



C/2025/763

11.2.2025

Dictamen del Comité Económico y Social Europeo
Revisión del marco jurídico para la titulización en la UE
(Dictamen de iniciativa)

(C/2025/763)

Ponente: **Philip VON BROCKDORFF**

Coponente: **Antonio GARCÍA DEL RIEGO**

Asesores	Christian M. STIEFMUELLER (por el ponente) Sebastien DE BROUWER (por el coponente)
Decisión de la Asamblea	18.1.2024
Base jurídica	Artículo 52, apartado 2, del Reglamento interno
Sección competente	Unión Económica y Monetaria y Cohesión Económica y Social
Aprobado en sección	6.11.2024
Aprobado en el pleno	4.12.2024
Pleno n.º	592
Resultado de la votación (a favor/en contra/abstenciones)	145/0/3

1. Conclusiones y recomendaciones

1.1. El CESE considera que seguir mejorando el funcionamiento del mercado de titulizaciones podría aumentar las oportunidades de inversión para los inversores y ampliar el acceso al crédito para los hogares y las empresas. La titulización podría ayudar a avanzar en la unión de los mercados de capitales (UMC) al cultivar grandes fondos de liquidez, mejorar el acceso directo e indirecto a los mercados y seguir eliminando obstáculos que impiden el flujo transfronterizo de capital.

1.2. Los esfuerzos para estimular la titulización en la UE deben concentrarse en producir beneficios demostrables en términos de creación de financiación adicional para la economía real, especialmente para los hogares y las empresas. La titulización debería desempeñar un papel complementario al de otros instrumentos de capital de deuda, como los bonos garantizados, en la medida en que proporcionaría opciones de refinanciación para ciertas categorías de activos y constituiría una herramienta para la gestión del riesgo. También podría utilizarse para liberar capital bancario para nuevos préstamos a la economía real o distribuciones a inversores.

1.3. El CESE señala que se ha reconocido el potencial de la titulización como fuente de financiación adicional que cubriría las importantes necesidades de inversión de la transición ecológica. La ampliación de los requisitos existentes de divulgación sobre sostenibilidad (por ejemplo, a otras clases de activos) o la introducción de un marco específico para la «titulización ecológica» podrían 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 ASG y como herramienta de comparación.

1.4. La titulización tradicional en particular posee un potencial para movilizar financiación adicional de los mercados de capital. El CESE recomienda examinar por qué las titulizaciones tradicionales han experimentado una tasa de recuperación comparativamente débil en el mercado, y explorar las posibilidades de desarrollar más el mercado de bonos de titulización de activos (BTA) para determinadas categorías de activos. Avanzar en la armonización, por ejemplo de la legislación en materia de contratos e insolvencia y de la fiscalidad, sería importante para la viabilidad de la puesta en común y la emisión transfronterizas de dichos valores.

1.5. Para hacer estos instrumentos más atractivos sin comprometer la estabilidad financiera, se recomienda una evaluación del mercado de titulizaciones, en particular de la infraestructura de mercado, la liquidez, la eficiencia y la transparencia. También deberían estudiarse otros ajustes del marco regulador relativos a los requisitos de información y de diligencia debida, así como los esfuerzos para racionalizar las plantillas de divulgación de información de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM).

1.6. El CESE señala que el tratamiento prudencial que los bancos y las compañías de seguros dan a las exposiciones titulizadas se rige en gran medida por normas internacionales. Asimismo, señala que el Consejo de Estabilidad Financiera ha puesto en marcha recientemente una consulta con las partes interesadas para evaluar la eficacia de este marco regulador. El CESE considera que la UE debería cooperar estrechamente con sus socios internacionales en esta evaluación.

1.7. El CESE señala que podría merecer la pena racionalizar más el proceso cuando ello sea posible, por ejemplo, reduciendo los plazos y normalizando y armonizando aún más los requisitos para el reconocimiento de una transferencia significativa del riesgo. No obstante, las autoridades deben seguir supervisando atentamente cómo se distribuyen estos riesgos, con el fin de evitar una concentración de riesgos sistémicos, tanto en el sector bancario como en los intermediarios financieros no bancarios.

