C/2025/763

11.2.2025

Parecer do Comité Económico e Social Europeu

Revisão do quadro jurídico que rege a titularização na UE

(parecer de iniciativa)

(C/2025/763)

Relator: **Philip VON BROCKDORFF**

Correlator: **Antonio GARCÍA DEL RIEGO**

Conselheiros	Christian M. STIEFMUELLER (do relator) Sebastien DE BROUWER (do correlator)
Decisão da Plenária	18.1.2024
Base jurídica	Artigo 52.º, n.º 2, do Regimento
Competência	Secção da União Económica e Monetária e Coesão Económica e Social
Adoção em secção	6.11.2024
Adoção em plenária	4.12.2024
Reunião plenária n.º	592
Resultado da votação (votos a favor/votos contra/ abstenções)	145/0/3

1. Conclusões e recomendações

1.1. O Comité Económico e Social Europeu (CESE) considera que a melhoria do funcionamento do mercado de titularização poderia alargar as oportunidades de investimento para os investidores e reforçar o acesso das famílias e das empresas ao crédito. A titularização poderia contribuir para o progresso da União dos Mercados de Capitais (UMC), cultivando fontes de liquidez profundas, melhorando o acesso direto e indireto aos mercados e continuando a eliminar os obstáculos ao fluxo transfronteiras de capitais.

1.2. Os esforços para estimular a titularização na UE devem centrar-se na produção de benefícios demonstráveis que se traduzam em financiamento adicional para a economia real, em particular para as famílias e as empresas. A titularização deve desempenhar um papel complementar ao de outros instrumentos de dívida do mercado de capitais, como as obrigações cobertas, proporcionando opções de refinanciamento para determinadas categorias de ativos e constituindo também um instrumento de gestão dos riscos. A titularização poderia também ser utilizada para libertar capital bancário para a concessão de novos empréstimos à economia real ou distribuições aos investidores.

1.3. O CESE entende que a titularização foi identificada como uma fonte potencial de financiamento adicional capaz de satisfazer as necessidades consideráveis de investimento da transição ecológica. O alargamento dos atuais requisitos de comunicação de informações em matéria de sustentabilidade (por exemplo, a outras categorias de ativos) ou a introdução de um quadro específico para a «titularização ecológica» podem ser fontes de valor acrescentado para os investidores que pretendam dispor dessas informações para aferir a sua própria quota de investimentos no domínio ambiental, social e de governação (ASG), a fim de avaliar os riscos ASG e ainda como instrumento de comparação.

1.4. A titularização tradicional, em particular, tem potencial para mobilizar financiamento adicional nos mercados de capitais. O CESE recomenda que se avalie por que razão as titularizações tradicionais têm uma recuperação comparativamente fraca no mercado e se explorem as possibilidades de continuar a desenvolver o mercado dos títulos garantidos por ativos para determinadas categorias de ativos. Os progressos em matéria de harmonização (por exemplo, da legislação em matéria de contratos e insolvência e da fiscalidade) seriam importantes para melhorar os cabazes e a emissão transfronteiriços desses valores mobiliários.

1.5. Recomenda-se uma avaliação do mercado de titularização, nomeadamente no que diz respeito às infraestruturas de mercado, à liquidez, à eficiência e à transparência, a fim de tornar estes instrumentos mais atrativos sem comprometer a estabilidade financeira. Deveriam explorar-se também novas adaptações do quadro regulamentar no que diz respeito aos requisitos em matéria de comunicação de informações e de dever de diligência, bem como esforços para simplificar os modelos de divulgação da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA).

1.6. O CESE observa que o tratamento prudencial das posições em risco titularizadas por parte dos bancos e das companhias de seguros é, em grande medida, regido por normas internacionais. Observa igualmente que o Conselho de Estabilidade Financeira (CEF) lançou recentemente uma consulta com as partes interessadas para avaliar a eficácia deste quadro regulamentar. O CESE entende que a UE deve cooperar estreitamente com os seus parceiros internacionais nesta avaliação.

1.7. O CESE observa que poderia ser útil simplificar ainda mais o processo, sempre que possível, por exemplo reduzindo os prazos e continuando a normalizar e harmonizar os requisitos para o reconhecimento das transferências significativas de risco. No entanto, as autoridades devem continuar a acompanhar atentamente a distribuição destes riscos, a fim de evitar uma concentração de riscos sistémicos, tanto no setor bancário como nos intermediários financeiros não bancários.

