



Consulta pública de la Comisión Europea sobre un marco europeo para una titulización sencilla, transparente y estandarizada. (*Consultation document on an european framework for simple, transparent and standardised securitisation.*)

Enlace al documento: [Consultation document on an european framework for simple, transparent and standardised securitisation.](#)

1.- A quién va dirigido (potenciales interesados):

- Estados miembros y autoridades nacionales competentes.
- Emisores.
- Entidades de crédito y Empresas de servicios de inversión.
- Participantes en los mercados en general.
- Inversores y sus asociaciones.
- Académicos.
- Otros integrantes del sector financiero en general.

2.- Nota Informativa

La Comisión Europea (en adelante CE) ha publicado, con fecha 18 de febrero de 2015, un documento a consulta (libro verde o *Green paper*) para la construcción de una Unión de Mercados de Capitales o *Capital Markets Union* (CMU) para los 28 Estados miembros de la Unión Europea (en adelante UE). Esta consulta pretende identificar las barreras existentes para la creación de un mercado integrado de capitales que sea punto de intersección entre los ahorradores y quienes necesitan financiación que favorezca el crecimiento económico y la creación de empleo. La consulta sobre la construcción del CMU propone una serie de actuaciones a corto y a medio plazo que deberían adaptarse en el seno de la UE. De entre las medidas a corto plazo que la CE considera prioritarias destacan la revisión de la Directiva de folletos y las medidas propuestas para lograr una titulización de "alta calidad". Para avanzar en ambas direcciones, la CE ha publicado, también con fecha 18 de febrero, dos consultas públicas: la primera, sobre la revisión de la Directiva de folletos y, la segunda, sobre las medidas a adoptar para lograr una estructura de titulización sostenible de alta calidad.

La creación de un marco en la UE para una titulización de alta calidad, por lo tanto, se enmarca dentro del proyecto de CMU y del plan de inversiones para Europa (noviembre 2014) como una de las medidas a corto plazo para promover la integración de los mercados financieros de la UE, ayudar a diversificar las fuentes de financiación y desbloquear el acceso al capital.

La titulización tiene la estructura siguiente: la entidad originadora (normalmente un banco) puede adelantar el cobro de distintos créditos no vencidos (por ejemplo, hipotecas, alquileres, préstamos de consumo, tarjetas de crédito etc.) mediante su agrupación y cesión a cambio de un canon de estos créditos a un tercero quien realiza una emisión de valores titulizados y coloca la emisión en el mercado de capitales

normalmente a inversores institucionales. El originador no tiene obligación de provisionar por los créditos que cede con lo que aumenta su capacidad de financiación.

Después de la reciente crisis financiera, la actividad en el mercado de titulización se ha reactivado en EEUU pero no así en la UE. Algunas autoridades internacionales han comenzado trabajos para mejorar el marco de la titulización y, en este contexto, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria –en inglés *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS)- e IOSCO publicaron a finales del 2014 una consulta pública sobre los criterios para la identificación de titulizaciones simples, transparentes y comparables.

En la UE, el marco de la titulización está constituido por un buen número de disposiciones: el Reglamento sobre requerimientos de capital aplicable a los bancos y Empresas de Servicios de Inversión (ESIS), la directiva de Solvencia II para las compañías de seguros, la Directiva de Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM) y la Directiva de gestores de Fondos de Inversión Alternativos (DGFIA) en el caso de los gestores de patrimonio, y el Reglamento de Agencias de rating y la Directiva de folletos sobre información pública y transparencia. Además, hay otras propuestas actualmente en discusión y un buen número de normas de ejecución, destacando por su importancia, las relativas a la aplicación de estándares contables. Una iniciativa a escala de la UE para una titulización de «alta calidad» tendría que garantizar unos estándares elevados de procedimiento, seguridad jurídica y comparabilidad entre instrumentos de titulización a través de un mayor grado de estandarización de los instrumentos. Ello, en particular, aumentaría la transparencia, la coherencia y la disponibilidad de los datos fundamentales para el inversor, especialmente en el ámbito de los préstamos a las PYME, y fomentaría una mayor liquidez. Asimismo, debería facilitar la emisión de productos titulizados y permitir a los inversores institucionales revisar exhaustivamente los productos antes de seleccionar aquellos que correspondan a sus necesidades en términos de diversificación, rendimiento y duración.

