



Bruselas, 10.10.2022  
COM(2022) 517 final

## **INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO**

### **Sobre el funcionamiento del Reglamento relativo a la titulización**

# INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO

## Sobre el funcionamiento del Reglamento relativo a la titulización

### Contenido

|                                                                                                  |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Introducción .....                                                                            | 2  |
| 2. Evolución del mercado.....                                                                    | 5  |
| 3. Los efectos del Reglamento .....                                                              | 5  |
| 4. Retención de riesgo .....                                                                     | 8  |
| 5. Diligencia debida y transparencia .....                                                       | 9  |
| 6. Titulizaciones privadas .....                                                                 | 11 |
| 6.1. ¿Aumento desproporcionado del número de titulizaciones privadas? .....                      | 11 |
| 6.2. ¿Información suficiente para inversores y supervisores sobre titulizaciones privadas? ..... | 12 |
| 6.3. Definición de titulización privada.....                                                     | 14 |
| 7. Equivalencia STS.....                                                                         | 14 |
| 8. Titulización sostenible .....                                                                 | 15 |
| 9. Verificación por terceros de los criterios STS .....                                          | 18 |
| 10. Vehículos especializados en titulizaciones (SSPE).....                                       | 19 |
| 11. Ámbito jurisdiccional.....                                                                   | 20 |
| 11.1. Obligaciones de la parte vendedora .....                                                   | 20 |
| 11.2. Obligaciones del lado comprador; disponibilidad de información .....                       | 22 |
| 11.3. Obligaciones del lado comprador; inversores GFIA.....                                      | 24 |
| 12. Supervisión de la titulización.....                                                          | 25 |
| 13. Tratamiento prudencial de las titulizaciones.....                                            | 27 |
| 14. Conclusión .....                                                                             | 28 |

# 1. Introducción

La titulización es el proceso de convertir los préstamos no fungibles, o los flujos de efectivo derivados de ellos, en valores negociables. Por lo tanto, esta herramienta contribuye de manera significativa al buen funcionamiento del sistema financiero que financia eficazmente la economía real, ya que libera capacidad en los balances de los bancos, lo que les permite ofrecer nuevos créditos a las empresas, incluidas las de pequeño y mediano tamaño. Actúa como un instrumento importante para la gestión del capital, la liquidez y el riesgo en los bancos. Además, la titulización pone a disposición de los inversores nuevas clases de activos, ofreciendo así oportunidades de inversión diversificadas a los inversores a largo plazo.

Sin embargo, quince años después de la gran crisis financiera, la titulización sigue sufriendo un estigma percibido como una herramienta compleja de ingeniería financiera a partir de ese momento. Es bien sabido que la titulización poco regulada contribuyó de manera significativa a la crisis del mercado hipotecario de alto riesgo estadounidense, que se propagó rápidamente a través del sistema financiero mundial, con consecuencias de gran alcance para los contribuyentes y las empresas de la UE y fuera de ella.

Los mercados europeos de titulización no sufrieron los mismos problemas que los estadounidenses<sup>1</sup>. Sin embargo, la emisión y la inversión en los mercados de la UE se desplomaron drásticamente. A raíz de la gran crisis financiera, los bancos centrales<sup>2</sup> y muchas partes interesadas coincidieron en la necesidad de reactivar el mercado de titulización de la UE. Por consiguiente, la Comisión Europea se comprometió a lograr el objetivo de reactivar el mercado de titulización en la UE sobre una base segura y sostenible. En el Plan de Inversiones para Europa de 2014, la Comisión identificó la creación de un mercado floreciente de titulizaciones de alta calidad como uno de los cinco ámbitos en los que era necesaria una acción inmediata e incluyó esta acción en la lista de elementos constitutivos de una unión de los mercados de capitales<sup>3</sup>.

A raíz de estos compromisos políticos, la Comisión propuso en 2015 un marco jurídico global consistente en un nuevo Reglamento relativo a la titulización y cambios específicos en el tratamiento prudencial de la titulización.

Las negociaciones entre los legisladores (el Parlamento Europeo y el Consejo) concluyeron en 2017. El Reglamento (UE) 2017/2402<sup>4</sup> (el «Reglamento relativo a la titulización») y el Reglamento (UE) 2017/2401 por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 sobre los requisitos

---

<sup>1</sup> Véase el documento de trabajo de los servicios de la Comisión, Evaluación de impacto que acompaña al documento Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 648/2012, y la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, 30.9.2015 [SWD (2015) 185 final].

<sup>2</sup> *The case for a better functioning securitisation market in the European Union: A discussion paper*, Bank of England and the European Central Bank [«Argumentos a favor de un mejor funcionamiento del mercado de titulización en la Unión Europea: Un documento de debate, Banco de Inglaterra y Banco Central Europeo», documento en inglés] [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe\\_case\\_better\\_functioning\\_securitisation\\_market\\_en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_case_better_functioning_securitisation_market_en.pdf).

<sup>3</sup> Plan de acción para la creación de un mercado de capitales, 20.9.2015 (COM/2015/0468 final), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>.

<sup>4</sup> Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 648/2012.

prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión entraron en vigor el 1 de enero de 2019.

El Reglamento relativo a la titulización se basa en una serie de disposiciones que ya estaban en vigor y que se habían modificado parcialmente en respuesta a la crisis. Sin embargo, estas disposiciones estaban dispersas en un gran número de actos jurídicos sectoriales que se aplicaban a diferentes entidades de mercado, entre ellos: i) el Reglamento sobre Requisitos de Capital (RRC) para los bancos<sup>5</sup>; ii) la Directiva Solvencia II<sup>6</sup> para los aseguradores; y iii) la Directiva relativa a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)<sup>7</sup> y la Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA<sup>8</sup>) para los gestores de activos. El Reglamento relativo a la titulización crea un marco jurídico único y armonizado para las principales partes implicadas en una operación de titulización. Se trata de los prestamistas originales, las originadoras, las patrocinadoras, vehículos especializados en titulizaciones e inversores institucionales que participan en el mercado de titulización de la UE. Además, el Reglamento relativo a la titulización crea un marco específico para las titulizaciones de venta verdadera simples, transparentes y normalizadas (STS, por sus siglas en inglés)<sup>9</sup>, a fin de mejorar la transparencia y reducir la complejidad del mercado.

La importancia de un mercado de titulización que funcione correctamente para proporcionar crédito suficiente a la economía real volvió a subrayarse en el paquete de recuperación de los mercados de capitales<sup>10</sup> para ayudar a la economía de la UE a recuperarse de la pandemia de COVID-19. El paquete incluía modificaciones del Reglamento relativo a la titulización con el fin de ampliar el ámbito de aplicación del régimen STS a las titulizaciones sintéticas con arreglo al balance<sup>11</sup> y eliminar determinados obstáculos reglamentarios a la titulización de exposiciones dudosas. Estas enmiendas fueron adoptadas por el Parlamento Europeo y el Consejo en marzo de 2021.

Más de tres años después de la entrada en vigor del nuevo marco de titulización, y como se anunció en el plan de acción para la Unión de los Mercados de Capitales de 2020<sup>12</sup>, el presente informe hace balance de la evolución del mercado y analiza aspectos importantes del marco jurídico. El presente informe cumple el mandato legal de la Comisión, en virtud del artículo 46 del Reglamento relativo a la titulización, de presentar un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre el funcionamiento del Reglamento, acompañado, si procede, de una propuesta legislativa. También cumple el mandato legal en virtud del artículo 45 *bis*, apartado 3, de informar a los legisladores sobre la creación de un marco específico de titulización sostenible, sobre la base del informe pertinente de la Autoridad Bancaria Europea (ABE). El presente informe también aborda las cuestiones planteadas por el dictamen de las autoridades europeas de supervisión (AES), de 25 de marzo de 2021, dirigido a la

---

<sup>5</sup> Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (DO L 176 de 27.6.2013, p. 1).

<sup>6</sup> Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II) (DO L 335 de 17.12.2009, p. 1).

<sup>7</sup> Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (DO L 302 de 17.11.2009, p. 32).

<sup>8</sup> Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010 (DO L 174 de 1.7.2011, p. 1).

<sup>9</sup> Una titulización de venta verdadera implica la transferencia del interés económico en las exposiciones titulizadas mediante la transferencia de la propiedad de dichas exposiciones a un vehículo especializado.

<sup>10</sup> Véase [https://ec.europa.eu/info/publications/200722-proposal-capital-markets-recovery\\_es](https://ec.europa.eu/info/publications/200722-proposal-capital-markets-recovery_es).

<sup>11</sup> A diferencia de una titulización de venta verdadera, en una titulización sintética el riesgo de crédito subyacente asociado a un conjunto de préstamos se transfiere mediante el uso de derivados de crédito o garantías, y las exposiciones titulizadas siguen siendo exposiciones de la originadora.

<sup>12</sup> Acción 6 del plan de acción: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN>.

Comisión Europea sobre el ámbito de aplicación jurisdiccional<sup>13</sup> (en lo sucesivo, «dictamen del Comité Mixto»), al proporcionar interpretaciones jurídicas de determinadas disposiciones del Reglamento relativo a la titulización. También tiene en cuenta las recomendaciones formuladas por un Foro de Alto Nivel sobre la Unión de los Mercados de Capitales, creado por la Comisión en 2019<sup>14</sup>.

El informe se basa en una serie de fuentes, en particular el amplio análisis realizado por el subcomité de titulización del Comité Mixto de las AES, que se ha publicado en dos documentos: i) el informe sobre la aplicación y el funcionamiento del Reglamento relativo a la titulización<sup>15</sup> (17 de mayo de 2021; en lo sucesivo, «informe del Comité Mixto»); y ii) el dictamen del Comité Mixto. Además, la Comisión llevó a cabo una consulta pública específica que recibió 56 respuestas (en lo sucesivo, «la consulta»). Dicha consulta suscitó el interés de una amplia gama de participantes en el mercado, tanto del lado comprador como del lado vendedor del mercado, así como de las autoridades públicas y del mundo académico. Una síntesis de las respuestas<sup>16</sup> que ofrece un resumen detallado de las aportaciones recibidas acompaña al informe.

En consonancia con los mandatos legales, el presente informe se centra en aspectos del marco de titulización relacionados con el Reglamento relativo a la titulización. Las cuestiones relacionadas con el tratamiento prudencial de la titulización para los bancos y las empresas de seguros son actualmente objeto de una solicitud de asesoramiento al Comité Mixto de las AES<sup>17</sup> y serán evaluadas por la Comisión una vez que se haya facilitado el asesoramiento solicitado. El presente informe y sus conclusiones no prejuzgan en modo alguno la evaluación y las posibles decisiones que adopte la Comisión sobre la idoneidad del actual régimen prudencial.

El informe se centra en el funcionamiento de: i) el requisito de retención de riesgo; ii) los requisitos de diligencia debida y transparencia; iii) las normas y la definición de las titulizaciones privadas; iv) la conveniencia de un régimen de equivalencia STS; v) un régimen para la titulización sostenible; vi) la función de la verificación por terceros de STS; y vii) la conveniencia de establecer un sistema de bancos con licencia limitada para sustituir la estructura actual de titulización de venta verdadera construida en torno a vehículos especializados en titulizaciones (SSPE). El informe también examina cuestiones relacionadas con el ámbito de aplicación jurisdiccional del Reglamento relativo a la titulización, tal como se plantea en el dictamen del Comité Mixto, y ofrece interpretaciones jurídicas en este contexto. Sobre la base del informe del Comité Mixto, el presente documento evalúa el estado actual de la supervisión y concluye con una visión general de los trabajos en curso y futuros sobre el tratamiento prudencial de la titulización.

---

<sup>13</sup> *ESA's opinion to the European Commission on the jurisdictional scope of application of the Securitisation Regulation*, JC 2021 16 [«Dictamen de la AES a la Comisión Europea sobre el ámbito de aplicación jurisdiccional del Reglamento relativo a la titulización, JC 2021 16», documento en inglés] [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc\\_2021\\_16\\_-\\_esas\\_opinion\\_on\\_jurisdictional\\_scope\\_of\\_application\\_of\\_the\\_securitisation\\_regulation\\_003.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_16_-_esas_opinion_on_jurisdictional_scope_of_application_of_the_securitisation_regulation_003.pdf).

<sup>14</sup> *Final report of the high-level forum on the Capital Markets Union 'A new vision for Europe's capital markets'* [«Informe final del Foro de Alto Nivel sobre la Unión de los Mercados de Capitales titulado “Una nueva visión para los mercados de capitales europeos”», documento en inglés] [https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en).

