumentos a inversores minoristas¹⁸ (Italia ya prohíbe la venta de la deuda SNP a minoristas) o los límites internos de rentabilidad/riesgos de determinados inversores.

En cuanto al régimen legal al que se sujetan estas emisiones de la SNP, se observa que existe una gran disparidad, tal y como se muestra en el figura siguiente, dado que la aprobación de la propuesta de directiva ha habilitado una facultad en los estados miembros para que incorporen dichos valores nuevos a su ordenamiento interno sin que se haya aprobado ni tramitado siquiera la propuesta de directiva y que los emisores están acostumbrados a emitir bajo las reglas del ordenamiento jurídico del Reino Unido.

Esta disparidad legal ha provocado que se hayan producido las siguientes aclaraciones en cuanto a la potencial computabilidad:

- Los instrumentos elegibles como el MREL que sean emitidos conforme a la ley de un tercer país, deben incluir disposiciones contractuales sobre el *bail-in*. Se espera que esta cláusula sea necesaria para los instrumentos computables como el MREL emitidos bajo la ley inglesa (foco de atención sobre el *Brexit*). En cualquier caso, la SRB recomienda emitir bajo la legislación de la UE.
- La SRB ha exigido a los bancos que han emitido instrumentos elegibles como el MREL bajo la legislación no comunitaria (es decir, la ley del Estado de Nueva York) que proporcionen una opinión legal sobre la exigibilidad de dichas cláusulas. Desde esa perspectiva, los instrumentos computables, como el MREL, emitidos bajo la ley inglesa en el futuro podrían requerir de tal opinión legal (de nuevo, foco de atención sobre el *Brexit*). La SRB ha matizado –en cuanto a contratos vigentes– que, aunque no habrá una solución común para todos, sí se está barajando acordar períodos transitorios de computabilidad para permitir una adaptación gradual.

Retos

Como corolario, es inevitable mencionar varios de los retos a los que se enfrentan los reguladores, los supervisores, las autoridades de resolución y las propias entidades bancarias:

- Adecuar el contenido de los planes de resolución y el análisis de resolubilidad a la nueva estructura de pasivos computables como el MREL.

Figura 11: Benchmarking del régimen legal de las emisiones de SNP

		Euro medium-term not	AT1 / SNP
AUSTRIA	BAWAG	Ley alemana	Ley alemana
	ERSTE	Ley alemana	Ley alemana
BELGICA	BELFIUS	Ley inglesa	Ley inglesa
	KBC	Ley inglesa	Ley inglesa
DINAMARCA	DANSKE BANK	Ley inglesa	Ley inglesa
	JYSKE BANK	Ley inglesa	Ley inglesa
FRANCIA	NYKREDIT	Ley danesa	Ley inglesa
	BPCE	Ley francesa	-
	BNP	Ley francesa / Ley inglesa	Ley inglesa
	CREDIT AGRICOLE	Ley inglesa	Ley francesa
	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	Ley francesa / Ley inglesa	Ley alemana
ALEMANIA	COMMERZBANK	Ley alemana	-
	DEUTSCHE BANK	Ley alemana / Ley inglesa	Ley alemana
ITALIA	INTESA	Ley inglesa	Ley inglesa
	UNICREDIT	Ley inglesa	Ley inglesa
HOLANDA	ING BANK	Ley holandesa	Ley holandesa
	RABOBANK	Ley holandesa	Ley holandesa
	ABN AMRO	Ley holandesa	Ley holandesa
ESPAÑA	BBVA	Ley inglesa	Ley española
	SANTANDER	Ley inglesa	Ley española
	CAIXABANK	Ley inglesa	Ley española

Fuente: Propia

con el fin de garantizar la estabilidad financiera y evitar que los costes de las crisis bancarias recaigan exclusivamente en los estados y, por ende, en el contribuyente.

No obstante, y sin restar mérito a estas ambiciosas reformas, no se puede obviar dos aspectos vitales: (i) su virtualidad, ya que es necesario un mayor recorrido para entender el comportamiento práctico durante crisis concretas de entidades y (ii) los efectos de segunda ronda; destacando el más que probable incremento del precio de financiación por el traslado a los clientes de los mayores costes de emisión y por el (constante) incremento del coste de cumplimiento regulatorio.

