C/2025/763

11.2.2025

Γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής

Επανεξέταση του νομικού πλαισίου για τις τιτλοποιήσεις στην ΕΕ

(γνωμοδότηση πρωτοβουλίας)

(C/2025/763)

Εισηγητής: **Philip VON BROCKDORFF**

Συνεισηγητής: **Antonio GARCÍA DEL RIEGO**

Σύμβουλοι	Christian M. STIEFMUELLER (για τον εισηγητή) Sebastien DE BROUWER (για τον συνεισηγητή)
Απόφαση της συνόδου ολομέλειας	18.1.2024
Νομική βάση	Άρθρο 52 παράγραφος 2 του Εσωτερικού Κανονισμού
Αρμόδιο όργανο	Τμήμα: «Οικονομική και Νομισματική Ένωση, οικονομική και κοινωνική συνοχή»
Έγκριση από το τμήμα	6.11.2024
Έγκριση από την Ολομέλεια	4.12.2024
Σύνοδος ολομέλειας αριθ.	592
Αποτέλεσμα της ψηφοφορίας (υπέρ/κατά/αποχές)	145/0/3

1. Συμπεράσματα και συστάσεις

1.1. Η ΕΟΚΕ φρονεί ότι η περαιτέρω βελτίωση της λειτουργίας της αγοράς τιτλοποιήσεων θα μπορούσε να διευρύνει τις επενδυτικές ευκαιρίες για τους επενδυτές και να διευρύνει την πρόσβαση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων σε δανεισμό. Η τιτλοποίηση θα μπορούσε να συμβάλει στην προώθηση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών με την καλλιέργεια δεξαμενών βαθιάς ρευστότητας, τη βελτίωση της άμεσης και έμμεσης πρόσβασης στις αγορές και τη συνέχιση της άρσης των φραγμών που εμποδίζουν τη διασυνοριακή ροή κεφαλαίων.

1.2. Οι προσπάθειες για τόνωση της τιτλοποίησης στην ΕΕ θα πρέπει να επικεντρωθούν στην αποκόμιση αποδεδειγμένων οφελών από την άποψη της πρόσθετης χρηματοδότησης για την πραγματική οικονομία, ειδικά για τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Η τιτλοποίηση θα πρέπει να διαδραματίζει συμπληρωματικό ρόλο σε σχέση με άλλα μέσα της κεφαλαιαγοράς, όπως τα καλυμμένα ομόλογα, παρέχοντας επιλογές αναχρηματοδότησης για ορισμένες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού, καθώς και ένα εργαλείο διαχείρισης κινδύνου. Η τιτλοποίηση θα μπορούσε επίσης να χρησιμοποιηθεί για την αποδέσμευση τραπεζικών κεφαλαίων με σκοπό τη χορήγηση νέων δανείων στην πραγματική οικονομία ή διανομών στους επενδυτές.

1.3. Η ΕΟΚΕ σημειώνει ότι η τιτλοποίηση έχει προσδιοριστεί ως δυνητική πηγή πρόσθετης χρηματοδότησης που θα κάλυπτε τις σημαντικές επενδυτικές ανάγκες της πράσινης μετάβασης. Η επέκταση των υφιστάμενων απαιτήσεων γνωστοποίησης σε σχέση με τη βιωσιμότητα (π.χ. σε άλλες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού) ή η θέσπιση ειδικού πλαισίου για την «πράσινη τιτλοποίηση» μπορούν να προσθέσουν αξία για τους επενδυτές οι οποίοι θα εκτιμούσαν την απόκτηση των εν λόγω πληροφοριών για τη μέτρηση του δικού τους μεριδίου περιβαλλοντικών, κοινωνικών και σχετικών με τη διακυβέρνηση (ΠΚΔ) επενδύσεων, για την εκτίμηση των ΠΚΔ κινδύνων, καθώς και ως εργαλείου σύγκρισης.

1.4. Ειδικότερα, η παραδοσιακή τιτλοποίηση έχει τη δυνατότητα να κινητοποιήσει πρόσθετη χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές. Η ΕΟΚΕ προτείνει να αξιολογηθεί ο λόγος για τον οποίο οι παραδοσιακές τιτλοποιήσεις έχουν παρουσιάσει σχετικά ασθενή ανάκαμψη στην αγορά και να διερευνηθούν οι δυνατότητες περαιτέρω ανάπτυξης της αγοράς τίτλων προερχόμενων από τιτλοποίηση (ABS) για ορισμένες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού. Η πρόοδος όσον αφορά την εναρμόνιση (π.χ. του δικαίου των συμβάσεων, της νομοθεσίας περί αφερεγγυότητας και της φορολογίας) θα ήταν σημαντική για τη βελτίωση της δυνατότητας διασυνοριακής συγκέντρωσης και έκδοσης τέτοιων τίτλων.