<sup>15</sup> *Joint Committee report on the implementation and functioning of the Securitisation Regulation* JC 2021 31 [«Informe del Comité Mixto sobre la aplicación y el funcionamiento del Reglamento relativo a la titulización JC 2021 31», documento en inglés]. [https://www.eiopa.europa.eu/document-library/report/joint-committee-report-implementation-and-functioning-of-securitisation\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/document-library/report/joint-committee-report-implementation-and-functioning-of-securitisation_en).

<sup>16</sup> [https://finance.ec.europa.eu/document/download/4ce4c935-06eb-4a35-a475-3b7224982242\\_en?filename=2021-eu-securitisation-framework-summary-of-responses\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/document/download/4ce4c935-06eb-4a35-a475-3b7224982242_en?filename=2021-eu-securitisation-framework-summary-of-responses_en.pdf)

<sup>17</sup> [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/About%20Us/Missions%20and%20tasks/Call%20for%20Advice/2021/CfA%20to%20JC%20for%20securitisation%20in%20prudential%20framework%20review/1022482/CfA%20cover%20letter\\_final.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/About%20Us/Missions%20and%20tasks/Call%20for%20Advice/2021/CfA%20to%20JC%20for%20securitisation%20in%20prudential%20framework%20review/1022482/CfA%20cover%20letter_final.pdf).

## 2. Evolución del mercado

Actualmente es difícil obtener una estimación fiable y completa del tamaño del mercado de titulización en la UE. Con el tiempo, los registros de titulizaciones podrán proporcionar una cuenta completa de las titulizaciones públicas, pero actualmente sigue habiendo un gran número de operaciones preexistentes activas, es decir, emitidas antes del 1 de enero de 2019, que no necesitan notificarse a los registros. El volumen de titulizaciones notificado a los registros de titulizaciones se situaba en torno a los 460 000 millones de euros a 6 de abril de 2022, mientras que las estimaciones del mercado del tamaño del mercado de titulizaciones públicas de la zona del euro (excluidas las obligaciones garantizadas por préstamos) a finales de 2021 se situaban en casi 750 000 millones de euros. Además, en la actualidad no existe información oficial sobre el tamaño exacto del mercado de titulizaciones privadas, debido al hecho de que actualmente estas operaciones solo se notifican a los registros de titulizaciones de forma voluntaria, y hasta ahora los supervisores no han recopilado sistemáticamente dichos datos. De acuerdo con el ejercicio europeo de evaluación comparativa para titulizaciones privadas<sup>18</sup>, se calcula que el mercado total asciende como mínimo a 189 000 millones EUR en compromisos totales. Sin embargo, esta estimación incluye las operaciones del Reino Unido.

Según las estimaciones del mercado, tras varios años de descenso<sup>19</sup>, el saldo pendiente de las operaciones de titulización en la UE se ha mantenido estable desde la entrada en vigor del Reglamento relativo a la titulización en 2019. El saldo se redujo un 11,9 % entre 2015 y finales de 2021, mostrando una dinámica similar a la del mercado británico, mientras que el mercado de titulización estadounidense creció sustancialmente durante este período<sup>20</sup>. El tipo dominante de titulización es el bono de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales, que representaba casi el 60 % del mercado de la UE a finales de 2021, seguido de titulizaciones respaldadas por préstamos a pymes, créditos al consumo y préstamos para automóviles.

Una fuente alternativa de datos es la información común para los requisitos de capital consolidados, subconsolidados e individuales (COREP), que incluye las titulizaciones de venta verdadera, las titulizaciones sintéticas y los pagarés de empresas titulizados mantenidos u originados por bancos. Esta fuente tiene el beneficio de incluir las operaciones privadas, aunque con la salvedad de que las operaciones sin un banco participante no entran en su ámbito de aplicación. Según esta fuente de datos, el saldo pendiente de las operaciones aumentó de 1 080 millones EUR en 2018 a 1 300 millones EUR en 2021, lo que sugiere un aumento de las actividades de titulización entre las entidades de crédito desde la entrada en vigor del Reglamento relativo a la titulización.

## 3. Los efectos del Reglamento

### **Antecedentes y conclusiones**

#### ***Impacto en el funcionamiento del mercado de titulización en la UE***

La mayoría de los participantes en la consulta apoyaron, en general, el marco jurídico vigente. Los encuestados también consideraron que el Reglamento relativo a la titulización solo se había aplicado

---

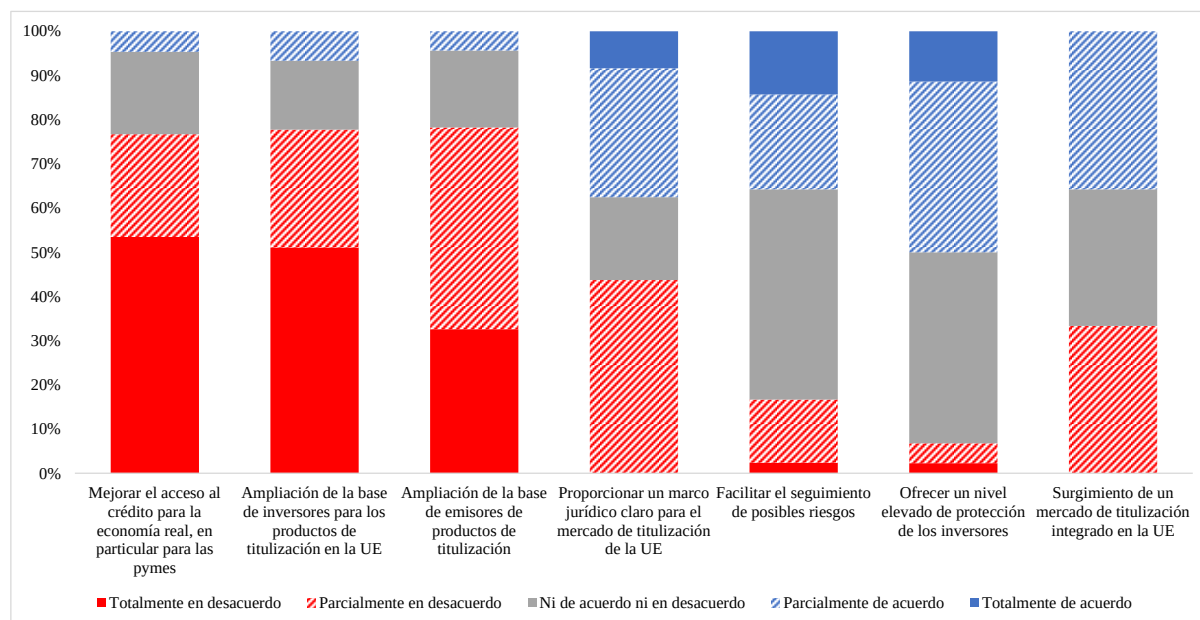
<sup>18</sup> Ejercicio europeo de evaluación comparativa (EBE) para titulizaciones privadas, 1 de diciembre de 2021, <https://www.afme.eu/publications/reports/details/European-Benchmarking-Exercise-EBE-for-Private-Securitisations>.

<sup>19</sup> Las cifras no incluyen las obligaciones garantizadas por préstamos. Fuente: *AFME Securitisation Data Report Q4 2021 and 2021 full Year*, 15 de marzo de 2022.

<sup>20</sup> La comparación con el mercado de titulización de Estados Unidos debe tener en cuenta su diferente estructura, dominada por las actividades de las entidades patrocinadas por el Gobierno, que representan la inmensa mayoría de la emisión de titulizaciones en Estados Unidos, así como las diferencias en sus normas contables y prudenciales.

durante un período de tiempo relativamente corto y junto con factores exógenos, como la pandemia de COVID-19 y el aumento de la liquidez a través de los instrumentos de política monetaria, lo que dificultaba evaluar plenamente los efectos.

**Gráfico 1:** Resumen de las respuestas a la pregunta 1: ¿Ha logrado el Reglamento de titulización alcanzar los siguientes objetivos?



Según los encuestados, el nuevo marco jurídico ha sido más eficaz con respecto al objetivo político de **proporcionar un alto nivel de protección de los inversores** mediante la retención de riesgos y la disponibilidad de información. Algunos encuestados cuestionaron la proporcionalidad de los costes de cumplimiento. En general, se reconoció que el Reglamento había facilitado una mayor **integración**, pero que el mercado de titulización de la UE seguía desarrollándose. Sin embargo, los encuestados señalaron que el mercado sigue estando fragmentado entre los Estados miembros, lo que parece limitar las economías de escala que podrían lograrse. Los encuestados también destacaron que una mayor integración del mercado de titulización de la UE depende de factores distintos del propio Reglamento, como la política monetaria, la infraestructura de supervisión y los avances en el plan de acción más amplio de la Unión de los Mercados de Capitales. La mayoría de los encuestados coincidieron en que el Reglamento relativo a la titulización proporciona un **marco jurídico claro**, subrayando al mismo tiempo que algunas partes podrían mejorarse, y reconocieron que el Reglamento ha facilitado el **seguimiento de los posibles riesgos**, aunque no necesariamente para las titulizaciones privadas.

La mayoría de los encuestados del sector no cree que la titulización haya mejorado el **acceso al crédito para la economía real**, incluidas las pymes. Del mismo modo, los encuestados del sector no apreciaron una **ampliación de la base de inversores o emisores** durante los primeros años de aplicación del Reglamento sobre titulización. Por el contrario, los encuestados afirmaron que el número de inversores de algunos sectores importantes, como las compañías de seguros, ha disminuido.

En general, los encuestados consideraron que el Reglamento relativo a la titulización no ha aportado hasta ahora ningún beneficio tangible a la economía real ni a los préstamos a las pymes. En particular, esto se debe a que el volumen del mercado no ha aumentado desde la introducción del Reglamento relativo a la titulización, especialmente en el caso de los préstamos a las pymes.

## **Impacto de la etiqueta STS**

A finales de marzo de 2022, se habían notificado a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) 620 titulizaciones STS tradicionales y 19 con arreglo al balance<sup>21</sup>. El tipo más común de activos subyacentes en las titulizaciones STS son los créditos de la cartera comercial, normalmente mediante operaciones de pagarés de empresa titulizados, seguidas de préstamos para automóviles/arrendamientos de automóviles y bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales. Según el informe del Comité Mixto, el principal beneficio que los participantes en el mercado ven en la etiqueta STS es el trato reglamentario preferente que se le asocia. Como consecuencia de ello, los bancos y las compañías de seguros se benefician de una menor exigencia de capital sobre las posiciones notificadas como STS en comparación con las titulizaciones no STS (véase el gráfico 2).

**Gráfico 2: Principales beneficios y retos de la etiqueta STS**

| <b>Beneficios de la etiqueta STS</b> | <b>Puntuación relativa</b> | <b>Retos de la etiqueta STS</b>       | <b>Puntuación relativa</b> |
|--------------------------------------|----------------------------|---------------------------------------|----------------------------|
| Tratamiento del capital              | 4,2                        | Complejidad de los criterios STS      | 3,9                        |
| Base de inversores más amplia        | 3,4                        | Carácter restrictivo de los criterios | 3,7                        |
| Fijación de precios                  | 3,3                        | Sanciones legales                     | 3,7                        |
| Normalización                        | 3,1                        | Costes de cumplimiento                | 3,6                        |
| Transparencia                        | 3,0                        | Falta de claridad de los criterios    | 3,5                        |

Fuente: Informe conjunto de la comisión

Puntuación relativa de 0 (no pertinente) a 5 (extremadamente pertinente)

## **Apreciación de la Comisión**

En cuanto a la situación general del mercado, la Comisión toma nota de las observaciones del sector, que indican que la emisión de titulizaciones sigue siendo moderada. Sin embargo, a falta de una fuente de datos exhaustiva que abarque todos los segmentos del mercado, no es posible determinar con confianza la situación de todo el mercado. A este respecto, se anima a los supervisores a que redoblen sus esfuerzos para comprender mejor, en particular, el tamaño del mercado de titulización privada. Además, en esta fase no está claro en qué medida la evolución del mercado puede atribuirse al impacto del régimen regulador y en qué medida los factores exógenos han sido más decisivos.

A pesar del entorno macroeconómico relativamente adverso, que sugiere que el mercado de titulización de la UE se encuentra en una base sólida, la Comisión no ha tenido conocimiento ni ha sido consciente de que la calidad crediticia de las titulizaciones de la UE es significativa.