1.8. El CESE recomienda que las instituciones de la UE lleven a cabo evaluaciones para explorar posibles mejoras en términos de infraestructura de mercado, liquidez, eficiencia y transparencia, con el fin de que los instrumentos de titulización sean más atractivos para potenciales inversores institucionales, sin que ello comprometa la estabilidad financiera. Todas las reformas deben tener por objeto aumentar la financiación real de la economía con vistas a fomentar, siempre que sea posible, el crecimiento económico y la creación de empleo. El CESE pide a la Comisión que vele por que las evaluaciones en curso de la aplicación del marco regulador de la titulización incluyan un análisis del impacto en la financiación de la economía real.

2. Contexto general

2.1. La titulización contribuye de forma indirecta a la asignación de capital a empresas y hogares, principalmente al permitir a los bancos transferir a los inversores determinadas exposiciones al riesgo de crédito. La titulización comprende dos instrumentos diferentes: la titulización tradicional («de efectivo» o «de venta verdadera») y la titulización sintética. La diferencia técnica fundamental es que en la titulización tradicional los activos reales se venden a los inversores, mientras que en la titulización sintética el banco conserva los activos pero transfiere el riesgo a inversores institucionales a través de garantías financieras y derivados de crédito.

2.2. El Consejo Europeo ⁽¹⁾, el informe Letta ⁽²⁾, el informe Draghi ⁽³⁾ y la AEVM ⁽⁴⁾ han puesto de relieve la necesidad de impulsar el mercado de titulización, ya sea para incrementar la competitividad de la UE, desarrollar los mercados de capitales de la UE o aumentar la capacidad de financiación bancaria. El presente Dictamen tiene por objeto promover una revisión del marco jurídico para la titulización en la UE, de modo que mejore la competitividad de la economía de la UE y las condiciones de trabajo en el mercado laboral europeo, manteniendo al mismo tiempo la estabilidad financiera.

2.3. En 2022 el total de nuevas emisiones de titulizaciones en la UE alcanzó 135 000 millones EUR y el valor nominal total de las titulizaciones vivas se estimó en 930 000 millones EUR ⁽⁵⁾. En ambos parámetros, el mercado se mantiene muy por debajo de su máximo de 2008. El Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión ⁽⁶⁾ observa que la aplicación del Reglamento sobre la titulización y del marco prudencial a partir de 2019 ha tenido como resultado un mercado más pequeño, pero de mayor calidad, y que los niveles anteriores a la crisis no deben ser la referencia de medida. Sin

⁽¹⁾ Consejo Europeo: Reunión extraordinaria del Consejo Europeo – Conclusiones, 18 de abril de 2024.

⁽²⁾ Letta, E.: *Much more than a market*, 18 de abril de 2024.

⁽³⁾ Draghi, M.: *The Future of European Competitiveness. Part B: In-depth Analysis and Recommendations*, septiembre de 2024.

⁽⁴⁾ *Building More Effective and Attractive Capital Markets in the EU*, documento de posición, AEVM, 22 de mayo de 2024.

⁽⁵⁾ AEVM: *The EU Securitisation Market – An Overview*, 21 de septiembre de 2023.

⁽⁶⁾ Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión: *Joint Committee Advice on the Review of the Securitisation Prudential Framework*, 12 de diciembre de 2022.

embargo, señala que el mercado posterior a la crisis no ha logrado el objetivo de generar entre 100 000 y 150 000 millones EUR de financiación adicional. La titulización tradicional, en particular, ha tenido un comportamiento más moderado que la titulización sintética, que ha experimentado un fuerte crecimiento durante los últimos años después de que en abril de 2021 se incluyeran transacciones sintéticas en el marco para la titulización simple, transparente y normalizada (titulización STS) ⁽⁷⁾.