La consulta pública contiene 18 preguntas divididas en los apartados siguientes:

1.- Identificación de los criterios para instrumentos de titulización cualificada.

El Reglamento delegado nº 575/2014 sobre el requisito de cobertura de liquidez aplicable a las entidades de crédito y los actos delegados de la Directiva de Solvencia II establecen un enfoque diferenciado distinguiendo tipos de activos y de titulizaciones de distinto nivel según el riesgo en la UE.

Para clasificar una titulización como cualificada, la CE propone una aproximación modular que utiliza distintos criterios: 1) un criterio para la creación de la titulización basada en los principios de simplicidad, transparencia y comparabilidad o estandarización, y 2) criterios adicionales complementarios basados en riesgos específicos y requisitos prudenciales específicos en un determinado sector. En relación con el punto 1), el Reglamento delegado nº 575/2014 y los actos delegados de la Directiva de Solvencia II regulan los criterios de simplicidad, transparencia y comparabilidad. El criterio de simplicidad consiste en que: las exposiciones de los subyacentes son homogéneas, los derivados sólo se pueden utilizar como subyacentes para fines de cobertura y se prohíbe la re-titulización. El criterio de transparencia exige que las operaciones cumplan con los requerimientos de información pública como, por ejemplo, facilitar los datos sobre los préstamos. El criterio de estandarización, por

último, requiere que la transferencia de la exposición del subyacente al instrumento titulizado sea sólida desde un punto de vista legal. En relación con el punto 2), deben tenerse en cuenta las disposiciones que exigen que la solvencia de los prestatarios se evalúe a fondo, de conformidad con la Directiva de Crédito Hipotecario (Directiva 2014/17/UE) o la Directiva sobre crédito al consumo (Directiva 2008/48/CE). El Reglamento delegado nº 575/2014 sobre el requisito de cobertura de liquidez requiere el cumplimiento de una serie de medidas de liquidez, como el volumen de la inversión mínima y tiempo medio ponderado de vencimiento.

La CE pone de relieve que el ámbito de aplicación está limitado a entidades aseguradoras, y bancos (debajo de la ratio de cobertura de liquidez), en calidad de inversionistas.

La adopción de las disposiciones mencionadas ha servido como revulsivo al trabajo para el desarrollo de esta cuestión. En la UE, el *European Central Bank* (ECB) y el *Bank of England* (BoE) y en el ámbito internacional el *Bassel Committee on Banking Supervision* (BCBS) e IOSCO han realizado sendas consultas sobre esta materia. .

2.- Identificación de criterios para instrumento a corto plazo.

Los criterios mencionados anteriormente están diseñados para instrumentos de titulización a medio-largo plazo pero no se refieren a valores titulizados a corto plazo. Además, debido a las características específicas y las diferentes estructuras de los instrumentos a corto plazo, los criterios establecidos en titulaciones a medio-largo plazo no pueden aplicarse directamente.

Estos instrumentos a corto plazo son herramientas importantes para la refinanciación de las empresas no financieras. La CE pregunta cómo deberían aplicarse los criterios generales a este tipo de instrumentos.

3.- Requisitos para la retención de riesgo para titulaciones calificadas.

La retención de riesgo supone que el prestamista originador de la titulización retiene todo o una parte del riesgo del subyacente de los activos titulizados. El enfoque actual en la UE es un enfoque indirecto en el que es responsabilidad del inversor verificar la retención de riesgos antes de cualquier inversión. La CE plantea si, para la titulización calificada teniendo en cuenta que sólo tendrá esta consideración si cumple con el requisito de retención de riesgo, la responsabilidad del inversor por esta verificación podría limitarse al valor de los activos sin abarcar la estructura del producto en sí ni la retención de riesgos.