La Comisión observa que la etiqueta STS ha sido asumida y ampliamente aceptada por el mercado. Sirve para ayudar a los inversores a identificar estructuras de alta calidad y ayuda a eliminar el estigma asociado a la titulización. La Comisión y las AES seguirán supervisando el mercado y proporcionarán a los participantes en el mercado las orientaciones y la claridad necesarias sobre la interpretación de los criterios STS a fin de ayudarles a navegar por el marco jurídico.

La Comisión considera que el Reglamento relativo a la titulización parece, en general, adecuado para su finalidad y no ve la necesidad de introducir cambios legislativos importantes en este momento. Dicho esto, la Comisión toma nota de las preocupaciones expresadas por las partes interesadas y reconoce que hay margen para pulir determinados aspectos (véanse las secciones 5 y 6).

<sup>21</sup> Las primeras titulizaciones STS con arreglo al balance se notificaron a la ESMA el 22 de junio de 2021.

## 4. Retención de riesgo

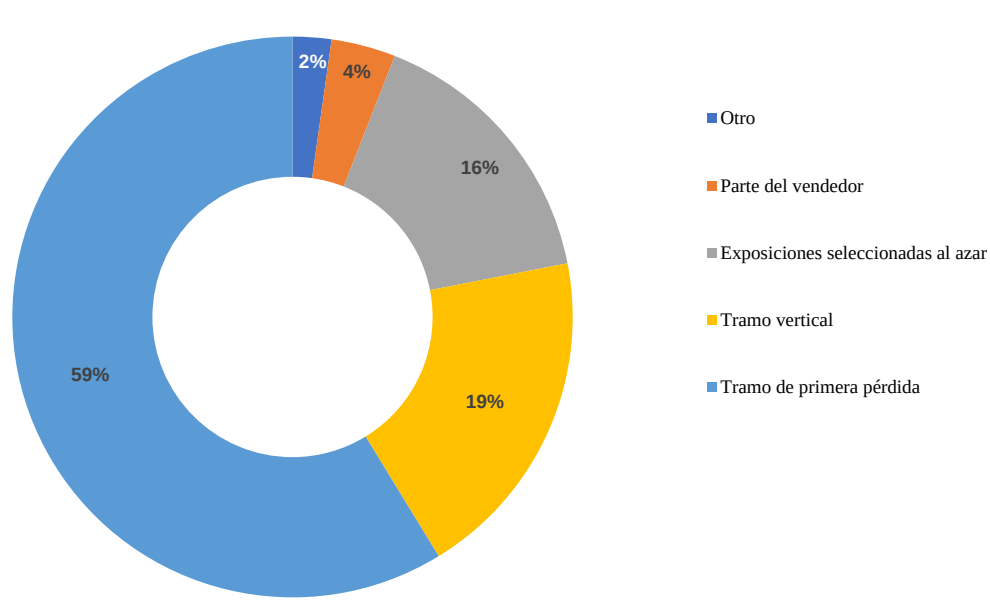
### Antecedentes y conclusiones

A fin de evitar un desajuste de los incentivos entre los emisores y los compradores de una titulización, el artículo 6 del Reglamento relativo a la titulización exige que las originadoras, las patrocinadoras o los prestamistas originales (y los administradores, en el caso de la titulización de exposiciones dudosas) retengan un interés económico neto significativo en la titulización, que no podrá ser inferior al 5 %, a lo largo de toda la duración de la operación. Además de esta obligación directa, también existe una verificación indirecta del requisito de retención de riesgo, según el cual los inversores institucionales solo están autorizados a mantener posiciones de titulización cuando se retenga al menos un 5 % de interés económico neto significativo.

Según la información del registro de titulizaciones de European Data Warehouse<sup>22</sup>, el método de retención más común entre las titulizaciones públicas a largo plazo era la «primera pérdida», por lo que el retenedor mantiene la primera pérdida crediticia hasta al menos el 5 % del valor nominal de las exposiciones titulizadas (véase el gráfico 3).

### Gráfico 3: Uso de métodos de retención en titulizaciones públicas a plazo, % del total

Fuente: European Data Warehouse



Dado que las titulizaciones privadas no están obligadas a informar a los registros de titulizaciones, resulta más difícil obtener sistemáticamente datos sobre los métodos de retención de riesgo en las operaciones privadas. Según los datos COREP sobre los bancos que participan en operaciones de titulización, el método de retención más común entre las operaciones sintéticas que buscan el reconocimiento de una transferencia significativa del riesgo para liberar capital (que suelen ser operaciones privadas) es el «tramo vertical». Esto significa que la originadora, la patrocinadora o el prestamista original retienen al menos el 5 % de cada tramo vendido o transferido a los inversores. Este método de retención fue utilizado por el 80 % de las operaciones sintéticas de transferencias significativas del riesgo en 2020-2021.

<sup>22</sup> European Data Warehouse (EDW) es uno de los dos registros de titulizaciones autorizados hasta la fecha. Los registros de titulizaciones tienen la tarea de recopilar de forma centralizada datos sobre titulizaciones en la UE y proporcionarlos a inversores y supervisores.

El informe del Comité Mixto no detectó deficiencias en la aplicación del marco de retención de riesgo. Sin embargo, la Comisión aún no ha adoptado las normas técnicas de regulación exigidas por el artículo 6, apartado 7, del Reglamento relativo a la titulización, que establece las particularidades de los procedimientos de retención de riesgo. Esto puede haber dado lugar a cierta inseguridad jurídica para los participantes en el mercado<sup>23</sup>. Las operaciones ordinarias no parecen haberse visto afectadas por esta falta de disposiciones detalladas, ya que los requisitos de retención de riesgo se trasladaron en gran medida a las disposiciones ya existentes del Reglamento sobre Requisitos de Capital, y las entidades de crédito, en particular, están familiarizadas con ellas.

### **Apreciación de la Comisión**

Los datos muestran que el mercado está utilizando todos los métodos de retención disponibles. No hay pruebas de que ninguno de los métodos de retención de riesgo permitidos por el Reglamento relativo a la titulización sea inadecuado. Por consiguiente, la Comisión no ve la necesidad de revisar los requisitos de retención de riesgo, pero invita a la ABE a seguir supervisando la aplicación de dichos requisitos. De cara al futuro, puede ser conveniente examinar con más detalle por qué y en qué circunstancias los participantes en el mercado privilegian un método de retención sobre el otro y hasta qué punto cada método de retención es eficaz en la retención de una parte de la operación.

## **5. Diligencia debida y transparencia**

### **Antecedentes y conclusiones**

El Reglamento relativo a la titulización exige que los inversores institucionales actúen con la debida diligencia antes de tener una posición de titulización. Un análisis prudente y diligente de los riesgos que implica una titulización depende de forma crítica del acceso a la información. Para facilitar la diligencia debida de los inversores y apoyar a las autoridades competentes en la supervisión, el artículo 7 exige a las originadoras, las patrocinadoras y los SSPE que faciliten toda la documentación pertinente que describa las características de la titulización y que publiquen periódicamente todos los datos de importancia significativa sobre la calidad crediticia y el comportamiento de las exposiciones subyacentes. La información se presenta a los registros de titulizaciones mediante plantillas normalizadas. Una parte de las obligaciones de diligencia debida de los inversores consiste en comprobar que la titulización cumple los requisitos de transparencia del Reglamento relativo a la titulización.

En la consulta se pidió información sobre la proporcionalidad de los requisitos de divulgación y diligencia debida, los procedimientos de diligencia debida de los inversores y la utilidad de las plantillas de divulgación de datos. La mayoría de los encuestados, en particular los que representan al sector, no consideraron proporcionados los requisitos de diligencia debida y transparencia. Estas partes interesadas consideraron que las disposiciones eran demasiado prescriptivas y estrictas, especialmente en comparación con el marco aplicable a instrumentos similares, como los bonos garantizados. Además, los encuestados opinaron que las disposiciones no tienen plenamente en cuenta las especificidades de un acuerdo, en particular si es público o privado (véase también la sección 6 sobre titulizaciones privadas). Los encuestados del sector también observaron una falta de proporcionalidad en la aplicación de las normas de transparencia a las titulizaciones de terceros países. Esto crea incertidumbre en cuanto a la capacidad de los inversores para cumplir sus obligaciones de diligencia debida al invertir en tales operaciones (véase la sección 11). Aquellos que consideraron que el régimen actual era proporcionado se centraron en el beneficio de la información

---

<sup>23</sup> La ABE ha adoptado recientemente una versión actualizada de las normas técnicas mencionadas a raíz de las modificaciones de las disposiciones sobre retención de riesgo con el paquete de recuperación de los mercados de capitales. El informe final se presentó a la Comisión el 12 de abril de 2022.

normalizada para ayudar a los inversores a analizar las características de una operación de titulización compleja.

La mayoría de los encuestados coincidieron en que la información facilitada en virtud del artículo 7 del Reglamento relativo a la titulización es suficiente para satisfacer las necesidades de diligencia debida de los inversores. Algunas partes interesadas alegaron que esta información es realmente excesiva y que los inversores podrían no utilizarla, sino basarse en sus mecanismos de diligencia debida existentes antes de la entrada en vigor del Reglamento relativo a la titulización. Varios encuestados identificaron campos específicos en las plantillas que consideraban problemáticos por diversas razones, por ejemplo, múltiples campos para información similar o falta de claridad sobre la utilidad de determinada información requerida por las plantillas. En cuanto al impacto de la divulgación de información sobre préstamos individuales, la mayoría de las partes interesadas lo consideró útil en general para todas las clases de activos, a menos que la cartera esté compuesta por un gran número de exposiciones, en cuyo caso el impacto de una exposición individual en el rendimiento del conjunto titulado es menor.

La mayoría de las partes interesadas cree que, por lo tanto, el régimen de divulgación de información puede simplificarse sin menoscabar el objetivo de los legisladores de proteger a los inversores institucionales y de facilitar la supervisión. La mayoría de las respuestas, incluidas las de varias autoridades públicas, sugirieron que los requisitos de transparencia deberían adaptarse mejor a las necesidades de los inversores, en particular en el caso de las titulaciones privadas.

El informe del Comité Mixto también revisó el impacto de los requisitos de diligencia debida y transparencia. En cuanto a la diligencia debida, el informe no veía la necesidad de introducir cambios jurídicos y recomendaba aclaraciones sobre el alcance jurisdiccional de las disposiciones (véase la sección 11) y un mayor esfuerzo por parte de las autoridades nacionales competentes para hacer más eficaz la supervisión de la diligencia debida. En cuanto a las disposiciones en materia de transparencia, las principales recomendaciones eran mejorar la convergencia y la coordinación en el ámbito de la supervisión y seguir supervisando el impacto de las plantillas de divulgación, alegando que era demasiado pronto en esa fase para una evaluación exhaustiva del funcionamiento de las plantillas.

### **Apreciación de la Comisión**

Las disposiciones sobre transparencia y diligencia debida del Reglamento sobre titulización están intrínsecamente vinculadas, ya que la transparencia debe facilitar la diligencia debida. Por lo tanto, debe evitarse la comunicación de información que no sea utilizada por los inversores, ya que implica costes de cumplimiento innecesarios y poco beneficiosos.

Aunque el marco de transparencia solo se ha aplicado plenamente desde junio de 2021 con la autorización de los primeros registros de titulaciones, las plantillas de divulgación de información se han utilizado, al menos en partes del mercado, desde que fueron adoptadas por la ESMA en enero de 2019. Por lo tanto, la Comisión considera que los modelos se han utilizado durante un período de tiempo suficiente para que se puedan poner de manifiesto deficiencias potencialmente significativas. Las respuestas a la consulta señalan ámbitos en los que la utilidad de las plantillas de divulgación de información podría, de hecho, ser limitada.

Por consiguiente, la Comisión invita a la ESMA a revisar las plantillas de divulgación de información para las exposiciones subyacentes en titulaciones. En particular, la ESMA debe tratar de abordar las posibles dificultades técnicas a la hora de completar la información requerida en determinados ámbitos, eliminar los posibles ámbitos innecesarios y adaptarlos más estrechamente a las necesidades de los inversores. Como parte de este trabajo, la ESMA debe considerar si la información préstamo a préstamo es útil y proporcionada a las necesidades de los inversores para todos los tipos de titulaciones.