1.5. Συνιστάται η αξιολόγηση της αγοράς τιτλοποιήσεων, ιδίως όσον αφορά τις υποδομές της αγοράς, τη ρευστότητα, την αποτελεσματικότητα και τη διαφάνεια, ώστε τα μέσα αυτά να καταστούν ελκυστικότερα χωρίς να τίθεται σε κίνδυνο η χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Θα πρέπει επίσης να διερευνηθούν περαιτέρω προσαρμογές του κανονιστικού πλαισίου όσον αφορά τις απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων και δέουσας επιμέλειας, καθώς και οι προσπάθειες για τον εξορθολογισμό των υποδειγμάτων δημοσιοποίησης της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA).

1.6. Η ΕΟΚΕ σημειώνει ότι η προληπτική αντιμετώπιση των ανοιγμάτων τιτλοποίησης από τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες διέπεται σε μεγάλο βαθμό από διεθνή πρότυπα. Σημειώνει επίσης ότι το Συμβούλιο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας ξεκίνησε πρόσφατα διαβούλευση με τα ενδιαφερόμενα μέρη για την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας του εν λόγω κανονιστικού πλαισίου. Η ΕΟΚΕ είναι της άποψης ότι η ΕΕ θα πρέπει να συνεργαστεί στενά με τους διεθνείς εταίρους της στη συγκεκριμένη αξιολόγηση.

1.7. Η ΕΟΚΕ επισημαίνει ότι θα ήταν σκόπιμο να εξορθολογιστεί περαιτέρω η διαδικασία όποτε είναι δυνατόν, για παράδειγμα με τη μείωση των χρονοδιαγραμμάτων και την περαιτέρω τυποποίηση και εναρμόνιση των απαιτήσεων για την αναγνώριση της σημαντικής μεταφοράς κινδύνου. Οι αρχές θα πρέπει, ωστόσο, να συνεχίσουν να παρακολουθούν προσεκτικά πού κατανέμονται οι κίνδυνοι αυτοί, προκειμένου να αποτρέπεται η συγκέντρωση συστημικών κινδύνων, τόσο εντός του τραπεζικού τομέα όσο και μεταξύ μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών.

1.8. Η ΕΟΚΕ συνιστά να διενεργηθούν αξιολογήσεις από τα θεσμικά όργανα της ΕΕ με σκοπό τη διερεύνηση δυνητικών βελτιώσεων όσον αφορά τις υποδομές της αγοράς, τη ρευστότητα, την αποτελεσματικότητα και τη διαφάνεια, προκειμένου τα μέσα τιτλοποίησης να καταστούν ελκυστικότερα για δυνητικούς θεσμικούς επενδυτές χωρίς να υπονομεύεται η χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Όλες οι μεταρρυθμίσεις θα πρέπει να αποσκοπούν στην αύξηση της πραγματικής χρηματοδότησης της οικονομίας με σκοπό την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης και της δημιουργίας θέσεων εργασίας, όπου αυτό είναι δυνατό. Η ΕΟΚΕ καλεί την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να διασφαλίσει ότι οι εν εξελίξει αξιολογήσεις της εφαρμογής του κανονιστικού πλαισίου για την τιτλοποίηση περιλαμβάνουν ανάλυση του αντικτύπου στη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας.

2. **Ιστορικό**

2.1. Η τιτλοποίηση συμβάλλει στη με έμμεσο τρόπο κατανομή κεφαλαίων σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά, κυρίως καθόσον παρέχει στις τράπεζες τη δυνατότητα να μεταφέρουν ορισμένα ανοίγματα πιστωτικού κινδύνου στους επενδυτές. Η τιτλοποίηση περιλαμβάνει δύο διαφορετικά μέσα: την παραδοσιακή («μετρητά» ή «πραγματική πώληση») και τη σύνθετη τιτλοποίηση. Η βασική τεχνική διαφορά έγκειται στο ότι στην παραδοσιακή τιτλοποίηση τα πραγματικά στοιχεία ενεργητικού πωλούνται σε επενδυτές, ενώ στη σύνθετη τιτλοποίηση η τράπεζα διατηρεί τα περιουσιακά στοιχεία, αλλά μεταφέρει τον κίνδυνο σε θεσμικούς επενδυτές μέσω χρηματοοικονομικών εγγυήσεων και πιστωτικών παραγώγων.

2.2. Οι εκθέσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου ([1]), του Enrico Letta ([2]) και του Mario Draghi ([3]), καθώς και η ESMA ([4]) τόνισαν συλλήβδην την ανάγκη επανεκκίνησης της αγοράς τιτλοποιήσεων, είτε για την αύξηση της ανταγωνιστικότητας της ΕΕ είτε για την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών της ΕΕ είτε για την αύξηση της ικανότητας χρηματοδότησης των τραπεζών. Στόχος της παρούσας γνωμοδότησης είναι να προωθήσει την αναθεώρηση του νομικού πλαισίου για την τιτλοποίηση στην ΕΕ κατά τρόπο που να βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας της ΕΕ και τις συνθήκες εργασίας στην ευρωπαϊκή αγορά εργασίας, διατηρώντας παράλληλα τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