2.4. Los datos disponibles de la AEVM ⁽⁸⁾ y de la Asociación para los Mercados Financieros de Europa (AFME, por sus siglas en inglés) ⁽⁹⁾ indican que los mercados de titulización de la UE son heterogéneos y están fragmentados según pautas nacionales, y que el 80 % de las emisiones de titulización se concentran en cuatro Estados miembros ⁽¹⁰⁾. La fragmentación del mercado reduce la capacidad de las entidades originadoras y emisoras para lograr economías de escala y limita la liquidez del mercado para los inversores. Para las titulizaciones tradicionales los conjuntos de activos tienden a concentrarse en un único país, y las clases de activos titulizados difieren de un país a otro. Cabe imputar estas diferencias a diversos factores, como las especificidades de las economías y los mercados de capitales nacionales, las divergencias en cuanto a la fiscalidad, el Derecho de sociedades y los regímenes de insolvencia, y la disponibilidad de instrumentos de financiación alternativos, como los bonos garantizados. Hasta la fecha, la titulización contribuye de forma moderada al acceso a fondos de capital adicionales: al contrario de otros mercados, los bancos de UE siguen siendo de lejos los mayores tenedores de titulizaciones, quedando la mayor parte del volumen emitido en 2023 en manos de los emisores, sobre todo para su uso como activos de garantía en operaciones de bancos centrales ⁽¹¹⁾.

2.5. En muchos Estados miembros de la UE, los préstamos garantizados se refinancian utilizando instrumentos alternativos, en particular bonos garantizados. Desde finales de 2022, los tres mayores emisores mundiales de bonos garantizados son Dinamarca, Alemania y Francia ⁽¹²⁾. A título comparativo, en Estados Unidos los bonos garantizados no tienen una presencia significativa, especialmente debido al papel de la titulización en las hipotecas sobre inmuebles residenciales respaldada por organismos públicos. La titulización y los bonos garantizados comparten estructuras similares, pero también difieren en varios aspectos, entre otros su perfil de riesgos y su uso. Las divergencias en cuanto al perfil de riesgo también se reflejan en su tratamiento prudencial. Sin embargo, el CESE señala que los bonos garantizados no permiten a los bancos liberar capital, por ejemplo, para conceder nuevos préstamos o distribuciones a los inversores, ya que el riesgo de crédito de los préstamos cubiertos permanece en el balance del banco emisor.

2.6. El mercado estadounidense de titulizaciones sigue siendo sustancialmente mayor que el de la UE. Esta diferencia se puede atribuir principalmente a especificidades estructurales, por ejemplo la disponibilidad de instrumentos de financiación alternativos, como los bonos garantizados, en Europa y la presencia de organismos de financiación hipotecaria patrocinados por el Gobierno en los Estados Unidos, que están detrás de la gran mayoría (80 %) de los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles ⁽¹³⁾. Si se excluyen las emisiones respaldadas por organismos públicos, la titulización viva total en los Estados Unidos asciende a aproximadamente el 8 % de todo el crédito al sector privado, frente a aproximadamente el 4 % en el Reino Unido, alrededor del 5 % en la UE y alrededor del 3 % en Japón ⁽¹⁴⁾.

3. Observaciones generales

3.1. El CESE considera que la titulización podría tener efectos positivos en la consecución de la unión de los mercados de capitales. Si bien la titulización no puede sustituir al desarrollo de mercados europeos más profundos e integrados para los valores de renta fija privada y los valores de renta variable, que dependen de la consecución de múltiples objetivos a largo plazo —por ejemplo, la promoción de una cultura de renta variable, la integración de los mercados y las infraestructuras de valores o la armonización de las leyes corporativas y fiscales—, sí que podría servir como instrumento para conectar los mercados de capitales con la financiación de la deuda empresarial y, en determinados mercados, ampliar el acceso al crédito para los hogares. Por otro lado, cultivar grandes reservas de liquidez, mejorar el acceso directo e indirecto de los inversores a los mercados y seguir eliminando las barreras que dificultan el flujo transfronterizo de capitales resulta de gran relevancia para hacer avanzar la unión de los mercados de capitales.

3.2. Si bien existe un amplio consenso en cuanto a que las reformas del marco prudencial para los bancos posteriores a la crisis estaban justificadas y eran necesarias para abordar los riesgos sistémicos, el CESE señala, no obstante, que es conveniente efectuar una evaluación de la eficacia del marco jurídico vigente. El CESE también señala que las normas internacionales en este ámbito están actualmente siendo objeto de una evaluación por parte del Consejo de Estabilidad

⁽⁷⁾ AEVM: *The EU Securitisation Market – An Overview*, 21 de septiembre de 2023.