## 6. Titulizaciones privadas

Las titulizaciones privadas se definen como aquellas en las que no debe elaborarse ningún folleto de conformidad con la Directiva 2003/71/CE. Las titulizaciones privadas deben cumplir los mismos requisitos reglamentarios que las titulizaciones públicas, además de estar exentas de la obligación de utilizar el registro de titulizaciones para divulgar la información prescrita en el artículo 7 del Reglamento relativo a la titulización.

### 6.1. ¿Aumento desproporcionado del número de titulizaciones privadas?

#### **Antecedentes y conclusiones**

Las titulizaciones privadas constituyen una importante fuente adicional de financiación para las empresas. Las titulizaciones privadas, en su mayor parte, sirven a nichos de mercado muy específicos, por ejemplo: i) cuando la relación directa entre el inversor y la originadora sea importante; ii) cuando el emisor necesite controlar el acceso a datos empresariales especialmente sensibles; o iii) cuando los volúmenes de transacción sean demasiado pequeños para justificar el coste de la emisión pública.

Al mismo tiempo, a los legisladores les preocupaba que estas operaciones pudieran utilizarse para eludir los requisitos de transparencia más onerosos para las titulizaciones públicas. Por lo tanto, pidieron a la Comisión que evaluara si se había producido un aumento desproporcionado del número de estas operaciones y si ello estaba motivado por el deseo de evitar las obligaciones de transparencia de las operaciones públicas. En este contexto, un aumento de estas operaciones podría ser «desproporcionado» si se sospecha que las titulizaciones privadas sustituyen a operaciones que, de otro modo, se harían públicas.

El informe del Comité Mixto señaló que el número de titulizaciones STS privadas ha aumentado considerablemente desde marzo de 2019. Tres cuartas partes de todas las operaciones STS en 2020 fueron privadas, frente a solo un tercio de todas las titulizaciones STS en 2019. Según la información sobre titulizaciones STS publicada en el sitio web de la ESMA, el número de operaciones privadas ha vuelto a disminuir en 2021, representando menos del 60 % de todas las titulizaciones STS. Sin embargo, los datos sobre el número de operaciones no STS, así como su volumen, no se incluyeron en el informe del Comité Mixto.

Los encuestados del sector consideraron que estas cifras de titulizaciones privadas STS son engañosas y son consecuencia del nuevo marco regulador por las siguientes razones: En primer lugar, la definición muy amplia de titulización aplicada por el Reglamento relativo a la titulización reservaba determinadas operaciones como titulizaciones privadas que anteriormente se habían considerado como préstamos bancarios. En segundo lugar, la mayoría de las operaciones privadas, y especialmente las operaciones de pagarés de empresa titulizados (ABCP, por sus siglas en inglés), se han renovado o prorrogado en numerosas ocasiones y son ahora visibles porque se han reestructurado para realizar operaciones STS y, por tanto, aparecen en el registro de la ESMA.

#### **Apreciación de la Comisión**

La Comisión reconoce que las adaptaciones del nuevo marco regulador podrían contribuir al aumento del número de titulizaciones privadas desde la fecha de aplicación del nuevo marco de titulización. En este contexto, un período de dos años no se considera suficiente para determinar con certeza si se ha producido o no un cambio real de las operaciones públicas a las privadas. La Comisión también observa que no se dispone de datos sobre el número de operaciones privadas no STS ni sobre el volumen de las operaciones, lo que dificulta una evaluación exhaustiva de la evolución del mercado de las operaciones privadas.

Si bien no puede llegarse a una conclusión definitiva sobre si existe un aumento constante del número y el volumen de titulizaciones privadas que no se refleja en un aumento proporcionado de las

operaciones públicas, la Comisión no puede evaluar si dicho aumento está motivado por el objetivo de evitar las obligaciones de transparencia de las operaciones públicas. Por consiguiente, la Comisión invita al Comité Mixto a que siga supervisando la evolución de los volúmenes de las operaciones privadas y públicas y a que haga un seguimiento del volumen de las operaciones no STS y del volumen global de las operaciones. Sobre la base de estos datos adicionales, la Comisión volverá a examinar la cuestión a su debido tiempo.

## 6.2. ¿Información suficiente para inversores y supervisores sobre titulizaciones privadas?

### **Antecedentes y conclusiones**

En la actualidad, no existe una plantilla específica para las titulizaciones privadas, pero las originadoras, las patrocinadoras o los SSPE de titulizaciones privadas tienen que cumplimentar las plantillas extensas que también se utilizan para las titulizaciones públicas, aunque no es necesario facilitarlas a través de un registro de titulizaciones. Algunas autoridades nacionales competentes solicitan información básica sobre las operaciones privadas a través de formularios individuales.

Hubo disparidad de opiniones sobre si las plantillas añaden valor a las titulizaciones privadas: algunos encuestados del sector (con independencia de que actúen como inversores u originadores en el mercado de titulización) y la mayoría de las autoridades públicas vieron el beneficio de las plantillas normalizadas. Otros encuestados cuestionaron la utilidad de las plantillas para proporcionar transparencia en las titulizaciones privadas, en particular para las operaciones sintéticas privadas, en las que las necesidades de información son muy específicas.

La mayoría de los encuestados del sector argumentaron que, con el sistema actual, los supervisores y los inversores disponen de información suficiente para, respectivamente, supervisar la evolución del mercado y llevar a cabo una diligencia debida exhaustiva.

Si bien los encuestados del sector consideraban que las plantillas actuales del artículo 7 también deberían proporcionar suficiente información sobre titulizaciones privadas a los supervisores, las opiniones de las autoridades públicas sobre esta cuestión se dividieron. Dos supervisores tendieron a estar de acuerdo, mientras que la mayoría de los supervisores apoyaron los puntos de vista del informe del Comité Mixto, en el que se observaban dificultades para los supervisores a la hora de estar suficientemente bien informados sobre la existencia y los parámetros de las operaciones.

### **Apreciación de la Comisión**

La Comisión está de acuerdo con la opinión de que los modelos normalizados ayudan a proporcionar información de calidad suficiente y suficientemente fácil de procesar por parte de los distintos destinatarios. Al mismo tiempo, la Comisión reconoce que, debido a la naturaleza específica de la titulización privada, los inversores en estas operaciones necesitan una información más personalizada que la que podrían proporcionar las plantillas de la ESMA. La Comisión no tiene ninguna indicación para cuestionar la afirmación de los encuestados del sector de que los inversores en operaciones privadas tienen una posición estructuralmente suficientemente sólida para solicitar y recibir toda la información que necesitan para una diligencia debida exhaustiva. Sin embargo, aunque la información presentada a través de las plantillas de la ESMA puede ser de menor importancia para los inversores de lo que inicialmente asumieron los legisladores, la información normalizada sobre las operaciones privadas existentes sigue siendo esencial para que los supervisores puedan obtener rápidamente una visión general de la evolución del mercado e identificar las operaciones que podrían querer someterse a un control de supervisión detallado. Las diferentes formas *ad hoc* que varios supervisores han creado a tal fin sugieren que las actuales plantillas detalladas de la ESMA podrían no ser plenamente adecuadas para obtener fácilmente una visión precisa del mercado de titulización privada.

A la luz de estas consideraciones, la Comisión invita a la ESMA a elaborar una plantilla específica para las operaciones de titulización privada, adaptada especialmente a la necesidad de los supervisores de obtener una visión general del mercado y de las principales características de las operaciones privadas. También es jurídicamente posible disponer de plantillas diferentes para las titulizaciones públicas y privadas, ya que el artículo 7, apartado 3, del Reglamento sobre titulizaciones permite el desarrollo de plantillas «teniendo en cuenta la utilidad de la información para el titular de la posición de titulización». Se espera que una plantilla específica para las titulizaciones privadas simplifique considerablemente los requisitos de transparencia para las titulizaciones privadas. Al mismo tiempo, responderá a la necesidad de que los supervisores reciban información suficiente sobre las operaciones privadas.

Esta nueva plantilla podría sustituir a las plantillas existentes para todas las titulizaciones privadas. Garantizaría que los supervisores reciban la información que necesitan, mientras que los inversores en titulizaciones privadas podrían obtener cualquier información adicional que necesiten en formatos acordados bilateralmente, sin restricciones por el contenido de las plantillas normalizadas. Aunque los emisores no tienen que presentar plantillas para las titulizaciones privadas a un registro, la Comisión considera que no hay ningún obstáculo para que los supervisores obtengan dicha información, ya que el artículo 7 exige a los emisores que pongan esta información a disposición de los supervisores. La Comisión considera que los supervisores deben hacer cumplir esta obligación y utilizar la información de las plantillas para su trabajo. Las AES podrían hacer uso de sus competencias existentes para garantizar que los supervisores reciban la información de manera que la puedan utilizar con facilidad.

Puede ser que las notificaciones presentadas individualmente por las originadoras, las patrocinadoras o los SSPE, en lugar de a través de registros de titulizaciones, sean considerablemente más difíciles de procesar y que los controles de calidad de los registros de titulizaciones sean indispensables para la obtención de datos de alta calidad. Si este es el caso, la recomendación del informe de registrar información sobre operaciones privadas a través de registros de titulizaciones, en beneficio de los supervisores, podría ser una manera de avanzar a largo plazo, una vez que la Comisión decida presentar una propuesta de modificación del Reglamento relativo a la titulización.

### 6.3. Definición de titulización privada

#### **Antecedentes y conclusiones**

Una gran mayoría de los participantes en la consulta se mostraron a favor de modificar la definición de lo que constituye una titulización privada. Sin embargo, un número significativo de estos encuestados abogó por una definición diferente, suponiendo que determinadas operaciones calificadas como privadas pudieran quedar totalmente exentas de los requisitos de transparencia. Del mismo modo, el informe del Comité Mixto también era partidario de modificar la definición para hacerla más precisa y eximir completamente de los requisitos de transparencia un subconjunto de lo que actualmente constituyen operaciones privadas (por ejemplo, las operaciones que tienen lugar dentro del grupo sin ningún inversor tercero).

#### **Apreciación de la Comisión**

En opinión de la Comisión, no parece adecuado modificar la definición de titulización privada en el Reglamento relativo a la titulización. Aunque sería posible hacer más específica la definición, la definición actual es clara y funciona bien en general. Los partidarios de una nueva definición reconocen que podría ser difícil encontrar una mejor definición de titulización privada, por lo que algunos no proponen una definición alternativa, sino un proceso de debate abierto, tras una evaluación de impacto y una consulta.

La Comisión observa que las peticiones de una delimitación diferente de lo que constituye una titulización privada están casi todas relacionadas con la preocupación de que los requisitos de transparencia para las operaciones privadas sean excesivamente prescriptivos y no tengan sentido en la práctica para los inversores y los inversores potenciales. Se alega que estos inversores en operaciones privadas están en condiciones de solicitar y recibir continuamente la información personalizada que necesitan del lado vendedor de la operación. Así pues, parece que las partes interesadas que piden un cambio en la definición lo hacen solo para facilitar los requisitos de transparencia de las operaciones privadas. La Comisión considera que esta cuestión puede abordarse examinando las normas y modelos existentes y evaluando su utilidad (véase la sección anterior).

## 7. Equivalencia STS

### **Antecedentes y conclusiones**

La equivalencia es un mecanismo mediante el cual la UE puede reconocer normas de regulación no pertenecientes a la UE en una zona definida como equivalentes a las suyas<sup>24</sup>. La concesión de la equivalencia en un sector determinado a un tercer país exige que las normas y la supervisión sean equivalentes a las de la UE. Esto puede prever un alivio normativo mediante la supresión de los requisitos duplicativos sobre las operaciones transfronterizas y la armonización del tratamiento prudencial de las exposiciones transfronterizas con el aplicado a las exposiciones nacionales.

En la consulta, la mayoría de los participantes en el mercado manifestaron su apoyo a permitir que las entidades no pertenecientes a la UE emitan titulaciones STS. Por el contrario, las autoridades públicas se mostraron casi unánimes a la hora de oponerse al establecimiento de un régimen de equivalencia.

### **Apreciación de la Comisión**

El marco de titulización STS de la UE se basa en un conjunto exigente de requisitos, en particular en términos de divulgación de información. La Comisión observa que, hasta la fecha, ningún régimen de titulización en una jurisdicción de un tercer país podría considerarse equivalente al marco STS de la UE. El Reino Unido es la única jurisdicción fuera de la UE que dispone de un régimen STS, tras su adopción del propio régimen STS de la UE tras su salida de la UE.

