



**INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS** DESDE 1966
FUNDACIÓN

Mercado de titulizaciones: barreras y potenciales soluciones.



**PEDRO CADARSO PALOMEQUE Y PATRICIA
RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ DE CASTRO**

MAYO 2025 - DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 40

ISBN: 978-84-09-62245-0
Edita: Instituto Español de Analistas
Imprime: Reimpventa

Índice

Presentación	5
1. Contexto	8
1.1. Gestión de capital	10
1.2. Gestión de liquidez	11
2. Situación actual del Mercado	12
2.1. Situación por el lado de la oferta	13
2.2. Situación por el lado de la demanda	16
3. Problemas de la oferta	18
3.1. Tratamiento prudencial de los tramos retenidos por las entidades.....	19
3.2. Obligaciones de comunicación	20
3.3. Proceso de autorización supervisora para obtener el "significant risk transfer" (SRT)	20
4.- Problemas de la demanda	22
4.1. Reducción de la demanda procedente de entidades de crédito	23



4.2. Reducción de la demanda procedente de entidades aseguradoras	24
4.3. Reducción de la demanda por parte del BCE	24
4.4. Requisitos operacionales en la compra de este tipo de instrumentos aplicable a todos los tenedores europeos de estos títulos	24
5.- Potenciales esquemas de garantías públicas	27
6.- Resumen ejecutivo propuestas de modificaciones	30
Anexo	33
Documentos de trabajo de la Fundación del Instituto Español de Analistas	37
Entidades Patrono de la Fundación del Instituto Español de Analistas	40



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN



Mercado de titulizaciones:
barreras y potenciales soluciones.

Presentación





Presentación

En un momento en el que la arquitectura financiera europea se enfrenta a desafíos inéditos y se redefine bajo los principios de sostenibilidad, resiliencia y autonomía estratégica, el mercado de titulizaciones emerge, de nuevo, como un pilar potencialmente fundamental en la canalización eficiente del capital hacia la economía real. Las prioridades de la Unión Europea –financiación de la transición ecológica y digital, refuerzo del tejido productivo, consolidación de la soberanía financiera– exigen instrumentos versátiles, escalables y compatibles con un entorno regulatorio cada vez más exigente. En este contexto, la revitalización del mercado de titulizaciones no es solo deseable, sino necesaria.

Sin embargo, pese a los esfuerzos normativos realizados a lo largo de la última década –encarnados principalmente en el Reglamento 2017/2402 y en la construcción del marco STS (simple, transparente y estandarizado)–, la realidad es que el mercado europeo de titulizaciones continúa enfrentando una serie de obstáculos que comprometen

su funcionalidad como vehículo de financiación y de gestión activa del balance bancario. A diferencia del mercado estadounidense, donde las titulizaciones desempeñan un papel clave en la movilización de activos financieros, en Europa las cargas regulatorias, las fricciones supervisoras y las restricciones prudenciales continúan frenando su desarrollo.

El presente informe, elaborado por Pedro Cadarso Palomeque y Patricia Rodríguez Fernández de Castro, constituye una contribución rigurosa y oportuna al análisis de este fenómeno. Mediante un examen técnico detallado de los elementos que condicionan tanto la oferta como la demanda de titulizaciones, los autores identifican con precisión las limitaciones estructurales y regulatorias que lastran el crecimiento de este mercado. A través de propuestas concretas de revisión normativa –en materia de capital, liquidez, solvencia, diligencia debida y requisitos de supervisión–, el informe traza una hoja de ruta clara y argumentada hacia la reconstrucción de un entorno más favorable para la titulización en Europa.

El valor añadido de este documento no reside únicamente en el diagnóstico técnico de los problemas existentes, sino también en su vocación propositiva: avanzar hacia un marco que no sacrifique la robustez del sistema financiero, pero que tampoco impida el uso eficaz de herramientas necesarias para el crecimiento inclusivo y sostenible. La perspectiva comparada con otras jurisdicciones, la atención a las particularidades del entorno

europeo y la consideración de esquemas de apoyo público lo convierten, además, en una base sólida para el debate regulatorio en curso.

Desde el Instituto Español de Analistas, confiamos en que este informe contribuya a generar el consenso técnico e institucional necesario para reactivar un mercado estratégico que, bien diseñado, puede desempeñar un papel decisivo en la financiación del futuro económico de Europa.

Lola Solana
*Presidenta del Instituto
Español de Analistas*



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN



Mercado de titulizaciones:
barreras y potenciales soluciones.

Contexto.



1. Contexto

Mejorar el marco de titulación europeo es una de las iniciativas clave en el ámbito de la Unión de Ahorros e Inversiones (SIU, por sus siglas en inglés) dado que un mercado de titulación se considera fundamental para satisfacer las necesidades de inversión en relación con las prioridades estratégicas de la UE.