2.3. Το 2022 οι συνολικές νέες εκδόσεις τιτλοποιήσεων στην ΕΕ ανήλθαν σε 135 δισεκατομμύρια ευρώ, η δε συνολική ονομαστική αξία των εκκρεμών τιτλοποιήσεων εκτιμήθηκε σε 930 δισεκατομμύρια ευρώ ([5]). Όσον αφορά και τις δύο μετρήσεις, η αγορά παραμένει σε σημαντικό βαθμό κάτω από το ανώτατο επίπεδο του 2008. Η Μεικτή Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών ([6]) παρατήρησε ότι η θέσπιση του κανονισμού για τις τιτλοποιήσεις και του πλαισίου προληπτικής εποπτείας το 2019 είχε ως αποτέλεσμα μια αγορά που ήταν μεν μικρότερη αλλά υψηλότερης ποιότητας, και ότι τα προ κρίσης επίπεδα δεν θα πρέπει να

([1]) Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, Έκτακτη σύνοδος του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου – Συμπεράσματα, 18 Απριλίου 2024.
([2]) Letta, E., *Much More Than a Market* (Πολύ περισσότερο από μια απλή αγορά), 18 Απριλίου 2024.
([3]) Draghi, M., *The Future of European Competitiveness*. Part B: In-depth Analysis and Recommendations (Το μέλλον της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας. Τμήμα Β: Διεξοδική ανάλυση και συστάσεις), Σεπτέμβριος 2024.
([4]) ESMA, *Building More Effective and Attractive Capital Markets in the EU* (Οικοδόμηση πιο αποτελεσματικών και ελκυστικών κεφαλαιαγορών στην ΕΕ), έγγραφο θέσης, 22 Μαΐου 2024.
([5]) ESMA, *The EU Securitisation Market – An Overview* (Η αγορά τιτλοποίησης της ΕΕ – Επισκόπηση), 21 Σεπτεμβρίου 2023.
([6]) Μεικτή Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών, *Joint Committee Advice on the Review of the Securitisation Prudential Framework* (Συμβουλές της Μεικτής Επιτροπής σχετικά με την επανεξέταση του πλαισίου προληπτικής εποπτείας της τιτλοποίησης), 12 Δεκεμβρίου 2022.

αποτελούν σημείο αναφοράς που πρέπει να είναι στόχος. Ωστόσο, σημείωσε ότι η αγορά μετά την κρίση δεν είχε επιτύχει τον στόχο της περί δημιουργίας πρόσθετης χρηματοδότησης ύψους 100-150 δισ. ευρώ. Ειδικότερα, η παραδοσιακή τιτλοποίηση ήταν πιο υποτονική από τη σύνθετη τιτλοποίηση, η οποία γνώρισε ισχυρή ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια μετά τη συμπερίληψη των σύνθετων συναλλαγών στο απλό, διαφανές και τυποποιημένο πλαίσιο τον Απρίλιο του 2021 ([7]).

2.4. Τα διαθέσιμα στοιχεία από την ESMA ([8]) και την Ένωση Χρηματοπιστωτικών Αγορών της Ευρώπης (AFME) ([9]) καταδεικνύουν ότι οι αγορές τιτλοποίησης στην ΕΕ είναι ετερογενείς και κατακερματισμένες σε εθνικά επίπεδα, με το 80 % των εκδόσεων τιτλοποιήσεων να συγκεντρώνεται σε τέσσερα κράτη μέλη ([10]). Ο κατακερματισμός της αγοράς μειώνει τη δυνατότητα των μεταβιβαζουσών οντοτήτων και των εκδοτών να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας και περιορίζει τη ρευστότητα της αγοράς για τους επενδυτές. Για τις παραδοσιακές τιτλοποιήσεις, οι ομάδες στοιχείων ενεργητικού τείνουν να συγκεντρώνονται σε μία μόνο χώρα, ενώ οι κατηγορίες στοιχείων του ενεργητικού που τιτλοποιούνται διαφέρουν μεταξύ των χωρών. Οι διαφορές αυτές οφείλονται σε διάφορους παράγοντες, συμπεριλαμβανομένων των ιδιαιτεροτήτων των εθνικών οικονομιών και κεφαλαιαγορών, της διαφορετικής φορολόγησης, του εταιρικού δικαίου και των καθεστώτων αφερεγγυότητας, καθώς και της διαθεσιμότητας εναλλακτικών χρηματοδοτικών μέσων, όπως τα καλυμμένα ομόλογα. Μέχρι σήμερα, η συμβολή της τιτλοποίησης στην πρόσβαση σε πρόσθετες ομάδες κεφαλαίων είναι μέτρια: σε αντίθεση με άλλες αγορές, οι ίδιες οι τράπεζες της ΕΕ εξακολουθούν να αποτελούν τους μεγαλύτερους κατόχους τιτλοποιήσεων με μεγάλη διαφορά, με το μεγαλύτερο μέρος του όγκου που εκδόθηκε το 2023 να κατέχεται από τους εκδότες, κυρίως για χρήση ως ασφάλεια σε πράξεις κεντρικής τράπεζας ([11]).