En vista de ello, la Comisión considera prematuro introducir en este momento un régimen de equivalencia STS. El régimen STS de la UE sigue evolucionando, y la UE ha establecido recientemente un régimen para las titulaciones STS con arreglo al balance que no existe en el Reino Unido. Además, solo será posible revisar las prácticas de supervisión de terceros países una vez que las prácticas de supervisión de la UE sigan desarrollándose y sean plenamente convergentes entre los supervisores de la UE. En este contexto, la evaluación por pares de la aplicación de los requisitos STS es crucial para obtener una visión general de la supervisión del régimen STS en la UE. Esta evaluación por pares, que estaba prevista inicialmente para el 1 de enero de 2022<sup>25</sup>, se ha aplazado a 2024.

No obstante, la Comisión seguirá supervisando la evolución normativa pertinente en las jurisdicciones de terceros países que podría conducir a la adopción de regímenes de titulización similares en consonancia con la norma simple, transparente y comparable elaborada por el Comité de Supervisión

---

<sup>24</sup> Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones - Equivalencia en el ámbito de los servicios financieros - COM(2019) 349 final.

<sup>25</sup> Según lo dispuesto en el artículo 36, apartado 7, del Reglamento relativo a la titulización.

Bancaria de Basilea y la Organización Internacional de Comisiones de Valores, en la que se basa el régimen STS de la UE.

En caso de que cambie la situación actual, la Comisión podría reconsiderar la necesidad y conveniencia de introducir un régimen de equivalencia STS.

## 8. Titulización sostenible

### **Antecedentes y conclusiones**

El Reglamento relativo a la titulización solo impone una obligación limitada de divulgación de información en materia de sostenibilidad. En el caso de las titulizaciones STS, la parte vendedora debe publicar la información disponible sobre el comportamiento medioambiental de los activos financiados mediante préstamos residenciales o préstamos para la adquisición o el arrendamiento de automóviles. Las modificaciones del paquete de recuperación de los mercados de capitales añadieron la opción de que las entidades originadoras publiquen, en su lugar, la información disponible sobre los principales efectos adversos sobre los factores de sostenibilidad de los activos financiados por las exposiciones subyacentes.

Además del mandato previsto en el artículo 46, letra e), el artículo 45 *bis*, letra e), pide a la Comisión que informe sobre la creación de un marco específico de titulización sostenible, sobre la base de un informe de la ABE (en lo sucesivo, «informe de la ABE»)<sup>26</sup>. La ABE publicó su informe el 2 de marzo de 2022<sup>27</sup>.

### ***Ampliación del ámbito de aplicación de los actuales requisitos de divulgación de información en materia de sostenibilidad medioambiental***

En la consulta, la mayoría de los encuestados apoyaron en principio la idea de que ampliar el actual requisito de divulgación de información a otras clases de activos<sup>28</sup> podría añadir valor para aquellos inversores que desearan disponer de dicha información para medir su propia cuota de inversión ambiental, social y de gobernanza (ASG), para evaluar los riesgos relacionados con los factores ambientales, sociales y de gobernanza, y como herramienta de comparación. Los inversores lamentaron que aún no esté disponible, ya que este tipo de información será necesaria en el futuro para cumplir sus propios requisitos de información.

No obstante, los encuestados afirmaron que la utilidad de tal ampliación de los requisitos de información a otras clases de activos depende de si existen parámetros suficientemente claros y pertinentes para evaluar los respectivos comportamientos medioambientales. Según la mayoría de los encuestados, este no es aún el caso de todas las clases de activos<sup>29</sup>.

Para mejorar la disponibilidad de los datos, el informe de la ABE recomienda ampliar la divulgación de información sobre los principales efectos adversos a las titulizaciones distintas de las STS, y que la información obligatoria sobre los principales efectos adversos se introduzca a medio plazo.

---

<sup>26</sup> [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf).

<sup>27</sup> [La ABE recomienda ajustes a la propuesta de estándar de bonos verdes europeos en lo que respecta a las operaciones de titulización | Autoridad Bancaria Europea \(europa.eu\)](https://www.eba.europa.eu/press/2022/03/02/abe-recommends-adjustments-to-the-proposal-for-a-standard-for-green-european-bonds-in-what-respects-to-the-operations-of-securitisation).

<sup>28</sup> Más allá de los préstamos sobre inmuebles residenciales o los préstamos para la adquisición o el arrendamiento de automóviles.

<sup>29</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>.

## ***Creación de un marco específico de titulización sostenible***

La actual propuesta de norma de la UE sobre el estándar de bonos verdes europeos, publicada en julio de 2021 y aún en proceso de negociación<sup>30</sup>, tiene por objeto elaborar un marco para los bonos verdes, incluidos los emitidos por una entidad especializada en titulizaciones en el contexto de una operación de titulización. Para obtener la etiqueta de bonos verdes, el emisor debe comprometerse a utilizar los ingresos de la emisión para financiar, refinanciar o adquirir activos que se ajusten a la taxonomía de la UE.

El informe de la ABE no recomienda establecer un marco específico para la titulización verde en la actualidad, teniendo en cuenta la cantidad aún bastante baja de activos verdes disponibles para ser titulizados<sup>31</sup> y porque el mercado de titulización sostenible sigue siendo bastante nuevo. El informe recomienda considerar un marco específico solo una vez que la economía de la UE haya avanzado más en la transición ecológica.

En su lugar, el informe de la ABE recomienda ajustar el estándar de bonos verdes europeos (BVEu) para hacerlo más adecuado para las titulizaciones en la fase de transición (véase el recuadro a continuación). La ABE recomienda excluir la titulización sintética del ámbito de aplicación de una denominación para la titulización verde (ya sea la etiqueta BVEu o una etiqueta específica aparte) porque todavía no existe una metodología generalmente reconocida para medir la redistribución del capital liberado como resultado de la operación con fines ecológicos.

En la consulta, la mayoría de los encuestados advirtieron de que no había varias etiquetas diferentes para clasificar la titulización verde y expresaron una clara preferencia por utilizar la etiqueta BVEu en un futuro próximo, en lugar de crear un marco separado. La información de retorno compartía las preocupaciones de la ABE en cuanto a exigir que el conjunto de activos subyacentes se ajustara a la taxonomía, ya que ello crearía un trato desigual de la titulización con otros instrumentos de financiación bancaria comparables, como los bonos garantizados. La titulización podría no poder contribuir a financiar la transición hacia una economía verde, dada la actual escasez de activos que se ajustan a la taxonomía. En cuanto a la entidad responsable de informar, muchos encuestados prefirieron las entidades originadoras en lugar de los emisores, ya que no sería práctico exigir a los emisores que no controlen los activos.

En cuanto a la divulgación de información que debe considerarse sostenible, se alega que un régimen excesivamente descriptivo sería contraproducente habida cuenta de la amplia gama de actividades relacionadas con las exposiciones subyacentes a las operaciones de titulización.

### **Recomendación del informe de la ABE sobre el ajuste del estándar de bonos verdes europeos (BVEu)**

La propuesta de BVEu establece una norma voluntaria para la financiación de inversiones sostenibles y permite al emisor de un bono utilizar la etiqueta de bono verde siempre que la totalidad del producto de la emisión de bonos se utilice para fines plenamente acordes con la taxonomía. Esto significa que las exposiciones subyacentes de la titulización mantenida por el SSPE tendrían que ajustarse a la taxonomía.

El informe de la ABE advierte de que este enfoque sitúa las titulizaciones (y otros instrumentos financieros emitidos por una entidad con cometido especial) en un plano diferente al de los valores

<sup>30</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en).

<sup>31</sup> Según las estimaciones de la ABE del importe de los activos que se ajustan a la taxonomía en los bancos de la UE, el conjunto máximo anual de titulizaciones verdes, suponiendo que estén plenamente respaldadas por activos que se ajustan a la taxonomía, sería de 15 600 millones EUR.

que no son emitidos por una entidad especializada en titulizaciones. La ABE llama la atención sobre el hecho de que el enfoque actual exigiría que las titulizaciones conformes con el BVEu estuvieran respaldadas por activos que se ajusten a la taxonomía. Sin embargo, no impediría que la originadora, como beneficiaria final de los ingresos procedentes de la emisión de bonos de titulización, utilizara los ingresos con fines no ecológicos. La ABE consideró que este enfoque no era coherente con la intención política de canalizar nueva financiación para financiar la transición hacia una economía ecológica y sostenible de la UE. Debido a la actual escasez de activos que se ajustan a la taxonomía disponibles para la titulización, la ABE consideró que esto también limitaría significativamente el potencial de un mercado de titulización BVEu. Además, el informe de la ABE señala que los SSPE tienen un contenido económico limitado y, por lo tanto, un mercado de titulización BVEu sería poco práctico incluso si los SSPE son las únicas entidades que asumen la responsabilidad jurídica.

Así pues, el informe de la ABE recomienda que los requisitos del BVEu se apliquen a la originadora de una titulización, no al SSPE. La ABE reconoce que la aplicación de requisitos sobre el uso de los ingresos a nivel de la originadora, en lugar de a nivel del SSPE, no parece ser una trayectoria obvia para la titulización, dado que su naturaleza respaldada por activos no se beneficia de un doble recurso. Esto también podría dar lugar a titulizaciones de BVEu con activos subyacentes que no sean «verdes». Sin embargo, la ABE considera que este es el enfoque más eficaz y pragmático durante una fase de transición y como una forma de garantizar la igualdad de trato de la titulización con otros tipos de bonos de titulización. La ABE recomienda que la transferencia de los requisitos del BVEu a la entidad originadora vaya acompañada de medidas de transparencia adicionales para informar a los inversores en qué medida el conjunto de activos se ajusta a la taxonomía. Este enfoque debe complementarse con salvaguardias para evitar la selección de activos que la originadora vaya a titular de manera que pueda considerarse un blanqueo ecológico.

Además, sobre la divulgación de información sobre titulizaciones sostenibles, de conformidad con el artículo 45, letra a), del Reglamento sobre titulizaciones, el informe de la ABE investigó cómo integrar la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el Reglamento sobre titulizaciones, basándose en el Reglamento sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros<sup>32</sup>. Este Reglamento establece obligaciones de divulgación de la sostenibilidad para los participantes en los mercados financieros y los asesores financieros frente a los inversores finales. El informe de la ABE señala que, si bien los inversores que operan en el mercado de titulización están cubiertos por el régimen del Reglamento sobre la divulgación de información, los productos de titulización quedan fuera del ámbito de aplicación de dicho Reglamento porque no se consideran productos financieros en el sentido del artículo 2 de dicho Reglamento. En consecuencia, es posible que los inversores no puedan incluir exposiciones de titulización en sus estrategias de inversión ASG.

El Comité Mixto de las AES se encarga de elaborar normas técnicas de regulación que especifiquen la información que debe facilitarse sobre los principales efectos adversos de determinados tipos de activos subyacentes en las operaciones STS<sup>33</sup>. Si bien esto respondería a las demandas de información de los inversores centradas en los productos vinculados a las ASG, la ABE recomienda que se amplíe el alcance de la divulgación de los principales efectos adversos: i) a corto plazo, a las titulizaciones no STS respaldadas por los mismos tipos de activos que las incluidas en el requisito vigente de divulgación de información STS; y ii) a medio plazo, a todas las titulizaciones.

## **Apreciación de la Comisión**

---

<sup>32</sup> Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

<sup>33</sup> Artículo 22, apartado 6, del Reglamento relativo a la titulización.

La Comisión acoge con satisfacción el extenso y fundamentado informe de la ABE como una contribución importante al desarrollo de un marco para la titulización sostenible. La Comisión está de acuerdo con la ABE en que, al menos a corto y medio plazo, no hay motivos para crear una etiqueta de sostenibilidad específica para las titulizaciones, teniendo en cuenta, en particular, la escasa cantidad de activos verdes disponibles para ser titulizados. En vista de ello, la Comisión invita al Parlamento Europeo y al Consejo a que tengan en cuenta la recomendación de la ABE en el contexto de las negociaciones en curso sobre el estándar de bonos verdes europeos, y está dispuesta a ayudar en los trabajos de especificación de los detalles de la titulización en el marco de dicho estándar.

En cuanto a la divulgación de información relacionada con la sostenibilidad, la Comisión reconoce la necesidad de elaborar divulgaciones de información sobre los principales efectos adversos y considera que el ámbito de aplicación de la próxima norma técnica de regulación del Comité Mixto debe ser lo más amplio posible.