El actual marco normativo aborda los riesgos detectados tras la gran crisis financiera mundial, y ha aportado mayor seguridad al mercado de titulación de la UE pero también ha **generado elevados costes de cumplimiento para los emisores y los inversores**, por lo que es preciso hallar un mejor equilibrio entre seguridad y crecimiento.

En un intento de revitalizar este mercado, las autoridades europeas publicaron el *Reglamento 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se establece un marco general para la titulación y se crea un marco específico para la*

titulación simple, transparente y normalizada (titulaciones STS por sus siglas en inglés) (“Reglamento 2017/2402” o “Reglamento de titulaciones”), pero la situación no ha mejorado ya que se han impuesto nuevos requisitos de *due diligence* que desincentivan la participación de los inversores en este mercado

Los procesos de titulación son una herramienta que tradicionalmente ha sido utilizada por las entidades para la gestión de balance, en términos de capital y liquidez. No obstante, en la actualidad, y debido a la positiva situación de liquidez de los mercados,



es una herramienta utilizada en gran medida para la gestión de capital mediante la transferencia del riesgo de crédito a inversores, liberar capital y permitir la originación de nuevos préstamos, principalmente a familias y pymes.

En el contexto europeo actual y debido a las especificidades de esta herramienta, los costes

asociados a la misma y la necesidad de titular grandes carteras granulares para (i) eficientar la operación y (ii) hacer que las operaciones sean atractivas para los inversores en términos de liquidez, es utilizada mayoritariamente por entidades de un cierto tamaño (medio/grande).

1.1. GESTIÓN DE CAPITAL

Los procesos de titulización permiten la reducción del denominador de la ratio de capital mediante la transmisión del riesgo de crédito (reducción de los activos ponderados por riesgo, RWAs por sus siglas en inglés) y se pueden ejecutar mediante dos estructuras: (i) titulizaciones tradicionales (cash) que suponen la transmisión de la titularidad de los activos que se titulan a un vehículo de propósito especial y (ii) titulizaciones sintéticas, en donde se transmite el riesgo de crédito de los activos titulizados mediante la contratación de un derivado de crédito o una garantía financiera o un contrato de seguro.

Para lograr el objetivo de la reducción del denominador de

la ratio de capital es necesario que las entidades comuniquen, con una antelación mínima de tres meses, su intención de llevar a cabo una titulización con el objetivo de alcanzar una transmisión significativa del riesgo ("Significant Risk Transfer" -SRT por sus siglas en inglés-). El supervisor, dispone de un periodo de análisis de tres meses desde la notificación por parte de la entidad (aunque no siempre proporciona una valoración positiva sobre si existe o no una transmisión significativa del riesgo) transcurrido el cual, con carácter general, y salvo comunicación distinta por parte del supervisor, la entidad podrá reducir los RWAs asociados a la cartera titulizada.

1.2. GESTIÓN DE LIQUIDEZ

Las **titulaciones tradicionales (cash)** implican la transmisión de las carteras tituladas a un vehículo de propósito especial (SPV) el cual emite bonos de titulización. Estos bonos pueden ser colocados en el mercado y por tanto generar liquidez para la entidad originadora (el supervisor siempre exigirá la colocación en mercado de un cierto volumen de estos bonos de forma que pueda garantizarse la transmisión significativa del riesgo) o pueden ser retenidos por la propia entidad para ser descontados en la ventanilla de liquidez del banco central. Las titulaciones tradicionales son una estructura potente de movilización de activos ya que, aunque el banco está obligado a pagar un cupón por la deuda senior, el beneficio del fondeo que recibe le permite compensar el mayor coste de la financiación.

Por otro lado, están las **titulaciones sintéticas**, que pueden formalizarse a través de la contratación de un derivado de crédito (normalmente CDS - Credit Default Swap-), una garantía financiera o un contrato de seguro, por el cual se transmite

el riesgo de crédito asociado a la cartera titulada a la contraparte del derivado o al garante. Pueden ser *funded* o *unfunded*, no suponiendo una generación de liquidez para las entidades originadoras en el segundo de los casos. En las titulaciones sintéticas SRT el tramo senior se suele retener por los bancos.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

2

Mercado de titulizaciones:
barreras y potenciales soluciones.

Situación actual del Mercado



2. Situación actual del Mercado

2.1. SITUACIÓN POR EL LADO DE LA OFERTA

Esta herramienta está limitada, a nivel europeo, a las entidades de un cierto tamaño (normalmente sistémicas, aunque otras de menor tamaño también hacen un uso más limitado de esta herramienta de gestión del balance) que tienen recursos, conocimiento y carteras suficientemente grandes y granulares que hacen atractivas las emisiones.

Según datos del BCE¹ en 2020, solo aproximadamente 30 entidades a nivel europeo ejecutaron operaciones de titulización.