2.5. Σε πολλά κράτη μέλη της ΕΕ, τα δάνεια που καλύπτονται από ασφάλεια αναχρηματοδοτούνται με τη χρήση εναλλακτικών μέσων, ιδίως καλυμμένων ομολόγων. Στα τέλη του 2022, οι τρεις μεγαλύτεροι παγκοσμίως εκδότες καλυμμένων ομολόγων ήταν η Δανία, η Γερμανία και η Γαλλία ([12]). Συγκριτικά, στις ΗΠΑ, τα καλυμμένα ομόλογα δεν διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο, ιδίως λόγω του ρόλου της υποστηριζόμενης από οργανισμούς τιτλοποίησης σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια. Η τιτλοποίηση και τα καλυμμένα ομόλογα έχουν παρόμοιες δομές, αλλά διαφέρουν επίσης ως προς διάφορες πτυχές, όπως το προφίλ κινδύνου και η χρήση. Οι διαφορές στο προφίλ κινδύνου αντικατοπτρίζονται επίσης στην προληπτική τους αντιμετώπιση. Ωστόσο, η ΕΟΚΕ επισημαίνει ότι τα καλυμμένα ομόλογα δεν επιτρέπουν στις τράπεζες να απελευθερώνουν κεφάλαια, για παράδειγμα να χορηγούν νέα δάνεια ή διανομές στους επενδυτές, δεδομένου ότι ο πιστωτικός κίνδυνος των καλυπτόμενων δανείων παραμένει στον ισολογισμό της εκδότριας τράπεζας.

2.6. Η αγορά τιτλοποιήσεων των ΗΠΑ εξακολουθεί να είναι σημαντικά μεγαλύτερη από εκείνη της ΕΕ. Η διαφορά αυτή οφείλεται κυρίως σε διαρθρωτικές ιδιαιτερότητες, παραδείγματος χάριν στη διαθεσιμότητα εναλλακτικών χρηματοδοτικών μέσων στην Ευρώπη, όπως τα καλυμμένα ομόλογα, και στην παρουσία κυβερνητικών οργανισμών χρηματοδότησης ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ, οι οποίοι βρίσκονται πίσω από τη συντριπτική πλειονότητα (80 %) των τιτλοποιημένων ενυπόθηκων δάνειων (MBS) ([13]). Εξαιρουμένων των εκδόσεων που υποστηρίζονται από οργανισμούς, το συνολικό ποσό των εκκρεμών τιτλοποιήσεων στις ΗΠΑ ανέρχεται περίπου στο 8 % του συνόλου των πιστώσεων του ιδιωτικού τομέα, σε σύγκριση με περίπου 5 % στο Ηνωμένο Βασίλειο, περίπου 4 % στην ΕΕ και περίπου 3 % στην Ιαπωνία ([14]).

3. **Γενικές παρατηρήσεις**

3.1. Η ΕΟΚΕ φρονεί ότι η τιτλοποίηση θα μπορούσε να επηρεάσει θετικά την ολοκλήρωση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Καίτοι η τιτλοποίηση δεν μπορεί να υποκαταστήσει την ανάπτυξη βαθύτερων και πιο ολοκληρωμένων ευρωπαϊκών αγορών εταιρικών χρεωστικών και μετοχικών τίτλων, οι οποίες εξαρτώνται από την επίτευξη πολλαπλών μακροπρόθεσμων στόχων (π.χ. προώθηση μιας νοοτροπίας μετοχικού κεφαλαίου, ενοποίηση των αγορών και των υποδομών κινητών αξιών, εναρμόνιση της εταιρικής και φορολογικής νομοθεσίας), θα μπορούσε να αποτελέσει μέσο για τη σύνδεση των κεφαλαιαγορών με τη χρηματοδότηση των εταιρειών με δανειακά κεφάλαια και, σε ορισμένες αγορές, να διευρύνει την πρόσβαση των νοικοκυριών σε δανεισμό. Επιπλέον, η καλλιέργεια δεξαμενών βαθιάς ρευστότητας, η βελτίωση της άμεσης και της έμμεσης πρόσβασης των επενδυτών στις αγορές και η συνέχιση της άρσης των φραγμών που εμποδίζουν τη διασυνοριακή ροή κεφαλαίων υπέχουν εξέχουσα σημασία για την προώθηση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

3.2. Μολονότι υπάρχει ευρεία συναίνεση ως προς το ότι οι μεταρρυθμίσεις του πλαισίου προληπτικής εποπτείας για τις τράπεζες μετά την κρίση ήταν δικαιολογημένες και αναγκαίες για την αντιμετώπιση των συστημικών κινδύνων, η ΕΟΚΕ σημειώνει, ωστόσο, ότι είναι σκόπιμη η αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας του ισχύοντος νομικού πλαισίου. Η ΕΟΚΕ σημειώνει επίσης ότι τα συναφή διεθνή πρότυπα υπόκεινται επί του παρόντος σε αξιολόγηση από το Συμβούλιο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Η ΕΟΚΕ