## **9. Verificación por terceros de los criterios STS**

### **Antecedentes y conclusiones**

El Reglamento relativo a la titulización estableció un sistema de entidades de verificación terceras para ayudar tanto a los emisores como a los inversores, de forma voluntaria, a evaluar la conformidad de una operación con los criterios STS. Sin embargo, la participación de dichos verificadores no elimina la responsabilidad jurídica de las originadoras, las patrocinadoras y los inversores institucionales de tratar una operación de titulización como STS. Estas entidades de verificación terceras están autorizadas por la ESMA y supervisadas por la autoridad nacional competente respectiva del Estado miembro en el que estén constituidas. Hasta la fecha, la ESMA ha autorizado a dos verificadores terceros. Hasta la fecha, la mayoría de las operaciones STS han recurrido a los servicios de uno de los dos verificadores terceros.

El informe del Comité Mixto analizó el papel de las entidades de verificación de terceros en el mercado STS. Señaló que el mercado considera que estas entidades son útiles, en particular para los participantes en el mercado menos experimentados, sobre todo para ofrecer garantías, habida cuenta de las sanciones financieras impuestas por información errónea en una notificación STS. El Comité Mixto declaró que hasta ahora las interacciones entre los verificadores terceros y las autoridades nacionales competentes han sido limitadas. Dada la aparente importancia de los verificadores para el mercado STS y la concentración en muy pocas entidades, esto podría dar lugar a posibles divergencias entre supervisores y verificadores en su interpretación de los criterios STS. Además, el informe del Comité Mixto señaló que hasta la fecha no existía un enfoque común para la supervisión de los verificadores STS.

### **Apreciación de la Comisión**

El régimen de verificación por terceros parece funcionar como estaba previsto y la Comisión no considera necesario revisar las disposiciones que regulan dicho régimen. Tal como se señala en el informe del Comité Mixto, el diálogo debe tener lugar con una frecuencia adecuada entre las autoridades nacionales competentes y las empresas de verificación terceras, a fin de evitar interpretaciones incoherentes de los criterios STS en detrimento de los emisores e inversores.

Por lo que se refiere a la competencia, el informe del Comité Mixto no indicaba que el reducido número de verificadores terceros autorizados se deba a una barrera reglamentaria a la entrada en el mercado o a una competencia insuficiente. Por lo tanto, en la actualidad la Comisión no considera necesario intervenir.

## 10. Vehículos especializados en titulizaciones (SSPE)

### **Antecedentes y conclusiones**

Por lo que se refiere a las titulizaciones fuera de balance, los SSPE son un instrumento clave para gestionar las operaciones y cosechar los efectos deseados, en particular la reducción de capital para los bancos emisores: el SSPE segrega los activos de la originadora y protege a la originadora del riesgo de los activos. Las actividades del SSPE se limitan a alcanzar estos objetivos. El Reglamento relativo a la titulización contiene un conjunto completo de requisitos aplicables a los SSPE.

A la luz del mandato en virtud del artículo 46, letra h), la Comisión preguntó en la consulta si un sistema de bancos con licencia limitada para desempeñar las funciones de SSPE añadiría valor al marco de titulización.

Una abrumadora mayoría de los encuestados, tanto de la industria como de las autoridades públicas, advirtieron contra la introducción de este sistema y el impacto que podría tener en el mercado. Muchos destacaron que los SSPE ya están sujetos a autorización y supervisión por parte de la autoridad competente pertinente, lo que permite su supervisión adecuada y el seguimiento adecuado de los riesgos.

Se consideró que un sistema de bancos con licencia limitada va en detrimento de la independencia de los SSPE como tal, ya que, en última instancia, más agentes gestionan los fondos de titulización en una entidad separada que pertenece al mismo grupo consolidado. En su lugar, la prioridad debe ser garantizar la independencia en el control, la gestión y la notificación de la operación de titulización frente a los iniciadores, patrocinadores e inversores. Además, los encuestados señalaron posibles riesgos derivados de un sistema de bancos con licencia limitada. Advirtieron de que esto daría lugar a una mayor concentración de riesgos. Esta dinámica iría en contra de la propia lógica de diversificación y reducción del riesgo que sustenta el mercado de titulización.

### **Apreciación de la Comisión**

La Comisión considera que el marco actual está funcionando de manera adecuada, ya que no se han detectado deficiencias ni problemas con respecto a los SSPE. En vista de ello, no es necesario complementar el marco estableciendo un sistema de bancos con licencia limitada que desempeñen las funciones de SSPE y tengan el derecho exclusivo de adquirir exposiciones de las entidades originadoras y vender créditos respaldados por las exposiciones adquiridas a los inversores.

## 11. Ámbito jurisdiccional

El Reglamento relativo a la titulización es predominantemente un reglamento basado en actividades, no un mero reglamento sobre productos. Impone principalmente obligaciones a la parte vendedora (originadora, prestamista original, patrocinadora y SSPE) y a la parte compradora (inversor institucional) que participa en la titulización. El Reglamento relativo a la titulización no distingue las titulizaciones de la UE de aquellas en las que una de las partes está establecida en un tercer país. Sin embargo, el hecho de que una o varias partes de una operación estén establecidas en un tercer país puede plantear dudas sobre cómo deben cumplir en la práctica los requisitos del régimen de la UE las partes de la operación de la UE.

El dictamen del Comité Mixto señalaba dificultades relacionadas con el ámbito de aplicación jurisdiccional del Reglamento relativo a la titulización. La gran mayoría de los participantes en la consulta confirmaron esta conclusión.

La Comisión toma nota de las dificultades señaladas y utilizará las siguientes subsecciones del presente informe para proporcionar algunas orientaciones interpretativas sobre esta cuestión, según lo solicitado por el Comité Mixto y las partes interesadas.

### 11.1. Obligaciones de la parte vendedora

#### **Antecedentes y conclusiones**

Los artículos 6, 7 y 9 del Reglamento relativo a la titulización crean determinadas obligaciones fundamentales que, como lección de la gran crisis financiera, deben cumplir todas las partes en las titulizaciones. Las disposiciones en cuestión no tienen en cuenta si la parte obligada se encuentra dentro o fuera de la UE:

- El artículo 6 obliga a la originadora, la patrocinadora o el prestamista original a retener una parte del riesgo de la operación (un interés económico neto no inferior al 5 %);
- El artículo 7 obliga a la originadora, la patrocinadora y el SSPE a facilitar la información enumerada al inversor, a las autoridades competentes y, si ellos lo solicitan, a los inversores potenciales;
- Con el fin de hacer imposible en el futuro el problemático modelo «originar para distribuir», el artículo 9 obliga a las originadoras, las patrocinadoras y los prestamistas originales a aplicar a las exposiciones titulizadas los mismos criterios sólidos de concesión de créditos que aplican a las exposiciones no titulizadas.

El dictamen del Comité Mixto planteó la preocupación de que, en una operación en la que participen partes vendedoras situadas dentro y fuera de la UE, las entidades vendedoras puedan eludir estas obligaciones fundamentales, ya que los supervisores de la UE no pueden exigir responsabilidades a partes situadas en terceros países en caso de incumplimiento de dichas obligaciones. Por lo tanto, el Comité Mixto consideró que las disposiciones debían interpretarse en el sentido de que:

- solo una entidad con sede en la UE debe poder retener el riesgo;
- las partes deben estar obligadas a elegir la entidad con sede en la UE como entidad informadora designada;
- una entidad con sede en la UE debe ser responsable de garantizar que se apliquen los mismos criterios razonados y bien definidos para la concesión de créditos tanto a las exposiciones titulizadas como a las no titulizadas, y que las exposiciones titulizadas estén sujetas a los mismos procesos que las no titulizadas para aprobar y renovar créditos.

El Comité Mixto sugirió que estas disposiciones se aclararan en consecuencia.

Además, el Comité Mixto detectó una incoherencia entre el artículo 5, apartado 1, letra b), y el artículo 9 del Reglamento relativo a la titulización, pero sin formular una recomendación clara sobre cómo resolverla: El artículo 9 también obliga a la patrocinadora a garantizar una concesión de créditos razonada, mientras que la correspondiente obligación de diligencia debida prevista en el artículo 5, apartado 1, letra b), no menciona a la patrocinadora.

Los participantes en la consulta reaccionaron de la siguiente manera a las sugerencias del Comité Mixto:

- Los participantes en el mercado se opusieron a restringir la retención de riesgo únicamente a las entidades establecidas en la UE. Los que retengan el riesgo deben ser las entidades con un control real y suficiente sobre la cartera titulizada e intereses en ella; la jurisdicción no debe desempeñar un papel.

- También en relación con los requisitos de transparencia del artículo 7 del Reglamento relativo a la titulización, una amplia mayoría, principalmente de representantes del sector, se opuso a imponer a la entidad con sede en la UE la obligación de revelar información, subrayando que la entidad informadora más adecuada puede no estar situada en la UE. La mayoría de los supervisores que respondieron se mostraron más a favor de la sugerencia del Comité Mixto. Sin embargo, cabe señalar que solo unos cuantos supervisores respondieron.
- También se dividieron las opiniones sobre si la verificación de las normas de concesión de créditos de conformidad con el artículo 9 del Reglamento relativo a la titulización debería ser realizada obligatoriamente por la entidad con sede en la UE. Tres cuartas partes de los encuestados (que incluyen a la mayoría de los encuestados del sector) se opusieron a que se eliminaran estas responsabilidades de la entidad adecuada a una entidad situada en la UE.

Por último, la consulta sugirió un amplio consenso entre los encuestados en cuanto a la necesidad de resolver la incoherencia detectada entre el artículo 5, apartado 1, letra b), y el artículo 9 del Reglamento relativo a la titulización.

### **Apreciación de la Comisión**

La Comisión observa que el texto jurídico no respalda la interpretación de los artículos 6, 7 y 9 del Reglamento sobre titulización sugerida por el Comité Mixto. La Comisión considera que esta interpretación restrictiva tampoco es imperativa para alcanzar la intención legislativa de las disposiciones de los artículos 6, 7 y 9, a saber, garantizar que todas las titulizaciones con las partes participantes de la UE cumplan determinados requisitos estructurales y de calidad. Si bien es sin duda muy deseable que los supervisores de la UE apliquen directamente estos requisitos, cabe recordar que este objetivo también se cumple eficazmente a través de las obligaciones de diligencia debida del inversor institucional impuestas por el artículo 5 del Reglamento relativo a la titulización. Con arreglo a estas obligaciones, los inversores institucionales deben verificar que las partes vendedoras de la operación, independientemente de su ubicación, cumplen las obligaciones respectivas en virtud del presente Reglamento antes de invertir en esta titulización. Es posible que los inversores institucionales de la UE no inviertan en titulizaciones si se comprueba que las entidades vendedoras no cumplen estas obligaciones. Para profundizar más:

- El objetivo principal del requisito de retención de riesgo del artículo 6 del Reglamento relativo a la titulización es la armonización de intereses entre el emisor y el inversor de una titulización. Por lo tanto, la disposición redundante en interés del inversor. Por ello, no se considera necesaria la interpretación restrictiva del artículo 6 sugerida por el Comité Mixto, ya que la obligación de verificación de los inversores prevista en el artículo 5 garantiza efectivamente el cumplimiento de la retención de riesgo para todas las titulizaciones adquiridas por inversores de la UE. Si el objetivo de la disposición de retención de riesgo puede alcanzarse de esta manera, parece innecesaria la interpretación más intrusiva del Comité Mixto o una modificación del Reglamento de titulización a este respecto.
- Las obligaciones del artículo 7 del Reglamento relativo a la titulización son obligaciones conjuntas de las que toda entidad, ya sea originadora, patrocinadora o SSPE de la titulización, sea plenamente responsable. Por lo tanto, si solo una de esas entidades vendedoras está ubicada en la UE, tiene la obligación legal de divulgar toda la información exigida por el artículo 7, aunque no sea la entidad designada para cumplir los requisitos de divulgación. Esta obligación puede aplicarse a las entidades vendedoras de la UE, incluso si la entidad informadora designada está establecida fuera de la UE.
- La Comisión considera que la obligación establecida en el artículo 9 del Reglamento relativo a la titulización solo la puede cumplir de manera significativa la entidad que concede créditos en el proceso, independientemente de que esté situada o no en la UE. La Comisión está de acuerdo en que lo ideal sería supervisar y hacer cumplir la obligación contra una entidad de la

UE y señala que los inversores de la UE deben ser conscientes de que esto podría no ser el caso en todas las configuraciones posibles. El inversor establecido en la UE solo está autorizado a invertir en operaciones para las que pueda verificarse que cumplen las obligaciones del artículo 9.