⁽⁸⁾ AEVM: *The EU Securitisation Market – An Overview*, pp. 9-12.

⁽⁹⁾ Asociación para los Mercados Financieros de Europa: *Securitisation Report: Q4 2022 and 2022 Full Year*, 14 de marzo de 2023.

⁽¹⁰⁾ AEVM: *The EU Securitisation Market – An Overview*, 21 de septiembre de 2023.

⁽¹¹⁾ AEVM, *The EU Securitisation Market – An Overview*, 21 de septiembre de 2023; Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS): *Monitoring Systemic Risks in the EU Securitisation Market*, julio de 2022.

⁽¹²⁾ Consejo Europeo de Bonos Garantizados: *European Covered Bond Factbook 2023*, septiembre de 2023.

⁽¹³⁾ Levitin, A. J.: *Report on the Institutional and Regulatory Differences between the American and European Securitization Markets*, Working Paper 3/2023, Consejo de Expertos Evaluadores para el Desarrollo Macroeconómico, noviembre de 2023.

⁽¹⁴⁾ Consejo de Estabilidad Financiera: *Evaluation on Effects of G20 Reforms on Securitisation*, informe del proceso consultivo, 2 de julio de 2024.

Financiera. El CESE considera que la recalibración de los requisitos prudenciales no garantizaría, por sí sola, la reactivación del mercado de titulización ⁽¹⁵⁾, y recomienda que toda recalibración del tratamiento prudencial de la titulización se base en la evaluación realizada por los expertos que designen las instituciones competentes y vincule de forma efectiva los requisitos de capital al riesgo. Asimismo, deberían estudiarse otros ajustes del marco regulador, como la racionalización de la información, la divulgación de información y los requisitos de diligencia debida —también las plantillas de divulgación de información de la AEVM—, siempre que se respeten las salvaguardias mencionadas anteriormente.

3.3. El CESE recomienda que los reguladores, los supervisores y los participantes en el mercado supervisen cómo se distribuyen los riesgos. Desde el período 2008-2009 se han producido avances significativos, en especial en lo que respecta a la supervisión de las agencias de calificación y, en menor medida, de los intermediarios financieros no bancarios, aunque persisten vulnerabilidades sistémicas. En particular, debe evitarse la acumulación de riesgos relacionados con la titulización en ámbitos de la cadena de intermediación en los que la supervisión es menos rigurosa. Los supervisores también deben cooperar más estrechamente, por ejemplo recopilando e intercambiando datos relevantes y evaluaciones de riesgos.

3.4. El CESE reitera que los esfuerzos para estimular la titulización en la UE deben concentrarse en producir beneficios demostrables en términos de aumento de la financiación para la economía real, especialmente para los hogares y las empresas. Debe prestarse la misma atención a las medidas relativas a la oferta y a la demanda con el fin de desarrollar mercados sanos y sostenibles. Al considerar los incentivos para promover la titulización, deben tenerse en cuenta tanto las diferencias en los perfiles de riesgo de los valores estructurados como los instrumentos de deuda del mercado de capitales. Deben evaluarse cuidadosamente los posibles solapamientos con mercados establecidos que funcionen correctamente y que ya contribuyan a financiar la economía de la UE, como los bonos garantizados para préstamos hipotecarios. En este sentido, la titulización debe desempeñar un papel complementario junto con otros instrumentos de deuda del mercado de capitales, como los bonos garantizados, proporcionando opciones de refinanciación para determinadas categorías de activos y una herramienta para la gestión del riesgo.

3.5. El CESE recomienda que las instituciones de la UE lleven a cabo una evaluación para explorar posibles mejoras en términos de infraestructura de mercado, liquidez, eficiencia y transparencia, con el fin de que los instrumentos de titulización sean más atractivos para potenciales inversores institucionales, sin que ello comprometa la estabilidad financiera. Todas las reformas deben tener por objeto aumentar la financiación real de la economía con vistas a fomentar, siempre que sea posible, el crecimiento económico y la creación de empleo. El CESE pide a la Comisión que vele por que las evaluaciones en curso de la aplicación del marco regulador de la titulización incluyan un análisis del impacto en la financiación de la economía real.