Esta situación se explica por la existencia de una serie de **barreras**

supervisoras y regulatorias que se mencionarán posteriormente, **que desincentiva a las entidades europeas** (incluso de las de gran tamaño) la realización de titulaciones. Hay que destacar que esta circunstancia no se da en el mercado americano que está siendo muy activo en la movilización de carteras crediticias.

Por tanto, la revisión del marco regulatorio y supervisor de las titulaciones es esencial para que las entidades europeas tengan a su disposición esta herramienta en las mismas condiciones que los bancos localizados en otras jurisdicciones.

¹ https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/publications/newsletter/2023/html/ssm.nl230816_1.en.html



Además, es importante hacer la revisión del marco con carácter de urgencia debido a que los competidores de otras jurisdicciones (i.e. Estados Unidos) están ocupando todo el espacio de emisiones del mercado y cuanto más papel haya en el mercado, mayor precio habrá que pagar por colocar estos bonos entre los inversores.

Para entender la situación del mercado, es importante analizar las diferentes categorías de titulizaciones. Además de la categorización ya mencionada anteriormente que diferencia entre las titulizaciones tradicionales (cash) y sintéticas, los esquemas de titulación pueden segmentarse de múltiples maneras.

Las categorías más habituales son las siguientes:

En función a su categoría regulatoria:

- Titulizaciones STS (simples, transparentes y estandarizadas por sus siglas en inglés): Son aquellos esquemas que cumplen con una serie de requisitos en términos de reporte, documentación, naturaleza de los activos titulizados, etc..

- Titulizaciones no STS: Son aquellas que no cumplen los requisitos para ser categorizadas como STS. Su tratamiento prudencial está más penalizado que el tratamiento de las titulizaciones STS.

En función a la naturaleza de los activos subyacentes:

- Titulizaciones con garantías: Suelen tener como activos subyacentes carteras hipotecarias. También puede tratarse de otro tipo de préstamos (pymes, corporates, etc.) que tengan una garantía hipotecaria, mobiliaria o financiera.
- Titulizaciones sin garantías: La naturaleza de los activos subyacentes es extensa y puede encontrarse habitualmente con carteras de pymes, consumo para la adquisición de vehículos, corporates, Project Finance, etc.

En función de la comercialización:

- Titulizaciones privadas: Los bonos (o el derivado de crédito) están destinados a un inversor o un conjunto de inversores predeterminado (suelen ser operaciones a medida). Las condiciones se negocian en bilateral entre la entidad



originadora y el/los inversor/es adquirente. En esos casos, los inversores están en contacto directo con la originadora y reciben directamente de ellas la información necesaria para ejercer su diligencia debida. Por tanto, estos esquemas quedan exentas del requisito de notificar la información sobre la operación a un registro de titulizaciones.

- Titulizaciones públicas: Son esquemas cuyo objetivo es, o bien, la colocación en el mercado (aunque la entidad retenga una parte de los títulos emitidos), o bien, la obtención de liquidez al retener los bonos las propias entidades originadoras y presentarlos a descuento en la ventanilla de liquidez del BCE.

Adicionalmente, los bonos emitidos en un esquema de titulización se categorizan en función de la calidad crediticia:

- Tramos de primera pérdida o subordinados o equity. Normalmente estos bonos acumulan íntegramente toda la pérdida esperada estimada de la cartera subyacente, por tanto, no suelen tener la categoría de *investment grade* y la demanda de este tipo de

instrumentos está limitada a fondos e inversores globales de crédito privados. Suelen representar el 15% aprox. de las emisiones. La colocación de estos valores no suele ser problemática. Los inversores privados globales tienen apetito a este tipo de bonos.

- Tramos de segunda pérdida o mezzanine o junior. Son tramos subordinados que no absorben la primera pérdida de la entidad (su orden de prelación se encuentra detrás de los tramos subordinados y delante de los tramos senior). Si los activos titulizados generasen unas pérdidas superiores a las del tramo subordinado de primera pérdida, estos bonos serían los siguientes en absorber pérdidas. La demanda corresponde principalmente a fondos e inversores de crédito privados.
- Tramos senior. Suelen representar hasta el 85% aprox. de las emisiones. Este tramo se suele vender únicamente en las titulizaciones tradicionales y los bonos suelen tener una calificación AAA. Aunque las entidades suelen tender a retener estos bonos (hasta donde les dejan los supervisores - aprox. 50%-). La colocación de estos valores si es más limitada

(procedente de gestoras de fondos de inversiones, fondos de pensiones y alguna aseguradora), lo que ha dado lugar a que los bancos hagan

operaciones más pequeñas que puedan colocarse fácilmente en el mercado, operaciones menos eficientes en términos de coste.