Por último, la Comisión observa la incoherencia entre el artículo 5, apartado 1, letra b), y el artículo 9 y tiene la intención de resolver esta cuestión en la próxima revisión del Reglamento relativo a la titulización. La Comisión observa que esta incoherencia no tiene ningún efecto perjudicial en la práctica. Si es cierto que la patrocinadora (tal como se define en el Reglamento relativo a la titulización) no aplica ninguna norma de concesión de créditos puesto que no concede créditos por cuenta propia, el artículo 9, apartado 1, no puede imponer en la práctica una obligación directa válida a la patrocinadora.

## 11.2. Obligaciones del lado comprador; disponibilidad de información

### Antecedentes y conclusiones

De conformidad con el artículo 5, apartado 1, letra e), del Reglamento relativo a la titulización, antes de invertir en una titulización, los inversores institucionales deben verificar que la información exigida por el artículo 7 del mismo Reglamento se ha puesto a disposición con la frecuencia y de acuerdo con las modalidades previstas. En el caso de las inversiones en titulizaciones de terceros países en las que ninguna de las partes vendedoras esté situada en la UE, se plantea la cuestión de si estas inversiones solo son admisibles si la información enumerada en el artículo 7 se facilita a través de las plantillas de la ESMA y, en el caso de las titulizaciones públicas, de un registro de titulizaciones. Además, esto plantea la cuestión de si debe verificarse que la información facilitada se ajusta plenamente a los requisitos especificados por la norma técnica de regulación de la ESMA en materia de divulgación<sup>34</sup> y, en particular, si se facilitan datos sobre préstamos individuales para todas las exposiciones subyacentes a la titulización. Esta interpretación del artículo 5, apartado 1, letra e), impediría a los inversores institucionales de la UE invertir en titulizaciones de terceros países que no cumplan estas condiciones. Las observaciones del Comité Mixto y los comentarios a la consulta indican claramente que los participantes en el mercado interpretan y aplican los requisitos del artículo 5, apartado 1, letra e) de manera diferente.

El dictamen del Comité Mixto abogaba por una mayor flexibilidad, de modo que pueda presumirse que la verificación se ha completado en el caso de una titulización de un tercer país, aunque no se cumplan todos los requisitos de transparencia de la UE en todos los detalles. A tal fin, el Comité Mixto sugirió establecer un «régimen de equivalencia de terceros países para los requisitos de transparencia» en relación con las titulizaciones de terceros países. Esto permitiría verificar la conformidad de las titulizaciones de terceros países con la transparencia exigida por el artículo 7 si una de las partes vendedoras del tercer país ha facilitado información sobre la titulización de conformidad con los requisitos de su país que rigen la titulización, y si el régimen de transparencia de este país se ha declarado equivalente a las normas de transparencia de la UE.

En la consulta, una abrumadora mayoría de las partes interesadas del sector se sumó a la petición de mayor flexibilidad. Alegaron que una interpretación jurídica del artículo 5, apartado 1, letra e), que exige que los inversores institucionales en titulizaciones de terceros países verifiquen que han recibido toda la información de conformidad con el artículo 7 crea una desventaja competitiva para los inversores institucionales de la UE. Muy pocos encuestados apoyaron la idea de establecer un régimen

---

<sup>34</sup> Reglamento Delegado (UE) 2020/1224 de la Comisión, de 16 de octubre de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la información y los detalles sobre las titulizaciones que deben comunicar la originadora, la patrocinadora y el SSPE (DO L 289 de 3.9.2020, p. 1).

de equivalencia, como sugiere el dictamen del Comité Mixto. Otros encuestados ajenos al sector se opusieron a una mayor flexibilidad en el caso de las inversiones en titulizaciones de terceros países, pero recomendaron simplificar los requisitos de información en general.

### **Apreciación de la Comisión**

La Comisión reconoce que el artículo 5, apartado 1, letra e), plantea cuestiones de interpretación jurídica y toma nota de las diferentes interpretaciones de esta cuestión. Sin embargo, la Comisión considera que la intención legislativa de la obligación de verificación con arreglo al artículo 5, apartado 1, letra e), del Reglamento relativo a la titulización es fundamental para la interpretación de esta disposición. Gracias a la experiencia adquirida con la gran crisis financiera, los legisladores de la UE querían garantizar que en el futuro los inversores institucionales de la UE en titulizaciones actuaran con la debida diligencia antes de cualquier inversión, y que dispusieran de toda la información necesaria a su disposición. Los colegisladores especificaron la información que debe divulgarse a los inversores en el artículo 7. Así pues, diferenciar el alcance de la información que debe facilitarse, dependiendo de si la titulización ha sido emitida por entidades de la UE o por entidades establecidas en terceros países, no está en consonancia con la intención legislativa, ya que no importa para el correcto desempeño de la diligencia debida de los inversores institucionales basados en la UE, tanto si una titulización se originó dentro como fuera de la UE. Por lo tanto, sin una modificación de la disposición legal, no procede interpretar el artículo 5, apartado 1, letra e), de manera que deje a la discreción de los inversores institucionales decidir si han recibido o no información sustancialmente comparable.

No obstante lo anterior, la Comisión es consciente de que el texto actual del artículo 5, apartado 1, letra e), leído en relación con las normas establecidas en el artículo 7 (y, a su vez, en conjunción con las correspondientes normas técnicas) excluye *de facto* a los inversores institucionales de la UE de invertir en determinadas titulizaciones de terceros países. Esto no se debe a que estas operaciones no podrían cumplir sustancialmente el marco reglamentario de la UE, sino simplemente a que las partes vendedoras de terceros países podrían no estar interesadas en facilitar la información necesaria con arreglo a los procedimientos establecidos en el artículo 7. Aunque la cuestión podría merecer una consideración exhaustiva en el contexto de una futura modificación del Reglamento relativo a la titulización, la Comisión considera que las medidas previstas para modificar las normas técnicas que establecen los requisitos de transparencia del artículo 7 (véanse las secciones 5 y 6) podrían contribuir a reducir la desventaja competitiva para los inversores institucionales de la UE. De este modo, también será más fácil para las partes vendedoras de terceros países proporcionar la información requerida.

### **11.3. Obligaciones del lado comprador; inversores GFIA**

#### **Antecedentes y conclusiones**

El dictamen del Comité Mixto señalaba la necesidad de ciertas aclaraciones jurídicas sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) que actúan como inversores institucionales en titulizaciones. En primer lugar, no estaba claro si un GFIA de fuera de la UE que gestiona o comercializa fondos de inversión alternativos (FIA) en la UE estaría incluido en el ámbito de aplicación de la definición de inversor institucional del Reglamento sobre titulización, aunque la comercialización en la UE solo tenga lugar sobre la base de una colocación privada. En segundo lugar, no estaba claro si la definición del inversor institucional (que está sujeto a los amplios requisitos de diligencia debida) también abarca los GFIA «por debajo del umbral»<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> Por GFIA por debajo del umbral se entiende aquellos GFIA pequeños que se benefician de una exención *de minimis* y que, por tanto, solo están obligados a cumplir la Directiva GFIA (y la legislación de aplicación de su

La consulta puso de manifiesto una clara mayoría a favor de las aclaraciones, aunque con puntos de vista opuestos sobre cómo deben redactarse dichas aclaraciones. Quienes están a favor de incluir tanto a los GFIA por debajo del umbral como a los GFIA de terceros países que comercializan y gestionan FIA en la UE hacen hincapié en la necesidad de contar con unas condiciones de competencia equitativas para todos los GFIA que operen en el mercado de titulización.

Por otra parte, algunos encuestados cuestionaron si la inclusión de los GFIA por debajo del umbral sería proporcionada. Los encuestados que se opusieron a la aplicación de los requisitos de diligencia debida de la UE a los GFIA de terceros países que gestionan o comercializan fondos en la UE subrayaron que esta interpretación convertiría en extraterritorial el Reglamento sobre titulización. También sugirieron que esto crearía una diferencia injustificada entre los fondos y otros productos para los que el regulador nacional del inversor institucional regula los requisitos de diligencia debida. Por último, varios encuestados señalaron que en el texto jurídico actual no estaba claro si el requisito de que un GFIA de un país no perteneciente a la UE aplicase las normas de diligencia debida de la UE se limitaría a los fondos gestionados y comercializados en la UE o, una vez que el GFIA gestione o comercialice un fondo en la UE, esta obligación se extiende a todos los fondos comercializados o gestionados por este GFIA de un tercer país.

### **Apreciación de la Comisión**

La Comisión observa que el artículo 2, apartado 12, es decir, la disposición que define a los inversores institucionales a efectos del Reglamento relativo a la titulización, se refiere específicamente en la letra d) a la disposición de la Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) que define a un GFIA sin distinguir entre entidades por encima o por debajo del umbral antes mencionado. Por lo tanto, la redacción jurídica exige claramente que los GFIA por debajo del umbral también deben ser considerados inversores institucionales en el sentido del Reglamento relativo a la titulización. Esta interpretación también se ve respaldada por la intención legislativa de los requisitos de diligencia debida del artículo 5, que es proteger a los inversores de la UE de la exposición en el futuro a inversiones de titulización sin diligencia debida previa y una comprensión adecuada del producto adquirido.

La intención legislativa también ofrece argumentos sólidos para la interpretación de la Comisión de que los GFIA de terceros países que comercializan y gestionan fondos en la UE deben cumplir los requisitos de diligencia debida del Reglamento relativo a la titulización para todas sus inversiones en titulización. Si se considerase que los GFIA de terceros países que comercializan fondos en la UE están exentos de las normas de diligencia debida, ello podría socavar la protección global de los inversores que los legisladores pretendían. Esta interpretación no hace que estas normas sean «extraterritoriales», ya que regulan una actividad (la gestión o comercialización de un fondo en la UE) que tiene lugar dentro de la UE. Teniendo en cuenta la intención legislativa, queda claro, además, que la amplia redacción del artículo 2, apartado 12, letra d), del Reglamento relativo a la titulización debe aplicarse únicamente a los fondos que los GFIA de terceros países comercializan y gestionan en la UE, pero no debe interpretarse en el sentido de que abarca también las actividades de gestión y comercialización de este mismo GFIA que no tiene ningún vínculo con la UE. La Comisión estudiará la posibilidad de modificar la redacción del artículo 2, apartado 12, letra d), para eliminar específicamente cualquier tipo de inseguridad jurídica en una futura propuesta de modificación del Reglamento relativo a la titulización.

---

Estado miembro específica) en lo que respecta a las obligaciones de registro e información, pero que no se benefician del pasaporte de comercialización.

## 12. Supervisión de la titulización

### **Antecedentes y conclusiones**

El informe del Comité Mixto se centró en la supervisión de la diligencia debida, la retención del riesgo, la transparencia, las titulizaciones privadas y los requisitos STS. Si bien toma nota de algunas posibles cuestiones en la supervisión del mercado, no pidió cambios legislativos, sino que recomendó proporcionar más orientaciones y claridad a las autoridades de supervisión para garantizar la aplicación eficiente y coherente del Reglamento relativo a la titulización. Además, el informe del Comité Mixto argumentó que es difícil para los supervisores acceder a la información sobre una titulización privada, ya que no está disponible a través de un registro de titulizaciones.

En la consulta, los participantes en el mercado informaron de diferencias en los enfoques de supervisión de los Estados miembros y destacaron que esto podría crear incertidumbre. Se mencionó que las autoridades competentes tenían diferentes interpretaciones del Reglamento relativo a la titulización y diversos grados de participación en el proceso de supervisión.

En general, las partes interesadas abogaron por la coherencia, una mayor coordinación entre los supervisores (dado que varias autoridades competentes participan a menudo en la supervisión de una operación) y un enfoque proporcionado para evitar prácticas divergentes. Subrayaron que no son necesarios requisitos adicionales, ni siquiera a través de normas técnicas de regulación, favoreciendo en su lugar la orientación de supervisión del Comité Mixto de las AES.

Por último, algunas autoridades competentes abogaron por contar con un supervisor principal, seleccionado entre las autoridades competentes implicadas en una titulización. En su opinión, el supervisor principal coordinaría el intercambio de información entre supervisores, especialmente en un contexto en el que diferentes supervisores participan en la verificación del cumplimiento de los distintos requisitos del Reglamento relativo a la titulización.