([7]) ESMA, *The EU Securitisation Market – An Overview* (Η αγορά τιτλοποίησης της ΕΕ – Επισκόπηση), 21 Σεπτεμβρίου 2023.
([8]) ESMA, *The EU Securitisation Market – An Overview* (Η αγορά τιτλοποιήσεων της ΕΕ – Επισκόπηση), σ. 9-12.
([9]) AFME, *Securitisation Report: Q4 2022 and 2022 FY* (Έκθεση για τις τιτλοποιήσεις: Τέταρτο τρίμηνο του 2022 και οικονομικό έτος 2022), 14 Μαρτίου 2023.
([10]) ESMA, *The EU Securitisation Market – An Overview* (Η αγορά τιτλοποιήσεων της ΕΕ – Επισκόπηση), 21 Σεπτεμβρίου 2023.
([11]) ESMA, *The EU Securitisation Market – An Overview* (Η αγορά τιτλοποιήσεων της ΕΕ – Επισκόπηση), 21 Σεπτεμβρίου 2023· ESRB, *Monitoring Systemic Risks in the EU Securitisation Market* (Παρακολούθηση των συστημικών κινδύνων στην αγορά τιτλοποίησης της ΕΕ), Ιούλιος 2022.
([12]) Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Καλυμμένων Ομολόγων (ECBC), *European Covered Bond* ***Factbook*** *2023* (Factbook των ευρωπαϊκών καλυμμένων ομολόγων), Σεπτέμβριος 2023.
([13]) Levitin, A. J., *Report on the Institutional and Regulatory Differences between the American and European Securitization Markets* (Έκθεση σχετικά με τις θεσμικές και κανονιστικές διαφορές μεταξύ των αμερικανικών και ευρωπαϊκών αγορών τιτλοποίησης), έγγραφο εργασίας του γερμανικού Συμβουλίου Οικονομικών Εμπειρογνωμόνων 3/2023, Νοέμβριος 2023.
([14]) Συμβούλιο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, *Evaluation on Effects of G20 Reforms on Securitisation* (Αξιολόγηση των επιπτώσεων των μεταρρυθμίσεων της G20 στις τιτλοποιήσεις), Έκθεση διαβούλευσης, 2 Ιουλίου 2024.

θεωρεί ότι η αναπροσαρμογή των απαιτήσεων προληπτικής εποπτείας δεν θα εξασφάλιζε αφ' εαυτής την αναζωογόνηση της αγοράς τιτλοποιήσεων ([15]) και συνιστά οποιαδήποτε αναπροσαρμογή της προληπτικής αντιμετώπισης της τιτλοποίησης να βασίζεται στην αξιολόγηση από εμπειρογνώμονες που ορίζονται από τα σχετικά ιδρύματα και να συνδέει αποτελεσματικά τις κεφαλαιακές απαιτήσεις με τον πραγματικό κίνδυνο. Επιπλέον, θα πρέπει να διερευνηθούν άλλες προσαρμογές του κανονιστικού πλαισίου, όπως εξορθολογισμένες απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων, γνωστοποιήσεων και δέουσας επιμέλειας, συμπεριλαμβανομένων των υποδειγμάτων γνωστοποίησης της ESMA, υπό την προϋπόθεση ότι τηρούνται οι προαναφερθείσες διασφαλίσεις.

3.3. Η ΕΟΚΕ συνιστά οι ρυθμιστικές αρχές, οι εποπτικές αρχές και οι συμμετέχοντες στην αγορά να παρακολουθούν πού κατανέμονται οι κίνδυνοι. Από το 2008-2009 έχει σημειωθεί σημαντική πρόοδος, ιδίως όσον αφορά την εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και, σε μικρότερο βαθμό, των μη τραπεζικών ενδιάμεσων χρηματοδοτικών οργανισμών (NFBI). Ωστόσο, εξακολουθούν να υπάρχουν συστημικά τρωτά σημεία. Ειδικότερα, πρέπει να αποφεύγεται η συσσώρευση κινδύνων που σχετίζονται με τιτλοποιήσεις σε λιγότερο αυστηρά εποπτευόμενους τομείς της αλυσίδας διαμεσολάβησης. Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει επίσης να συνεργάζονται στενότερα, για παράδειγμα με τη συλλογή και την ανταλλαγή σχετικών δεδομένων και εκτιμήσεων κινδύνου.

3.4. Η ΕΟΚΕ επαναλαμβάνει ότι οι προσπάθειες για την τόνωση της τιτλοποίησης στην ΕΕ θα πρέπει να επικεντρωθούν στην αποκόμιση αποδεδειγμένων οφελών από την άποψη της πρόσθετης χρηματοδότησης για την πραγματική οικονομία, ιδίως για τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Θα πρέπει να δοθεί ίση προσοχή στα μέτρα από την πλευρά της προσφοράς και από την πλευρά της ζήτησης, προκειμένου να αναπτυχθούν υγιείς και βιώσιμες αγορές. Κατά την εξέταση των κινήτρων για την προώθηση της τιτλοποίησης, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τόσο οι διαφορές στα προφίλ κινδύνου των δομημένων τίτλων όσο και οι υφιστάμενοι τίτλοι χρέους των κεφαλαιαγορών. Θα πρέπει να αξιολογηθούν προσεκτικά πιθανές αλληλεπικαλύψεις με καθιερωμένες και εύρυθμα λειτουργούσες αγορές που συμβάλλουν ήδη στη χρηματοδότηση της οικονομίας της ΕΕ, όπως τα καλυμμένα ομόλογα για ενυπόθηκο δανεισμό. Υπό την έννοια αυτή, η τιτλοποίηση θα πρέπει να διαδραματίζει συμπληρωματικό ρόλο παράλληλα με άλλους τίτλους χρέους των κεφαλαιαγορών, όπως τα καλυμμένα ομόλογα, παρέχοντας επιλογές αναχρηματοδότησης για ορισμένες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού, καθώς και ένα εργαλείο διαχείρισης κινδύνου.