2.2. SITUACIÓN POR EL LADO DE LA DEMANDA

Los inversores tradicionales para este tipo de productos han sido:

- **Inversores institucionales:**

Dentro de este colectivo se incluyen inversores globales que tienen mucho apetito principalmente por los tramos más subordinados de las titulizaciones sintéticas y tradicionales. Dentro de este colectivo hay que distinguir entre los inversores privados con sede en Europa y en terceros países, principalmente UK y USA. Esta distinción es muy significativa ya que a raíz de la entrada en vigor del Reglamento 2017/Inst2402 los inversores de Europa están obligados a importantes requisitos de *due diligence* (DD) que desincentiva sustancialmente la inversión en este tipo de productos ya que estos procesos de DD llevan asociados elevados costes.

Los inversores de terceros

países (UK y USA) son activos en los tramos subordinados equity y mezzanine de las titulizaciones sintéticas y tradicionales.

- **Fondos de pensiones y fondos de inversión, incluidos fondos de inversión monetarios (Money Market Funds):**

Los fondos monetarios eran unos de los demandantes del tramo senior antes de la crisis financiera. En la actualidad, si bien existen algunos inversores en Europa que compran tramos senior, el número de actores y el volumen total de la demanda se ha visto reducidos debido a la regulación actual (incluido el requerimiento de *due diligence*).

- **Entidades de crédito:** Las entidades de crédito también han sido un inversor tradicional en bonos senior de titulación emitidos por otras entidades antes de la crisis financiera. No



obstante, con la entrada en vigor del Reglamento 2017/2401 que regula el tratamiento prudencial de las titulizaciones, han perdido su apetito a participar como inversores en este mercado. Además, el tratamiento a efectos del cumplimiento del ratio de cobertura de liquidez (LCR) también es un desincentivo claro a la inversión de estos productos.

- **Entidades aseguradoras:** De igual manera que las entidades de crédito, las aseguradoras han participado tradicionalmente en el mercado de titulizaciones antes de la crisis financiera. No obstante, la entrada en vigor del marco Solvencia II, con un tratamiento más exigente a efectos de solvencia para este tipo de instrumentos, dificulta la participación en este mercado de manera activa.
- **Banco Central Europeo:** Como consecuencia del cambio de orientación en la política monetaria, el BCE ha bajado el nivel de adquisición de este tipo de activos.

En conclusión:

- Existe demanda para los **tramos subordinados (equity y mezzanine)** para las

titulizaciones tradicionales y sintéticas. La mayoría de los inversores de estos tramos proceden de UK y USA. Para estos tramos existe suficiente demanda para cubrir la oferta de papel en el mercado.

- Por el contrario, existe un problema en la colocación de los **tramos senior** de las titulizaciones tradicionales, teniéndose que colocar en muchos casos previamente un porcentaje con inversores privados. Este es una barrera importante a la hora de poder continuar usando las titulizaciones tradicionales como una herramienta para la movilización de los activos.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN



Mercado de titulizaciones:
barreras y potenciales soluciones.

Problemas de la oferta



3. Problemas de la oferta

3.1. TRATAMIENTO PRUDENCIAL DE LOS TRAMOS RETENIDOS POR LAS ENTIDADES (DESARROLLADO EN ANEXO)

El tratamiento prudencial de los tramos retenidos por parte de las entidades originadoras (equivalente al tratamiento de las exposiciones invertidas por las entidades de titulaciones originadas por otras entidades) está regulado en el Reglamento 2017/2401 que modifica la CRR en lo que respecta al tratamiento prudencial de las titulaciones.

El Reglamento propone tres alternativas para el cálculo de los requerimientos de capital de estas exposiciones: modelos internos, metodología estándar o metodología basada en ratings externos.

El tratamiento prudencial propuesto por el Reglamento 2017/2401 introduce: (i) unas ponderaciones (% RWA o risk

weighted assets) mínimas a exposiciones en posiciones de titulación mayores para las titulaciones no STS que STS y (ii) un factor corrector del requerimiento (factor-p) mayor para el caso de la metodología estándar que para la de modelos internos, cuyo objetivo es la cobertura de los riesgos de agencia y de modelo, que son más exigentes que lo fijado en

la regulación previa a la entrada en vigor de dicho Reglamento.

Es necesario y urgente la revisión del marco prudencial

de las posiciones en titulizaciones retenidas por las entidades originadoras tanto para los esquemas de titulización STS como no STS.

3.2. OBLIGACIONES DE COMUNICACIÓN

Una carga que encarece el proceso de constitución de Fondos de Titulización en España es la obligación impuesta por normativas autonómicas del ámbito de consumidores y usuarios a las entidades de crédito de comunicar las cesiones de préstamos a fondos de titulización en plazos muy reducidos, pese a que la titulización de un préstamo no representa ningún cambio en las condiciones de los préstamos, permaneciendo inalterados los derechos y obligaciones del deudor. En virtud de estas normas autonómicas, las entidades de crédito se ven obligadas a enviar miles de cartas a los deudores

y, en su caso, garantes de los préstamos, para evitar sanciones, lo que conlleva un gasto elevado en la generación de las cartas por sistemas, maquetación, envío, etc

Este proceso de comunicación parece redundante y muy oneroso para las entidades, teniendo en cuenta que, a efectos prácticos del deudor, las condiciones contractuales del préstamo titulizado no cambian y los derechos y deberes de la contraparte permanecen intactas, reteniendo las entidades, en la mayoría de los casos, la gestión de cobro de las exposiciones.