3.6. Respecto al tratamiento prudencial que los bancos y las compañías de seguros dan a las exposiciones titulizadas, el CESE señala que este se rige en gran medida por normas internacionales. Asimismo, señala que el Consejo de Estabilidad Financiera ha puesto en marcha recientemente una consulta con las partes interesadas para evaluar la eficacia de este marco regulador. El CESE considera que la UE debería cooperar estrechamente con sus socios internacionales en esta evaluación. El CESE también señala que las aseguradoras europeas solo tienen una participación marginal como inversores en el mercado de titulización. Esta tendencia podría explicarse en parte por la calibración de los requisitos reglamentarios. Por tanto, el CESE acogería con satisfacción una revisión por parte de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ), como ha propuesto recientemente su presidente ⁽¹⁶⁾.

3.7. El CESE es consciente de las limitaciones relativas a la capacidad de la titulización tradicional para movilizar financiación adicional para las pymes. Las limitaciones prácticas inherentes (volúmenes de emisión y disponibilidad y heterogeneidad de las garantías disponibles) han limitado el tamaño y la importancia de este mercado. Los préstamos a las pymes han demostrado ser una garantía menos adecuada para emisiones económicamente significativas de bonos de titulización de activos: la garantía es escasa y a menudo tiene poco o ningún uso alternativo; los plazos de amortización no están normalizados y con frecuencia son exiguos; y las condiciones se establecen caso por caso. El CESE recomienda que se evalúe por qué las titulizaciones tradicionales han experimentado una recuperación débil en comparación con las titulizaciones sintéticas, y cómo seguir desarrollando el mercado de bonos de titulización de activos, especialmente para las grandes carteras transfronterizas de préstamos a pymes. Avanzar en la armonización, por ejemplo de la legislación en materia de contratos e insolvencia y de la fiscalidad, sería una condición previa para aumentar la viabilidad de la puesta en común y la emisión transfronterizas de dichos valores.

⁽¹⁵⁾ Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión: *Joint committee Report on the Implementation and Functioning of the Securitisation Regulation* (artículo 44), 17 de mayo de 2021.

⁽¹⁶⁾ Fausto Parente: «Insurance Regulatory Framework for Securitisation», *Eurofi Magazine*, febrero de 2024.

4. Observaciones específicas

4.1. El CESE considera que la reactivación del mercado de titulización podría ser una forma de ampliar las oportunidades de inversión para los inversores y de impulsar los préstamos a los hogares y las empresas de Europa. También considera que la «titulización ecológica», en particular, podría contribuir a la financiación de la transición ecológica, por ejemplo, para refinanciar préstamos destinados a la renovación de inmuebles y a aumentar la inversión en movilidad y energía. El actual marco tan solo impone a las entidades originadoras de operaciones de titulización una obligación limitada de divulgar información sobre sostenibilidad. Ampliar de forma proporcionada los requisitos de divulgación de información ASG a otras clases de activos o introducir un marco específico para la «titulización ecológica» podría añadir valor para aquellos inversores que desearan disponer de dicha información para medir su propia cuota de inversión ASG, para evaluar los riesgos relacionados con factores ASG y como herramienta de comparación.

4.2. El CESE sostiene que las futuras revisiones del marco regulador deberían sopesar cuidadosamente: a) el problema de agencia inherente al modelo «crear para vender» ⁽¹⁷⁾, y b) los riesgos sistémicos, por ejemplo los riesgos de concentración. Estas consideraciones deben basarse únicamente en pruebas empíricas adecuadas y estar en consonancia con las recomendaciones de los organismos internacionales de normalización, teniendo en cuenta igualmente las especificidades europeas.

4.3. Los valores estructurados comprenden grandes carteras de activos, lo que hace difícil que los inversores evalúen su calidad en detalle. Están muy estructurados («división en tramos»), es decir, se basan en las hipótesis de la entidad originadora sobre la calidad de los activos y el flujo de caja, expresadas en complejos modelos de «cascada». Los inversores deben emprender extensos procedimientos de diligencia debida o basarse en calificaciones establecidas por agencias de calificación, a las que sigue pagando el originador. Esto puede dar lugar a conflictos de intereses, que fueron uno de los principales factores que contribuyeron a la crisis financiera mundial y que la AEVM considera de nuevo un riesgo potencial en su reciente informe sobre la emisión de obligaciones garantizadas por préstamos ⁽¹⁸⁾. El CESE recomienda que se tengan en cuenta estas consideraciones, sobre todo a la hora de evaluar la viabilidad y la conveniencia de comercializar bonos estructurados de titulización de activos o hipotecas entre inversores poco experimentados.