3.5. Η ΕΟΚΕ συνιστά στα θεσμικά όργανα της ΕΕ να διενεργήσουν αξιολόγηση προς διερεύνηση δυνητικών βελτιώσεων όσον αφορά τις υποδομές της αγοράς, τη ρευστότητα, την αποτελεσματικότητα και τη διαφάνεια, προκειμένου τα μέσα τιτλοποίησης να καταστούν ελκυστικότερα για τους δυνητικούς θεσμικούς επενδυτές χωρίς να υπονομεύεται η χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Όλες οι μεταρρυθμίσεις θα πρέπει να αποσκοπούν στην αύξηση της πραγματικής χρηματοδότησης της οικονομίας με σκοπό την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης και της δημιουργίας θέσεων εργασίας, όπου αυτό είναι δυνατό. Η ΕΟΚΕ καλεί την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να διασφαλίσει ότι οι εν εξελίξει αξιολογήσεις της εφαρμογής του κανονιστικού πλαισίου για την τιτλοποίηση περιλαμβάνουν ανάλυση του αντικτύπου στη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας.

3.6. Όσον αφορά την προληπτική αντιμετώπιση, η ΕΟΚΕ σημειώνει ότι η προληπτική αντιμετώπιση των ανοιγμάτων τιτλοποίησης από τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες διέπεται σε μεγάλο βαθμό από διεθνή πρότυπα. Σημειώνει επίσης ότι το Συμβούλιο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας ξεκίνησε πρόσφατα διαβούλευση με τα ενδιαφερόμενα μέρη για την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας του εν λόγω κανονιστικού πλαισίου. Η ΕΟΚΕ είναι της άποψης ότι η ΕΕ θα πρέπει να συνεργαστεί στενά με τους διεθνείς εταίρους της στη συγκεκριμένη αξιολόγηση. Η ΕΟΚΕ σημειώνει επίσης ότι οι ευρωπαϊκές ασφαλιστικές εταιρείες συμμετέχουν μόνο περιθωριακά ως επενδυτές στην αγορά τιτλοποιήσεων. Η τάση αυτή θα μπορούσε εν μέρει να εξηγηθεί από τη βαθμονόμηση των κανονιστικών απαιτήσεων. Η ΕΟΚΕ τάσσεται επομένως υπέρ της επανεξέτασης από την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΙΟΡΑ), όπως προτάθηκε πρόσφατα από τον εκτελεστικό διευθυντή της ([16]).

3.7. Η ΕΟΚΕ έχει επίγνωση των περιορισμών όσον αφορά τις δυνατότητες της παραδοσιακής τιτλοποίησης να κινητοποιήσει πρόσθετη χρηματοδότηση για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Εγγενείς πρακτικοί περιορισμοί (όγκοι έκδοσης και διαθεσιμότητα και ανομοιογένεια των διαθέσιμων ασφαλειών) έχουν περιορίσει το μέγεθος και τη σημασία της εν λόγω αγοράς. Έχει αποδειχθεί ότι τα δάνεια προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις συνιστούν λιγότερο κατάλληλες ασφάλειες για τις οικονομικά σημαντικές εκδόσεις τίτλων προερχόμενων από τιτλοποιήσεις: η ασφάλεια είναι σπάνια και συχνά έχει ελάχιστη ή μηδενική εναλλακτική χρήση· η λήξη είναι μη τυποποιημένη και συχνά σύντομη· και οι όροι και οι προϋποθέσεις είναι εξειδικευμένοι. Η ΕΟΚΕ συνιστά να αξιολογηθεί ο λόγος για τον οποίο οι παραδοσιακές τιτλοποιήσεις παρουσίασαν ασθενή ανάκαμψη σε σύγκριση με τη σύνθετη τιτλοποίηση, καθώς και ο τρόπος περαιτέρω ανάπτυξης της αγοράς τίτλων προερχόμενων από τιτλοποιήσεις, ιδίως για μεγαλύτερα, διασυνοριακά χαρτοφυλάκια δανείων προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Η πρόοδος όσον αφορά την εναρμόνιση (παραδείγματος χάριν του δικαίου των συμβάσεων, της νομοθεσίας περί αφερεγγυότητας και της φορολογίας), θα ήταν προαπαιτούμενο για τη βελτίωση της δυνατότητας διασυνοριακής συγκέντρωσης και έκδοσης τέτοιων τίτλων.

([15]) Μεικτή Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών, *Joint committee Report on the Implementation and Functioning of the Securitisation Regulation* (Έκθεση της Μεικτής Επιτροπής σχετικά με την εφαρμογή και τη λειτουργία του κανονισμού για τις τιτλοποιήσεις) (άρθρο 44), 17 Μαΐου 2021.