- Reformular los *funding plans* y las previsiones de negocio a las nuevas necesidades derivadas del cumplimiento del MREL. Se han de tomar en consideración cuatro aspectos:
 - La necesidad de desarrollar y potenciar la capacidad de colocación de la deuda SNP buscando minimizar los *spreads* y al mismo tiempo incrementar el apetito inversor, respetando las regulaciones y guías vigentes.
 - La adaptación de la estrategia comercial para incorporar la visión de negocio en la gestión de la «sobre-liquidez» que generarán las nuevas emisiones de instrumentos computables como el MREL.
 - Los nuevos requerimientos regulatorios por la entrada en vigor de la *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), que incentivará los bancos a buscar financiación y depósitos de mayor estabilidad (y por lo tanto a plazo), asociados a una mayor remuneración.
 - El contexto macroeconómico y la evolución de la política monetaria donde se anticipa el inicio de un ciclo de subidas de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo (BCE), así como de una probable reducción de su balance.

Conclusiones

La incorporación del MREL ha dado un vuelco a los sistemas de resolución para concursales, modernizándolos y estableciendo un marco de resolución más ajustado a la realidad particular de las entidades de crédito; todo ello

Bibliografía y referencias normativas

FINANCIAL STABILITY BOARD. *Principles on Loss-absorbing and Recapitalization Capacity of G-SIBs in Resolution Total Loss-absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet. November 2015*

FINANCIAL STABILITY BOARD. *Guiding Principles on the Internal Total Loss-absorbing Capacity of G-SIBs. December 2016*

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Standard. TLAC holdings: Amendments to the Basel III standard on the definition of capital. October 2016*

DIRECTIVE 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms.

COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2016/1450 of 23 May 2016 supplementing Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council.

PROPOSAL FOR A DIRECTIVE of the European Parliament and of the Council amending DIRECTIVE 2014/59/EU on loss-absorbing and recapitalization capacity of credit institutions and investment firms.

MREL. SRB POLICY for 2017 and Next Steps. December 2017.

REAL DECRETO-LEY 11/2017, de 23 de junio, de medidas urgentes en materia financiera.

Notas al pie

1. Bank Recovery and Resolution Directive. Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014 por la que se establece el marco armonizado para la reestructuración y resolución bancaria en la Unión Europea tras puesta al ordenamiento jurídico español a través de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

2. Minimum Requirement For Own Funds and Eligible Liabilities. Requerimiento mínimo de recursos propios y pasivos elegibles para la recapitalización interna, más conocido, por sus siglas en inglés, como MREL.

3. Reglamento (UE) n° 806/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio de 2014, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución, y un Fondo Único de Resolución.

4. Reglamento (UE) n° 2016/1450 de la Comisión de 23 de mayo de 2016 por el que se complementa la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación, en las que se especifican los criterios relativos al método para establecer el requisito mínimo de fondos propios pasivos admisibles.

5. European Banking Authority Final Draft Regulatory Technical Standards on criteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities under Directive 2014/59/EU.

6. Inicialmente se tomó como referencia inicial el 8 % del total del pasivo y patrimonio neto (o el 20 % de los activos ponderados por riesgos), ya que se consideraba como un back-stop el nivel a partir del que podría entrar el Fondo de Resolución en una hipotética situación de resolución. Adicionalmente, con la propuesta para reformar la BRRD, publicada en abril de 2016, otras de las referencias es el mayor de: (i) 16 % de los RWAs o el 6 % de la ratio de apalancamiento que se impondrá como requerimiento mínimo a las entidades sistémicas globales a partir del 1 de enero de 2019 (fecha de entrada en vigor de MREL).

7. The default LAA and it could be adjusted by the SRB -either upwards or downwards- according to several criteria following a case-by-case analysis per bank:

Conditions for a higher LAA. The DR foresees upward adjustments where: 1a) the need to absorb losses in resolution is not fully reflected in the default LAA, considering an institution's business model, funding model, and risk profile; or 1b) it is necessary to reduce or remove an impediment to resolvability or absorb losses on holdings of MREL instruments issued by other group entities.

Conditions for a lower LAA. The DR foresees downward adjustments to the extent that: 2a) additional own funds requirements, which

have been determined on the basis of stress tests or to cover macro-prudential risks, are assessed not to be required to ensure losses can be absorbed in resolution; or 2b) part of the combined buffer requirement is assessed

8. Supervisory Review and Evaluation Process.

9. The components of a bank's capital requirements post resolution are initially the same as those considered for the LAA and apply to the entity or entities that are expected to continue to perform banking activities post resolution. However, the RCA may be adjusted downwards to take into account the following elements: Resolution strategies. Articles 2 and 4 of the DR provide for an individual assessment of a bank's preferred resolution strategy and characteristics when calibrating the recapitalization amount.