4.4. El CESE observa que el requisito de que las entidades originadoras o patrocinadoras de una titulización conserven un interés económico sustancial en la operación (retención del riesgo) constituye una importante salvaguardia contra el «riesgo moral». El CESE coincide con el Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión ⁽¹⁹⁾ en que las obligaciones de retención han demostrado su éxito y deben mantenerse inalteradas.

4.5. El CESE considera que el informe de 2021 de la Autoridad Bancaria Europea (ABE) sobre la transferencia significativa del riesgo ⁽²⁰⁾ ha contribuido de forma sustancial a armonizar la aplicación del marco de rescate de capital por parte de los supervisores de la UE ⁽²¹⁾. El CESE señala, no obstante, que los participantes en el mercado consideran demasiado largos los plazos para evaluar y reconocer las operaciones de transferencia significativa del riesgo. Además, las pruebas de transferencia significativa del riesgo establecidas en el informe de la ABE pueden ser complejas y hacer que algunas operaciones resulten antieconómicas, sobre todo cuando el principal objetivo del banco originador haya sido la reducción de capital. El CESE está de acuerdo en que deben explorarse posibles medidas para seguir racionalizando el proceso de aprobación de la transferencia significativa del riesgo (tal vez utilizando plantillas más normalizadas) con el fin de simplificar el trabajo de los supervisores y permitir una aprobación más rápida de los requisitos en materia de transferencia significativa del riesgo, en particular para los productos más sencillos.

⁽¹⁷⁾ Que es el núcleo de muchas disposiciones del marco jurídico actual, como la retención de riesgos, los estándares de concesión de créditos y la etiqueta de titulización STS.

⁽¹⁸⁾ AEVM: *EU CLO Credit Ratings - Risk of Conflicts of Interests Relating to Methodology Changes*, informe final, 21 de septiembre de 2023.

⁽¹⁹⁾ Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión: *Joint committee Report on the Implementation and Functioning of the Securitisation Regulation* (artículo 44), 17 de mayo de 2021.

⁽²⁰⁾ Autoridad Bancaria Europea (ABE): *Report on Significant Risk Transfers in Securitisations under Articles 244(6) and 245(6) of the Capital Requirements Regulation*, 23 de noviembre de 2020.

⁽²¹⁾ González, F. y Morar Triandafil, C.: «The European Significant Risk Transfer Securitisation Market, European Systemic Risk Board», *Occasional Paper Series*, n.º 23, JERS, p. 35.

4.6. Según un reciente estudio publicado por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) ⁽²²⁾, la mayoría de las operaciones de transferencia significativa del riesgo se efectúan mediante titulización sintética con un número limitado de entidades de contrapartida (normalmente gestores profesionales de riesgo de crédito). El estudio de la JERS apunta a que un descenso significativo del ciclo crediticio podría revelar una excesiva asunción de riesgos por parte de los inversores que participan en el mercado de transferencias significativas del riesgo. El CESE respalda la propuesta de los autores del estudio de llevar a cabo nuevos análisis sobre cómo afecta la transferencia significativa del riesgo al sistema bancario europeo y cómo traslada los riesgos a otros ámbitos del sistema financiero ⁽²³⁾.

Bruselas, 4 de diciembre de 2024.

El Presidente
del Comité Económico y Social Europeo
Oliver RÖPKE

⁽²²⁾ González, F., Morar Triandafil, C.: «The European Significant Risk Transfer Securitisation Market», *Occasional Paper Series*, n.º 23, JERS, p. 35.

⁽²³⁾ Aliaj, O., Gara, A. y Platt, E.: «Blackstone Snaps Up “Circular” Private Equity Credit Risk», *Financial Times*, 3 de julio de 2024.