### **Apresiasión de la Comisión**

La Comisión reconoce que las autoridades competentes podrían necesitar más tiempo para adquirir experiencia suficiente, debido en parte a la adopción tardía de algunas normas técnicas de regulación. Dicho esto, hasta la fecha no se han notificado deficiencias importantes en la supervisión, en particular, ninguna cuestión que requiera cambios en la legislación. La Comisión considera que esto es una indicación de la idoneidad general del marco de supervisión.

Sin embargo, en esta fase se han señalado algunas cuestiones en las que sería beneficiosa una mayor convergencia y una mayor coordinación entre los supervisores. La Comisión considera que las prácticas de supervisión divergentes y la consiguiente inseguridad jurídica pueden crear condiciones de competencia desiguales y son perjudiciales para el crecimiento del mercado de titulización. Deben proporcionarse orientaciones para evitar diferencias en la interpretación del Reglamento relativo a la titulización y en la participación de las autoridades competentes en el proceso de supervisión. En particular, debe garantizarse un enfoque más armonizado entre las autoridades competentes para supervisar el cumplimiento de los requisitos STS. El Comité Mixto podría proporcionar dichas orientaciones para seguir desarrollando una interpretación común de las normas, las mejores prácticas y los instrumentos de supervisión para garantizar un enfoque común de supervisión a escala de la UE.

La Comisión es consciente de que el mercado de titulización no está desarrollado por igual en toda la UE, lo que repercute en el grado de experiencia de los distintos supervisores. Por lo tanto, la Comisión está de acuerdo con la recomendación del informe del Comité Mixto de elaborar una guía común de la UE sobre mejores prácticas para los supervisores nacionales.

Las evaluaciones por pares son otra herramienta importante y eficaz para promover la convergencia y podrían proporcionar una visión significativa de las diferentes prácticas entre las autoridades

competentes en relación con los criterios STS notificados por las partes interesadas. Por lo tanto, la Comisión lamenta que no se hayan llevado a cabo ni estén previstas evaluaciones por pares sobre la aplicación de los criterios STS en un futuro próximo, a pesar de la obligación establecida en el artículo 36, apartado 7, del Reglamento relativo a la titulización. El proceso de consulta ha demostrado ser una herramienta eficaz para garantizar la convergencia y debe garantizarse un tratamiento rápido de las cuestiones planteadas.

Como también se señala en el informe del Comité Mixto sobre los requisitos STS, la fragmentación de la responsabilidad de supervisión en cierta medida plantea dificultades para desarrollar los conocimientos especializados y la experiencia en materia de supervisión. A este respecto, a largo plazo, la Comisión considera conveniente estudiar a fondo la viabilidad de contar con un supervisor principal. Esta evaluación también debe reflexionar sobre la herramienta más adecuada para llevarlo adelante, por ejemplo, a través de directrices dirigidas a los supervisores o mediante una modificación del Reglamento relativo a la titulización.

Por último, en cuanto a la supuesta dificultad de los supervisores para acceder a la información sobre titulizaciones privadas, la Comisión señala que el requisito legal de que el vendedor ponga la información a disposición del supervisor de conformidad con el artículo 7 no distingue entre operaciones públicas y privadas. Además, la Comisión considera que el Reglamento relativo a la titulización proporciona todos los instrumentos de supervisión que podrían ser necesarios para hacer cumplir esta obligación.

### **13. Tratamiento prudencial de las titulizaciones**

La Comisión debe presentar a los legisladores, de conformidad con el artículo 519 *bis* del Reglamento sobre Requisitos de Capital (RRC), un informe sobre la aplicación de determinadas disposiciones de la parte de titulización de dicho Reglamento «a la luz de la evolución de los mercados de titulización, en particular desde el punto de vista macroprudencial y económico». Dicho informe irá acompañado, si procede, de una propuesta legislativa. Al elaborar dicho informe, la Comisión consideró apropiado llevar a cabo una amplia evaluación del comportamiento del marco prudencial de titulización en su conjunto, a la luz de las difíciles condiciones del mercado en los últimos años.

#### ***Solicitud de asesoramiento***

En este contexto, la consulta incluyó varias preguntas sobre el funcionamiento del marco prudencial de titulización de la UE. Además, el 17 de octubre de 2021, la Comisión dirigió una solicitud de asesoramiento al Comité Mixto de las AES, pidiéndole que evaluara si el marco prudencial de titulización ha cumplido su objetivo de contribuir a la recuperación del mercado de titulización de la UE manteniendo al mismo tiempo un nivel adecuado de prudencia. Se ha pedido al Comité Mixto que emita su dictamen a más tardar el 1 de septiembre de 2022.

La Comisión también está evaluando la idoneidad de la calibración de los requisitos de capital para las inversiones en tramos de titulización por parte de las empresas de seguros y reaseguros. Estas cuestiones también formaban parte de la consulta mencionada y piden asesoramiento al Comité Mixto de las AES.

La Comisión esperará el asesoramiento y las recomendaciones del Comité Mixto. Teniendo en cuenta el asesoramiento y los comentarios recibidos en la consulta, la Comisión evaluará la idoneidad y conveniencia de posibles modificaciones del marco prudencial de titulización.

#### ***Transferencia significativa del riesgo***

Uno de los principales objetivos que sustenta las titulaciones desde la perspectiva de una entidad originadora es lograr una aminoración de las exigencias de capital en relación con la cartera de activos titulizados, en comparación con la cantidad de capital regulatorio que la originadora debe poseer en relación con la misma cartera antes de ejecutar la titulación.

La obtención de una aminoración de las exigencias de capital está sujeta a las diversas condiciones cuantitativas y cualitativas a que se refieren los artículos 244 y 245 del RRC (en lo sucesivo, «el marco de transferencia significativa del riesgo»), que garantizan que la entidad originadora no incurra en un riesgo importante de infracapitalización en relación con la cartera de activos titulizados. En consecuencia, las autoridades competentes deben evaluar si las titulaciones respecto de las cuales las entidades originadoras pretenden solicitar una aminoración de las exigencias cumplen las condiciones para la transferencia significativa del riesgo establecidas en dichos artículos.

Por lo tanto, el marco de transferencia significativa del riesgo es esencial para garantizar la seguridad y la solidez de los originadores bancarios, así como para promover la confianza general del mercado.

En su informe de 23 de noviembre de 2020<sup>36</sup>, la ABE formuló varias recomendaciones a la Comisión sobre la armonización de las prácticas y los procesos de evaluación de la transferencia significativa del riesgo. Por último, la ABE también incluyó recomendaciones para simplificar y mejorar las pruebas de la transferencia significativa del riesgo establecidas en los artículos 245 y 246 del RRC.

El sector ha señalado que el marco de la transferencia significativa del riesgo plantea varios obstáculos al funcionamiento fluido y eficaz del mercado de titulación y ha abogado por que el marco se aplique de manera más transparente, coherente y eficiente. En la consulta, la Comisión recabó información del sector sobre determinados aspectos del informe de la ABE sobre la transferencia significativa del riesgo.

A la luz de las recomendaciones de la ABE y de las observaciones del sector, la Comisión está estudiando actualmente el mérito y la conveniencia de hacer uso de la facultad establecida en los artículos 244, apartado 6, y 245, apartado 6, del RRC para mejorar la armonización del marco de la transferencia significativa del riesgo, con el fin de hacerlo más eficiente, transparente y coherente.

## 14. Conclusión

El nuevo marco de titulación de la UE no empezó a aplicarse hasta 2019 y se añadieron algunos nuevos elementos hasta abril de 2021. La plena aplicación del marco sigue en curso, con algunas normas técnicas de regulación aún en fase de preparación. Del mismo modo, como muestran, por ejemplo, las cuestiones sobre el alcance jurisdiccional, tanto los participantes en el mercado como los supervisores siguen en proceso de concretar las disposiciones legales en la práctica.

Por lo tanto, la Comisión considera que se necesita más tiempo para obtener una imagen completa del impacto del nuevo marco de titulación. Esto es tanto más cierto cuanto que factores externos extraordinarios como la pandemia de COVID-19 y la política monetaria acomodaticia de los bancos centrales durante ese período podrían haber desempeñado un papel significativo en la forma en que el mercado de titulación de la UE ha evolucionado o no desde la entrada en vigor del nuevo marco.

Dicho esto, esta revisión establecida por ley es una buena oportunidad para hacer balance, con carácter preliminar, y decidir si existen ámbitos que justifiquen una actuación inmediata. Teniendo en

---

<sup>36</sup> *Report on the harmonisation of the SRT practices and processes for the purposes of the Delegated Act referred to in Articles 244(6) and 245(6) of the CRR* [«Informe sobre la armonización de las prácticas y procesos en materia de transferencia significativa del riesgo a efectos del acto delegado a que se refieren los artículos 244, apartado 6, y 245, apartado 6, del RRC», documento en inglés] <https://www.eba.europa.eu/eba-calls-european-commission-harmonise-significant-risk-transfer-assessment-securitisation>.

cuenta todas las aportaciones recibidas, la Comisión considera que el Reglamento relativo a la titulización contribuye significativamente a alcanzar el objetivo fundamental de la legislación de 2017 de establecer un mercado de titulización de la UE que ayude a financiar la economía sin crear riesgos para la estabilidad financiera. La nueva etiqueta STS constituye un elemento fundamental en este sentido y ayuda a eliminar el estigma que han sufrido los mercados de titulización de la UE desde la gran crisis financiera. En general, el mercado parece funcionar razonablemente bien, aunque las expectativas de un mercado muy dinámico con volúmenes cada vez mayores y un número creciente de participantes no parecen haberse cumplido todavía.

Sin embargo, este primer balance oficial del nuevo marco de titulización también planteó una serie de cuestiones relacionadas con el nuevo marco que se considera que desempeñan un papel importante en la razón por la que el mercado de titulización de la UE no ha crecido hasta ahora tanto como habían esperado los iniciadores del nuevo marco.

En cuanto al tratamiento prudencial de la titulización, que muchas partes interesadas del sector consideran más conservador que para productos comparables con un perfil de riesgo similar, la Comisión ha puesto en marcha una convocatoria de asesoramiento al Comité Mixto de las AES para que analice la situación en mayor profundidad. Una vez recibida esta información, la Comisión evaluará si hay o no motivos para realizar ajustes.

La preocupación con la otra parte del nuevo marco, el Reglamento relativo a la titulización, se centra principalmente en la afirmación de los participantes en el mercado de que el cumplimiento de las actuales obligaciones de transparencia requiere muchos recursos, sin generar un gran valor añadido para el inversor, especialmente en el caso de las operaciones privadas. En conjunto, la Comisión reconoce que hay margen de mejora, pero considera que, en el caso de las deficiencias detectadas en la revisión, podrían aplicarse mejoras sin necesidad de modificar el Reglamento relativo a la titulización. Teniendo esto en cuenta, la Comisión invita a la ESMA a revisar las normas técnicas de regulación y de ejecución que establecen los detalles del régimen de transparencia.

En cuanto a un marco de titulización verde, el mandato jurídico pone, en el momento oportuno, un importante foco de atención en la cuestión de cómo puede aprovecharse la titulización para apoyar la financiación de la transición hacia una economía sostenible de la UE, evitando al mismo tiempo los riesgos de blanqueo ecológico. La Comisión está de acuerdo con el informe de la ABE en que no es necesaria una etiqueta de titulización verde independiente a corto y medio plazo, e invita a los legisladores a abordar la cuestión de manera adecuada en las negociaciones en curso sobre la creación de un sistema europeo de protección de datos. En opinión de la Comisión, ofrecer al mercado de titulización la oportunidad de desempeñar un papel en la transición ecológica no solo es esencial para seguir aumentando los beneficios de la titulización para la sociedad, sino que también es necesario para apoyar el desarrollo futuro del propio mercado de titulización de la UE.

La Comisión sigue plenamente comprometida con el objetivo de crear el marco para un mercado de titulización próspero y estable de la UE. Este mercado es un componente indispensable de una auténtica unión de los mercados de capitales y podría ser aún más importante para hacer frente a los retos de la financiación de la actividad económica en un entorno de mercado mucho más difícil que parece evolucionar en la actualidad. Por consiguiente, la Comisión seguirá supervisando de cerca el mercado de titulización e intervendrá, si se considera oportuno, para aprovechar plenamente las ventajas de un mercado de titulización próspero para la UE.