4.- Cumplimiento de los criterios por las titulaciones calificadas.

El establecimiento de un conjunto claro de criterios de identificación de las titulaciones calificadas permitiría al inversor realizar una verificación "más relajada" de la estructura de la titulización y de los criterios de identificación. Esta verificación de los criterios de identificación podría facilitarse de distintas maneras: a través de una certificación o sello para cada instrumento de titulización o a través de un procedimiento de autorización del banco originador para la emisión del instrumento de titulización. La CE pregunta qué autoridad (pública o privada) debería llevar a cabo estas funciones y, si se adjudicaran a organizaciones privadas, qué procedimientos deberían seguirse para identificar y gestionar los mismos. También se sugiere el

establecimiento de un proceso de auto-calificación siempre que contara con la confianza de los inversores.

5.- Elementos para una estructura de titulización armonizada en la UE.

El desarrollo del mercado de titulización en la UE se beneficiaría de una mayor armonización y/o de la creación de un régimen opcional a nivel de la UE. Un posible marco jurídico de las estructuras de titulización estandarizadas podría abarcar: i. la forma jurídica de la entidad con fin especial utilizada en la estructura de titulización; ii. las modalidades para la transferencia de los activos; y iii. el estatuto (derechos y reglas de subordinación) de los inversores que adquieran los títulos. Este marco jurídico incrementaría la seguridad jurídica de la titulización en la UE con el consiguiente beneficio para inversores, originadores y emisores. En concreto, para los inversores, la armonización reduciría la carga de verificar el marco jurídico y la práctica de un país específico.

6.- Estandarización, transparencia e información pública.

La falta de estandarización es la causa de que la creación de las estructuras de titulización y la inversión lleve más tiempo y sea costosa. Además, proporcionar a los inversores información suficiente y de calidad (en términos de comparabilidad, fiabilidad y oportunidad), es clave para lo que les permite tomar decisiones de inversión plenamente informados. La CE pregunta, por un lado, sobre el equilibrio entre facilitar información óptima en cantidad y calidad y la racionalización de las obligaciones de emisores y originadores y, por otro lado, sobre el ajuste de las obligaciones de información a nivel de datos sobre préstamos que garanticen la transparencia suficiente para que los inversores puedan hacer sus propias evaluaciones de crédito.

En la práctica actual, los inversores suelen tomar en consideración las calificaciones crediticias emitidas por las *Credit Rating Agencies* (CRAs) que suelen tener en cuenta el riesgo país conforme a las metodologías que emplean. La reducción de la dependencia de las calificaciones de CRAs podría mitigar los impactos negativos de las calificaciones de los instrumentos titulizados condicionadas por el riesgo país.

7.- Mercados secundarios, infraestructuras y servicios auxiliares.

La estructura de titulización incluye un conjunto de servicios auxiliares cuyo coste y disponibilidad afectan claramente al atractivo de un instrumento de titulización como inversión. La CE señala que podría optimizarse esta cadena de servicios y mejorar la infraestructura de mercado utilizada para la titulización y, en particular para la titulización cualificada. El desarrollo de un mercado secundario eficaz podría atraer a una base de inversores más amplia y con ello mejorar la re asignación de recursos financieros; para ello, sería necesario el desarrollo de sedes de emisión y, sobretudo, de plataformas de negociación de los instrumentos titulizados con el consiguiente aumento de la transparencia post-negociación.

8.- Tratamiento prudencial para bancos y empresas de servicios de inversión.

.- Marco general de exposición al riesgo de las titulaciones de bancos y Empresas de Servicios de Inversión (ESIS).