Changes to capital needs after resolution. Article 2(3) of the DR states that when estimating an institution's regulatory capital needs after implementation of the preferred resolution strategy, the RA shall use the most recent reported values for the relevant total risk exposure amount, unless all the following factors apply: (i) the resolution plan identifies, explains and quantifies any change in regulatory capital needs (e.g. if specific resolution measures have an impact in terms of RWA reduction) as a result of resolution action; and (ii) the change is considered in the resolvability assessment to be both feasible and credible without adversely affecting the provision of critical functions and without recourse to extraordinary financial support, other than contributions from resolution financing arrangements.

Requirements for authorization post-resolution. Article 2(8) of the DR allows the RA to determine, in consultation with the competent authority, that it would be feasible and credible for all or part of any additional own funds requirement or buffer requirements currently applicable to the entity not to apply after implementation of the resolution strategy.

10. Capital Requirements Regulation. Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms.

11. Capital Requirements Directive. Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms.

12. Se considerará elegible cuando: a) una determinada cantidad del pasivo resultante de ese instrumento se conozca con antelación en el momento de la emisión, sea fija y no se vea afectada por las características del derivado (solo hasta la cuantía de la responsabilidad que cumpla con la condición); y b) el instrumento no está sujeto a ningún acuerdo de compensación y su valoración no está sujeta al artículo 49.3 de la BRRD.

13. Statement of the EBA and ESMA on the treatment of retail holdings of debt financial instruments subject to the Bank Recovery and Resolution Directive.

14. European Securities and Markets Authority.

15. https://srb.europa.eu/sites/srbsite/files/wp2019_final.pdf.

16. Real Decreto-ley 11/2017, de 23 de junio, de medidas urgentes en materia financiera.

17. La metodología de Fitch y su explicación sobre el rating otorgando a la deuda SNP puede ser consultado en el siguiente documento: <https://www.fitchratings.com/site/re/10034713>

18. Statement of the EBA and ESMA on the treatment of retail holdings of debt financial instruments subject to the Bank Recovery and Resolution Directive

Sobre el autor

Francisco de Borja Lamas Peña es especialista en regulación y estrategia bancaria de *Bluecap Management Consulting*.

Agradecimientos

Quería agradecer al Institut d'Estudis Financers, a Ismael Ahmad y a Francisco J. Alcalá por la oportunidad brindada y por sus comentarios.

Otras publicaciones ODF

Dic	2018	DT	Principios éticos en el mundo financiero	Antonio Argandoña & Luis Torras
Nov	2018	NT	Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración	Xosé Garrido
Nov	2018	NT	Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los «robo advisors»	David Cano Martínez
Oct	2018	DT	La Crisis Financiera 2007-2017	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017	Marc Montemar Parejoy Dra. Helena Benito Mundet
Jul	2018	NT	Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las empresas españolas	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	LAS SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	La segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado	Javier Santamaría
Dic	2017	DT	“Factor investing», el nuevo paradigma de la inversión	César Muro Esteban
Nov	2017	NT	La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	El Marketplace Lending: una nueva clase de activo de inversión	Eloi Noya
Oct	2017	NT	Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales	Alex Bardaji
Set	2017	NT	El proceso de fundraising: Como atraer inversores para tu Startup	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	Clases de ETF según su método de réplica de benchmarks y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez	Josep Bayarri Pitchot
May	2017	NT	Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	Indicadores de coyuntura en un nuevo entorno económico	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	Basilea III y los activos por impuestos diferidos	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	MAB: Una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets’ odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M ^a Martín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Educación Financiera: ¿un verdadero estímulo para la economía?	Aleix Soler Carreras
Sep	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulaciones en Europa	Rosa Gómez Churruca Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en España	Miguel Cardoso Lecourtois

Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
Oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
Sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
Mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
Dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
Nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
Sept	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
May	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
Abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
Abr	2013	DT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
Feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
Nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿Ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M. Domènech
Oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
Sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
Jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
Abr	2012	NT	Los entesijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
Mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon Lina Salou
Dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	M ^a Ángeles Fernández Izquierdo
Dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorraín Olga del Orden
Oct	2011	NT	De la heterodoxia monetaria a la herodoxia fiscal	Sergi Martrat
Jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
May	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
Dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿cómo utilizarlos?	Juan Mascareñas Marcelo Loporati
Nov	2010	NT	Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino	M Belén Guercio
Oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
Jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
Mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
Feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M Elisa Escolà Juan Carlos Giménez
Feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent

Ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
Ene	2010	NT	La morosidad de bancos y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
Nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda

M: Monográfico

DT: Documento de Trabajo

NT: Nota Técnica

L: Libro