3.3. PROCESO DE AUTORIZACIÓN SUPERVISORA PARA OBTENER EL "SIGNIFICANT RISK TRANSFER" (SRT)

El BCE tiene un plazo de 3 meses para autorizar un

esquema de titulización (además pide que se comunique con

un mes de antelación); este plazo puede prorrogarse si el BCE hace algún requerimiento de información adicional; por su lado, la CNMV tiene 1 mes para aprobar la emisión. Estos plazos dan muy poco margen a las entidades para gestionar.

El proceso de revisión supervisora es muy complejo y consume mucho tiempo. En este sentido, es necesaria la creación de procedimientos más rápidos (fast-track de 1 mes) que puedan ser aplicables a esquemas de titulización similares a otros procesos que hayan sido autorizados con anterioridad.

Por otro lado, aunque las guías del BCE detallan el proceso, así como la documentación que hay que entregar, los criterios para recibir una valoración positiva de la transmisión significativa del riesgo no están claros y potencialmente podrían no ser homogéneos entre entidades en la medida en que dependen en parte del juicio supervisor de los JSTs.

Se aboga por una mayor transparencia en cuanto a los requisitos necesarios para obtener una valoración positiva de la transferencia significativa del riesgo. La existencia de un equipo

horizontal en el BCE especializado podría armonizar y acelerar los procesos de autorización.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

4

Mercado de titulizaciones:
barreras y potenciales soluciones.

Problemas de la demanda



4. Problemas de la demanda

4.1. REDUCCIÓN DE LA DEMANDA PROCEDENTE DE ENTIDADES DE CRÉDITO

– **CAPITAL:** Con relación al tratamiento prudencial, lo que se ha comentado en el apartado anterior, 3.1. sería aplicable en los mismos términos a este apartado ya que el tratamiento prudencial es equivalente entre las posiciones en titulización retenidas cuando la entidad es la originadora y las invertidas procedentes de titulaciones de otras entidades.

– **LIQUIDEZ:** El tratamiento regulatorio de los activos líquidos a los efectos del ratio de cobertura de liquidez (LCR) vienen definidos en el Reglamento Delegado

2015/61. A diferencia de otros instrumentos la tenencia de títulos procedentes de titulaciones realizadas por otras entidades no es admisible como activos de nivel 1 del LCR.

La elegibilidad de las titulaciones a efectos del LCR se limita a bonos AAA solamente. Es importante tener en cuenta que en algunos países como España o Italia hay algunas agencias de rating que todavía mantienen un techo de rating en AA, que impide que algunos países periféricos consigan que sus bonos de titulización sean elegibles a efectos del LCR.

4.2. REDUCCIÓN DE LA DEMANDA PROCEDENTE DE ENTIDADES ASEGURADORAS

El tratamiento prudencial de las tenencias de títulos de titulización que propone Solvencia II es muy penalizador. Una norma menos punitiva y más flexible para las aseguradoras incrementaría la

base inversora de las titulizaciones. Esto sería posible a través de la medición del riesgo real observado en tramos Senior de titulizaciones europeas (pérdidas cero a través del ciclo).

4.3. REDUCCIÓN DE LA DEMANDA POR PARTE DEL BCE

El cambio en la política monetaria ha supuesto que el BCE no sea un participante activo

en el mercado y ha dejado de comprar estos instrumentos.

4.4. REQUISITOS OPERACIONALES EN LA COMPRA DE ESTE TIPO DE INSTRUMENTOS APLICABLE A TODOS LOS TENEDORES EUROPEOS DE ESTOS TÍTULOS

El Reglamento 2017/2402 por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada establece una serie de requisitos a los inversores de esta tipología de activos para garantizar que conocen las características generales de los instrumentos que adquieren.

Dentro de estos requisitos, se establecen obligaciones de hacer un proceso de diligencia debida a fin de garantizar que se evalúan adecuadamente los riesgos derivados de todos los tipos de titulizaciones en beneficio de los inversores finales y dar confianza al mercado. En este sentido, han quedado obligadas a realizar, una evaluación informada de la calidad crediticia de los

instrumentos de titulización. El artículo 5 del Reglamento de Titulizaciones establece los requisitos de diligencia debida para los inversores institucionales. La realización de estos ejercicios supone unos costes que en los tramos más senior no justifican las rentabilidades ofrecidas por los títulos.