([16]) Fausto Parente, Insurance Regulatory Framework for Securitisation (Ασφαλιστικό κανονιστικό πλαίσιο για τις τιτλοποιήσεις), Eurofi Magazine, Φεβρουάριος 2024.

4. **Ειδικές παρατηρήσεις**

4.1. Η ΕΟΚΕ είναι της άποψης ότι η αναζωογόνηση της αγοράς τιτλοποιήσεων θα μπορούσε να αποτελέσει έναν τρόπο διεύρυνσης των επενδυτικών ευκαιριών για τους επενδυτές και τόνωσης της δανειοδότησης προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις της Ευρώπης. Φρονεί επίσης ότι η «πράσινη τιτλοποίηση» ειδικότερα θα μπορούσε να διαδραματίσει θετικό ρόλο στη χρηματοδότηση της πράσινης μετάβασης, για παράδειγμα για την αναχρηματοδότηση δανείων για ανακαίνιση ακινήτων και για την αύξηση των επενδύσεων στην κινητικότητα και την ενέργεια. Το ισχύον πλαίσιο επιβάλλει περιορισμένη μόνο υποχρέωση στις μεταβιβάζουσες οντότητες συναλλαγών τιτλοποίησης να προβαίνουν σε γνωστοποιήσεις βιωσιμότητας. Η επέκταση των υφιστάμενων ΠΚΔ απαιτήσεων σε άλλες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού με αναλογικό τρόπο ή η θέσπιση ειδικού πλαισίου για την «πράσινη τιτλοποίηση» μπορούν να προσθέσουν αξία για τους επενδυτές οι οποίοι θα εκτιμούσαν την απόκτηση των εν λόγω πληροφοριών για τη μέτρηση του δικού τους μεριδίου ΠΚΔ επενδύσεων, για την εκτίμηση των ΠΚΔ κινδύνων, καθώς και ως εργαλείου σύγκρισης.

4.2. Η ΕΟΚΕ υποστηρίζει ότι οι μελλοντικές αναθεωρήσεις του κανονιστικού πλαισίου θα πρέπει να περιλαμβάνουν προσεκτικές εκτιμήσεις σχετικά με: α) το πρόβλημα του οργανισμού το οποίο είναι εγγενές στο μοντέλο «δημιουργίας και διανομής δανείων» ([17]) · και β) τους συστημικούς κινδύνους, όπως κινδύνους συγκέντρωσης. Οι εκτιμήσεις αυτές θα πρέπει να βασίζονται μόνο σε επαρκή εμπειρικά στοιχεία και να διεξάγονται σύμφωνα με τις συστάσεις των διεθνών φορέων καθορισμού προτύπων, με παράλληλη συνεκτίμηση των ευρωπαϊκών ιδιαιτεροτήτων.

4.3. Οι δομημένοι τίτλοι περιλαμβάνουν μεγάλα χαρτοφυλάκια στοιχείων ενεργητικού, γεγονός που καθιστά δύσκολη για τους επενδυτές τη λεπτομερή αξιολόγηση της ποιότητάς τους. Είναι εξαιρετικά δομημένοι («τμηματοποίηση»), δηλαδή βασίζονται στις παραδοχές της μεταβιβάζουσας οντότητας σχετικά με την ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού και τις ταμειακές ροές, εκφραζόμενες σε περίπλοκα μοντέλα «καταρράκτη». Οι επενδυτές πρέπει να επιδεικνύουν εκτεταμένη δέουσα επιμέλεια ή να βασίζονται σε αξιολογήσεις που παρέχουν οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας εξακολουθούν να πληρώνονται από τη μεταβιβάζουσα οντότητα. Οι συγκρούσεις συμφερόντων, οι οποίες ενδέχεται να προκύψουν ως αποτέλεσμα και οι οποίες ήταν ένας από τους κύριους παράγοντες που συνέβαλαν στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, προσδιορίστηκαν εκ νέου ως δυνητικός κίνδυνος από την ESMA στην πρόσφατη έκθεσή της σχετικά τα εγγυημένα δανειακά ομόλογα ([18]). Η ΕΟΚΕ συνιστά να ληφθούν υπόψη οι εκτιμήσεις αυτές, ιδίως κατά την αξιολόγηση της δυνατότητας και της σκοπιμότητας της εμπορικής προώθησης δομημένων τίτλων που προέρχονται από τιτλοποίηση/ενυπόθηκα δάνεια σε λιγότερο ειδικευμένους επενδυτές.

4.4. Η ΕΟΚΕ επισημαίνει ότι η απαίτηση να διατηρούν οι μεταβιβάζουσες ή οι ανάδοχες οντότητες μιας τιτλοποίησης σημαντικό οικονομικό συμφέρον στη συναλλαγή (διατήρηση κινδύνου) αποτελεί σημαντική διασφάλιση έναντι του «ηθικού κινδύνου». Η ΕΟΚΕ συμφωνεί με τη Μεικτή Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών ([19]) ότι οι υποχρεώσεις διατήρησης έχουν αποδειχθεί επιτυχείς και θα πρέπει να διατηρηθούν αμετάβλητες.