El Reglamento sobre requerimientos de capital establece para bancos y ESIS los requisitos de capital para la exposición a las titulaciones. El Comité de Basilea ha publicado un marco revisado de la exposición al riesgo de las titulaciones y ha propuesto su entrada en vigor en 2018. La CE plantea si las recomendaciones del Comité de Basilea constituirían un buen punto de partida para la modificación en la UE de los requerimientos de capital.

.- Marco específico de exposición al riesgo de las titulaciones cualificadas de bancos y ESIS.

Los cambios en la UE deberán diferenciarlos distintos riesgos de la titulación de forma que el riesgo es más bajo cuando la titulación cumple con los criterios de sencillez, transparencia y estandarización. Este enfoque, ya seguido en el sector de seguros y en el Reglamento sobre el requisito de cobertura de liquidez, también debe reflejarse en las normas sobre requerimientos de capital. El Comité de Basilea y EBA están trabajando actualmente sobre los posibles enfoques para reflejar las características especiales y el perfil del riesgo de titulaciones sencillas, transparentes y estandarizadas en los requerimientos de capital. La CE está siguiendo de cerca estos trabajos ya que pretende basar sus normas prudenciales en mejores prácticas internacionales.

9.- Tratamiento prudencial de inversores no bancarios.

Una titulación de alta calidad puede ofrecer una oportunidad de inversión a inversores institucionales, como aseguradoras y otros inversores a largo plazo, en áreas donde no invertirían directamente, por ejemplo, en PYME. La CE pregunta si existen barreras estructurales que impidan a los inversores institucionales a largo plazo participar en el mercado de la titulación.

.- Seguros.

La Directiva de Solvencia II contiene una "fórmula estándar" para el cálculo de los requerimientos de capital que incluye dos tipos de cálculos: i) inversiones en los tramos superiores de titulaciones simples, transparentes y estandarizadas; y ii) todas las demás posiciones. La CE pregunta cómo podría mejorarse esta regulación para tener mayor sensibilidad al riesgo y si debería existir un tratamiento específico para las transacciones de titulación cualificada frente a titulación no cualificada.

.- Otros inversores.

La CE pregunta cómo podría ampliarse la base de inversionistas institucionales para la titulación de la UE y si son necesarias otras modificaciones en otros marcos regulatorios de la UE como OICVM y DGFIA.

10.- El papel de la titulación de créditos a PYME.

El desarrollo de la titulación de los créditos a PYME podría ayudar a canalizar fondos adicionales a las partes actoras más necesitadas del sistema financiero en la UE. Si bien antes de la crisis, hubo cierta actividad en algunos Estados miembros (España e Italia), la falta de estandarización de los activos subyacentes y de los requerimientos

de información pública (que no permiten a los inversores realizar una verificación apropiada) han impedido el desarrollo de este mercado.

Algunos bancos centrales en la UE, incluido el Banco Central Europeo (BCE) han comenzado a desarrollar otras fuentes adicionales de información (registros centrales de créditos) que garanticen la disponibilidad de los datos necesarios en el futuro.

11.- Otras cuestiones.

La CE plantea si un solo instrumento de titulización aplicable a todos sectores financieros contribuiría al desarrollo del mercado de titulización en la UE, solicita otras sugerencias que ayuden a fomentar la titulización en la UE y pregunta si hay otros cambios regulatorios necesarios distintos de los contenidos en el anexo 2 del documento para el desarrollo de la titulización en los distintos sectores.

3. Solicitud de comentarios

El período de consultas finaliza el **13 de mayo de 2015**.

Las partes interesadas están invitadas a enviar sus respuestas a las preguntas de este documento a consulta a través del cuestionario *on line* que pinchando [aquí](#).

Asimismo, se solicita la remisión de una copia de la contestación a la dirección de la CNMV que se indica a continuación:

Dirección de Relaciones Internacionales
c/ Edison 4
28006 Madrid

Documentosinternational@cnmv.es