Se debe reducir la carga burocrática con relación a las obligaciones de diligencia debida impuestas a las titulizaciones. Una mayor flexibilidad en estos requisitos no sólo reduciría costes en la inversión en titulizaciones, sino que permitiría adoptar de manera más ágil las decisiones de inversión, en especial respecto de transacciones similares a otras previas ya evaluadas.

En concreto, en relación con el artículo 5 del Reglamento y sus medidas concretas, deberían formularse en términos genéricos para dar mayor flexibilidad en su aplicación a los inversores institucionales pues resultan excesivamente prescriptivos y pueden resultar desproporcionados, dado que aplican a todas las inversiones en titulizaciones por igual, sin tener en cuenta el tipo de titulización de que se trate (por ejemplo, no es lo mismo una

titulización STS que en otro tipo de titulización más compleja, o una posición senior/no senior, o el tipo de activos subyacentes).

Por ejemplo, las SGIC ya están sujetas por su normativa sectorial a la obligación de diligencia en la selección y seguimiento de todas las inversiones que realizan (artículo 23 de la Directiva 2010/43/UE de la Comisión de 1 de julio de 2010). El establecer requisitos específicos de *due diligence* para un tipo de inversión la sitúa en desventaja respecto de otras posibles inversiones en activos de renta fija con riesgos parecidos.

Respecto de los requisitos del artículo 5.1 de *due diligence* previa a efectuar respecto del originador, patrocinador o prestamista original, cuando estos estén establecidos en la UE y sujetos al Reglamento de Titulizaciones, se deberían eliminar. En estos supuestos se carga al inversor institucional con el control del cumplimiento de una serie de requisitos que impone la normativa estas entidades que ya están sujetas a supervisión.

En cuanto a los requisitos del artículo 5.3 de *due diligence* previa a las inversiones, deberían simplificarse y sustituirse por una



obligación genérica de llevar a cabo una *due diligence* previa a la inversión en titulizaciones que tenga en cuenta de manera proporcionada las características de riesgo derivadas tanto de la titulización individual como de sus subyacentes y de las características estructurales de la titulización, dejando flexibilidad a los inversores institucionales para determinar los concretos elementos a valorar en función del tipo de titulización.

En cualquier caso, el requisito del artículo 5.3 c) referido al control por el inversor institucional de que una titulización notificada como STS (titulización simple, transparente y normalizada) cumple determinados requisitos del Reglamento de Titulización, se debería eliminar ya que impone al inversor la carga de realizar un control con el cumplimiento de la normativa que incumbe al propio originador, prestamista original o patrocinador y al supervisor. Esto es, supone duplicar un control por parte del inversor institucional que ya está realizando el supervisor.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN



Mercado de titulizaciones:
barreras y potenciales soluciones.

Potenciales esquemas de garantías públicas



5. Potenciales esquemas de garantías públicas

Una de las principales diferencias entre el modelo europeo y el americano es la existencia de agencias públicas que puedan proporcionar garantías en los esquemas de titulación.

El informe Noyer² sobre la unión del mercado de capitales le dedica su capítulo 3 al diseño de un potencial esquema de garantías en Europa para fomentar el mercado de titulaciones en la Unión. En este sentido, propone rectificar el marco regulatorio prudencial, así como constituir una “plataforma de titulaciones europeas” que favorecería la aparición de un mercado de titulación de referencia, profundo y líquido.

Se propone que la plataforma/garantía sea gestionada por

una agencia europea un grupo de EEMM voluntarios y que se monitorice su impacto.

Es posible que esquemas de garantías similares a los que proporcionan Fannie Mae and Freddie Mac en Estados Unidos pudiesen no funcionar en Europa. Funcionan en Estados Unidos por las especificidades del mercado americano, pero en Europa podría haber más dificultades (por ejemplo, la existencia de 27 marcos hipotecarios diferentes).

2 <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2024/04/25/developing-european-capital-markets-to-finance-the-future>



Sí se ve posible que estos esquemas pudiesen favorecer el acceso a estos mercados de entidades más pequeñas que ahora lo tienen limitado.

En todo caso, habría que esperar al diseño propuesto y valorar el potencial coste del seguro y el análisis coste - beneficio.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN



Mercado de titulizaciones:
barreras y potenciales soluciones.