4.5. Η ΕΟΚΕ είναι της άποψης ότι η έκθεση της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (ΕΑΤ) του 2021 σχετικά με τη σημαντική μεταφορά κινδύνου (SRT) ([20]) συνέβαλε σημαντικά στην εναρμόνιση της εφαρμογής του πλαισίου κεφαλαιακής αρωγής από τις εποπτικές αρχές της ΕΕ ([21]). Η ΕΟΚΕ σημειώνει, ωστόσο, ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά θεωρούν υπερβολικά χρονοβόρα τα χρονικά πλαίσια για την αξιολόγηση και την αναγνώριση των συναλλαγών SRT. Επιπροσθέτως, οι δοκιμές SRT που ορίζονται στην έκθεση της ΕΑΤ μπορεί να είναι πολύπλοκες και μπορεί να καταστήσουν ορισμένες συναλλαγές ασύμφορες, ιδίως όταν η κεφαλαιακή αρωγή είναι ο πρωταρχικός στόχος της μεταβιβάζουσας τράπεζας. Η ΕΟΚΕ συμφωνεί ότι θα πρέπει να διερευνηθούν πιθανά μέτρα για τον περαιτέρω εξορθολογισμό της διαδικασίας έγκρισης SRT (ενδεχομένως με τη χρήση πιο τυποποιημένων υποδειγμάτων), προκειμένου να απλουστευθεί το έργο των εποπτικών αρχών και να καταστεί δυνατή η ταχύτερη έγκριση των απαιτήσεων SRT, ιδίως για απλούστερα προϊόντα.

([17]) Που αποτελεί το επίκεντρο πολλών διατάξεων του ισχύοντος νομικού πλαισίου, όπως η διατήρηση κινδύνου, τα πρότυπα χορήγησης πιστώσεων και ο χαρακτηρισμός STS.

([18]) ESMA, *EU CLO Credit Ratings – Risk of Conflicts of Interests Relating to Methodology Changes* (Αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας για CLO της ΕΕ – Κίνδυνος σύγκρουσης συμφερόντων σχετικά με τις αλλαγές της μεθοδολογίας), τελική έκθεση, 21 Σεπτεμβρίου 2023.

([19]) Μεικτή Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών, *Joint Committee Report on the Implementation and Functioning of the Securitisation Regulation* (Έκθεση της Μεικτής Επιτροπής σχετικά με την εφαρμογή και τη λειτουργία του κανονισμού για τις τιτλοποιήσεις) (άρθρο 44), 17 Μαΐου 2021.

([20]) ΕΑΤ, *Report on Significant Risk Transfers in Securitisations under Articles 244(6) and 245(6) of the Capital Requirements Regulation* (Έκθεση σχετικά με τις σημαντικές μεταφορές κινδύνου στις τιτλοποιήσεις βάσει των άρθρων 244 παράγραφος 6 και 245 παράγραφος 6 του κανονισμού για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις), 23 Νοεμβρίου 2020.

([21]) Gonzalez, F. και Morar Triandafil, C., «The European Significant Risk Transfer Securitisation Market, Ευρωπαϊκή επιτροπή συστημικών κινδύνων (ΕΣΣΚ)» (Η ευρωπαϊκή αγορά τιτλοποιήσεων με σημαντική μεταφορά κινδύνου), *σειρά Occasional Papers αριθ. 23*, ΕΣΣΚ, σ. 35.

4.6. Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη που δημοσίευσε η ευρωπαϊκή επιτροπή συστημικών κινδύνων (ΕΣΣΚ) ([22]), η πλειονότητα των συναλλαγών SRT πραγματοποιείται με τη χρήση σύνθετων τιτλοποιήσεων με περιορισμένο αριθμό αντισυμβαλλομένων (συνήθως επαγγελματίες διαχειριστές πιστωτικού κινδύνου). Στη μελέτη της ΕΣΣΚ επισημαίνεται ότι μια σημαντική κάμψη του πιστωτικού κύκλου θα μπορούσε να αποκαλύψει την υπερβολική ανάληψη κινδύνων από επενδυτές που συμμετέχουν στην αγορά SRT. Η ΕΟΚΕ υποστηρίζει την πρόταση των συντακτών να διενεργηθούν περαιτέρω αναλύσεις σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο η μετάδοση κινδύνων SRT επηρεάζει το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, καθώς και με τον τρόπο με τον οποίο μετατοπίζει τους κινδύνους σε άλλους τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος ([23]).

Βρυξέλλες, 4 Δεκεμβρίου 2024.

Ο Πρόεδρος
της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής
Oliver RÖPKE

([22]) Gonzalez, F. και Morar Triandafil, C., «The European Significant Risk Transfer Securitisation Market» (Η ευρωπαϊκή αγορά τιτλοποιήσεων με σημαντική μεταφορά κινδύνου), *σειρά Occasional Papers αριθ. 23*, ΕΣΣΚ, σ. 35.

([23]) Aliaj, O., Gara, A. και Platt, E., «Blackstone Snaps Up "Circular" Private Equity Credit Risk», Financial Times, 3 Ιουλίου 2024.