Resumen ejecutivo propuestas de modificaciones



6. Resumen ejecutivo propuestas de modificaciones

En el contexto de la SIU y de los nuevos objetivos de la Unión Europea: autonomía estratégica, defensa y transición sostenible, es indispensable que todos los instrumentos de financiación de la economía funcionen de la mejor manera posible y, dado que las propias instituciones europeas han señalado el proceso de titulización como fundamental, es necesario llevar a cabo una revisión del marco de titulizaciones en la Unión europea que incluya la menos las siguientes modificaciones:

Requisitos regulatorios prudenciales:

- Revisión de los requisitos de capital de los títulos de titulización retenidos por las entidades originadoras y el requerimiento de los títulos en los que invierten las entidades. Esto supondría la revisión del Reglamento 2017/2401 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se modifica la CRR sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito.
- Revisión del tratamiento de estos títulos a los efectos del cumplimiento de los requisitos de liquidez (LCR). Esto supondría la revisión del Reglamento delegado (UE) 2015/61 de la Comisión por la que se completa la CRR en lo que atañe al requisito de cobertura de liquidez aplicable

a las entidades de crédito.

- Revisión del tratamiento prudencial de las aseguradoras conocido como Solvencia II y que está regulado en la Directiva 2009/138/CE sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad del seguro y de reaseguro y su ejercicio.

de la transferencia significativa del riesgo. Esto supondría la creación de un grupo horizontal en el BCE que armonice los requisitos aplicados por los JSTs en su análisis.



Otros Requisitos regulatorios:

- Revisión de los requisitos de diligencia debida, de información y simplificación de los criterios STS exigidos por el Reglamento 2017/2402.
- Revisión de requisitos de comunicación a las contrapartes de préstamos titulizados.

Requisitos supervisores:

- Reducción de plazos para el reconocimiento de la transmisión significativa del riesgo (SRT por sus siglas en inglés). Esto supondría la revisión de las guías sobre reconocimiento de la transmisión significativa del riesgo del BCE de marzo de 2016.
- Armonización de los requisitos fijados por el supervisor para lograr una valoración positiva



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN



Mercado de titulizaciones:
barreras y potenciales soluciones.

Anexo



Anexo

TRATAMIENTO PRUDENCIAL DE LOS TRAMOS RETENIDOS POR LAS ENTIDADES.

El tratamiento prudencial de los tramos retenidos por parte de las entidades originadoras (equivalente al tratamiento de las exposiciones invertidas por las entidades de titulaciones originadas por otras entidades) está regulado en el Reglamento 2017/2401 que modifica la CRR en lo que respecta al tratamiento prudencial de las titulaciones.

El Reglamento propone tres alternativas para el cálculo de los requerimientos de capital de estas exposiciones. El ranking de preferencias es el siguiente:

- **SEC-IRBA (modelos internos):** En síntesis, esta metodología será utilizada por las entidades que puedan calcular los

requerimientos de capital de la cartera titulizada con modelos internos y tengan datos suficientes para hacer los cálculos necesarios.

- **SEC-SA (metodología estándar):** Esta metodología será utilizada cuando las entidades no puedan utilizar el SEC-IRBA.
- **SEC-ERBA (metodología basada en ratings externos):** Esta metodología es alternativa al SEC-SA que las entidades podrán utilizar cuando todas sus posiciones de titulación calificadas o posiciones en las que se pueda emplear una clasificación inferida. Esta decisión debe ser notificada a la autoridad competente.

El tratamiento prudencial propuesto por el Reglamento 2017/2401 introduce: (i) unas ponderaciones (% RWA o risk weighted assets) mínimas a exposiciones en posiciones de titulización y; (ii) un factor corrector del requerimiento (factor-p) cuyo objetivo es la cobertura de los riesgos de agencia y de modelo, que son más exigentes que lo fijado en la regulación previa a la entrada en vigor de dicho Reglamento.

Con relación a las **ponderaciones mínimas** establece:

- **SEC-IRB (modelos internos):** Una ponderación (% RWA) mínima del 15% para las titulizaciones que no son STS y del 10% para las titulizaciones STS.
- **SEC-SA (metodología estándar):** Una ponderación (% RWA) mínima del 15% para las titulizaciones que no son STS y del 10% para las titulizaciones STS.

Con relación al **factor-p** establece:

- **SEC-IRB (modelos internos):** Se fija un cap de 0,3 para las titulizaciones tanto STS como no STS.

- **SEC-SA (metodología estándar):** Se fija un factor-p de 0,5 para las titulizaciones STS y del 1 para las no STS.

Adicionalmente, cabe mencionar que la reciente revisión de la CRR3, introdujo las siguientes mejoras en el factor-p del SEC-SA a efectos del cálculo del output floor (Artículo 465.13):

- **SEC-SA (metodología estándar para el output floor):** Se fija un factor-p de 0,25 para las titulizaciones STS y del 0,5 para las no STS

Se considera necesario y urgente la revisión del marco prudencial de las posiciones en titulizaciones retenidas por las entidades originadoras. Creemos que es necesario: i) SEC-SA: extender las reducciones del factor-p a STS y no STS en general y no sólo para el output floor; ii) SEC-IRBA: bajar el floor del factor p a 0.1 y establecer un cap en 0.3; reducir los floors del STS del 10% al 7% y de no STS de 15% a 12%.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN



Mercado de titulizaciones:
barreras y potenciales soluciones.



Foros de debate - documentos de trabajo

FUNDACIÓN INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

- Nº 1. Informe sobre el mercado hipotecario español. Febrero 2013.
- Nº 2. Las reformas como clave para impulsar la confianza y el crecimiento. Marzo 2013.
- Nº 3. Las finanzas públicas españolas en el inicio del siglo XXI: Los efectos de la crisis financiera de 2007. Julio 2013.
- Nº 4. La economía sumergida en España. Julio 2013.
- Nº 5. Las finanzas públicas españolas y los efectos de la crisis financiera. Homenaje a David Taguas. Septiembre 2014.
- Nº 6. Competitividad, eje de una expansión sostenida. Octubre 2014.
- Nº 7. El futuro de la Gestión de Activos. Noviembre 2014.
- Nº 8. Impacto económico de los cambio normativos en los seguros (LOSSEARROSSEAR y Baremo). Diciembre 2015.
- Nº 9. El cambio del modelo de negocio de la banca. Junio 2016.
- Nº 10. Ahorro, Pensiones y Seguros de Vida. Julio 2016.
- Nº 11. Debate sobre la evolución del Mercado del Petróleo y las Materias Primas. Junio 2016.

- Nº 12. El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía. Julio 2017.
- Nº 13. ¿Es la economía española financieramente vulnerable? Octubre 2017.
- Nº 14. Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española. Febrero 2018.
- Nº 15. Sector Asegurador: impacto de las tendencias macroeconómicas y demográficas. Mayo 2018.
- Nº 16. Retos financieros pendientes de la economía española. Enero 2019.
- Nº 17. Nuevos retos del sector del automóvil. Julio 2019.
- Nº 18. Principales retos actuales y futuros del sector bancario español. Noviembre 2019.
- Nº 19. La Banca en el Siglo XXI: retos y respuestas. Talleres: 1) Fintech y Regulación Financiera. 2) Big Data e Inteligencia Artificial en el ámbito financiero. 3) Sector Financiero, Digitalización y Derecho de la Competencia. Noviembre 2019.
- Nº 20. Grandes retos de la economía gallega en la era digital. Octubre 2019.
- Nº 21. Inversión y crecimiento sostenible: retos y oportunidades en la gestión profesional del ahorro.
- Nº 22. Análisis de resiliencia del tejido empresarial español ante la crisis del COVID19.
- Nº 23. Instrumentos financieros para convertir patrimonio en rentas durante la jubilación.
- Nº 24. La gestión de la morosidad bancaria en la crisis del coronavirus.
- Nº 25. Panel del Sector Seguros. Un Capital de Resiliencia ante futuras pandemias, posible únicamente desde un modelo de cobertura público-privada.
- Nº 26. VII Panel del Sector Seguros. Necesidad del ahorro previsión tras una década de reformas en el sistema público de pensiones.
- Nº 27. Reformas en el tratamiento fiscal del ahorro destinado a previsión social.
- Nº 28. La hora de la financiación en forma de capital.
- Nº 29. El futuro del análisis bursátil.
- Nº 30. The trend towards financial regulatory fragmentation and how to tackle it. A pragmatic approach.

- Nº 31. La relocalización de la industria.
- Nº 32. Financiación de inversiones en redes de telecomunicaciones. Un análisis económico-financiero de los actores implicados.
- Nº 33. *Buybacks*: Cuándo crean valor las recompras de acciones.
- Nº 34. Bancaseguros. La importancia de un canal en continua evolución.
- Nº 35. El reto del tamaño empresarial en España.
- Nº 36. ¿Están las empresas preparadas para los nuevos requerimientos de información sobre sostenibilidad?
- Nº 37. La vivienda en España.
- Nº 38. La Transformación de la Industria de Defensa. De la Guerra del Golfo al Conflicto de Ucrania.
- Nº 39. La Unión de Ahorros e Inversiones: una oportunidad para racionalizar y simplificar la regulación de los servicios financieros.
- Nº 40. Mercado de titulizaciones: barreras y potenciales soluciones.



COLABORADORES DE LA FUNDACIÓN DEL INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

BANCO SANTANDER, S.A.
BANCO SABADELL
LA CAIXA
FIDELITY INTERNATIONAL
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
INDRA
URÍA MENÉNDEZ
ACS
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
ACCIONA
JB CAPITAL
KPMG
MOEVE
UNICAJA
SOLUNION
IKEA IBÉRICA, S.A.U
DELOITTE
J&A GARRIGUES, S.L.
INSTITUTO CAJASOL
FUNDACIÓN ICO
CECA
ALANTRA
FINALBION
FINREG360
FLUIDRA
GVC GAESCO
GRUPO INSUR
ORGANON



**INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS** DESDE 1965
FUNDACIÓN