1.8. O CESE recomenda que as instituições da UE realizem avaliações para explorar possíveis melhorias em matéria de infraestruturas de mercado, liquidez, eficiência e transparência, a fim de tornar os instrumentos de titularização mais atrativos para os potenciais investidores institucionais, sem comprometer a estabilidade financeira. Todas as reformas devem ter por objetivo aumentar o financiamento real da economia, com vista a promover, na medida do possível, o crescimento económico e a criação de emprego. O CESE insta a Comissão a assegurar que as avaliações em curso da aplicação do quadro regulamentar em matéria de titularização incluam uma análise do impacto no financiamento da economia real.

2. **Contexto**

2.1. A titularização contribui para a afetação indireta de capital às empresas e às famílias, sobretudo permitindo que os bancos transfiram determinadas exposições ao risco de crédito para os investidores. A titularização inclui dois instrumentos distintos: a titularização tradicional («em numerário» ou «venda ou cessão efetiva e incondicional de propriedade») e a titularização sintética. A principal diferença técnica reside no facto de, na titularização tradicional, os ativos reais serem vendidos aos investidores, ao passo que, na titularização sintética, o banco retém os ativos, mas transfere o risco para os investidores institucionais através de garantias financeiras e derivados de crédito.

2.2. O Conselho Europeu ([1]), os relatórios Letta ([2]) e Draghi ([3]) e a ESMA ([4]) salientaram a necessidade de relançar o mercado de titularização, quer para aumentar a competitividade da UE, quer para desenvolver os mercados de capitais da União e aumentar a capacidade de financiamento bancário. O presente parecer visa promover uma revisão do quadro jurídico para a titularização na UE de uma forma que melhore a competitividade da economia da UE e as condições de trabalho no mercado de trabalho europeu, preservando a estabilidade financeira.

2.3. Em 2022, o total de novas emissões de titularizações na UE ascendeu a 135 mil milhões de euros e o valor nominal total das titularizações pendentes foi estimado em 930 mil milhões de euros ([5]). Em ambos os casos, o mercado continua significativamente abaixo do pico de 2008. O Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão ([6]) observou que a introdução do Regulamento Titularização e do quadro prudencial em 2019 resultou num mercado de menor dimensão, mas de melhor qualidade, e que os níveis anteriores à crise não deveriam ser considerados como um parâmetro de referência. No

([1]) Conselho Europeu, Reunião extraordinária do Conselho Europeu – Conclusões, 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, setembro de 2024.
([4]) ESMA, «Building More Effective and Attractive Capital Markets in the EU», documento de posição, 22 de maio de 2024.
([5]) ESMA, «The EU Securitisation Market – An Overview», 21 de setembro de 2023.
([6]) Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão, «Joint Committee Advice on the Review of the Securitisation Prudential Framework», 12 de dezembro de 2022.

entanto, observou que o mercado pós-crise tinha ficado aquém do objetivo de gerar 100 a 150 mil milhões de euros de financiamento adicional. A titularização tradicional, em particular, tem sido mais moderada do que a titularização sintética, que registou um forte crescimento nos últimos anos após a inclusão das operações sintéticas no quadro de titularização simples, transparente e padronizada (STS) em abril de 2021 ([7]).

2.4. Os dados disponíveis da ESMA ([8]) e da Associação dos Mercados Financeiros na Europa (AFME) ([9]) indicam que os mercados de titularização na UE são heterogéneos e fragmentados em função das fronteiras nacionais, com 80 % das emissões de titularizações concentradas em quatro Estados-Membros ([10]). A fragmentação do mercado reduz o potencial dos cedentes e dos emitentes para alcançar economias de escala e limita a liquidez do mercado para os investidores. No caso das titularizações tradicionais, os cabazes de ativos tendem a concentrar-se num único país e as categorias de ativos titularizados diferem de país para país. Estas diferenças são atribuíveis a uma variedade de fatores, nomeadamente as especificidades das economias nacionais e dos mercados de capitais, as diferenças nos regimes de tributação, de direito das sociedades e em matéria de insolvência, bem como a disponibilidade de instrumentos de financiamento alternativos, como as obrigações cobertas. Até à data, o contributo da titularização para o acesso a fontes de capital adicionais é moderado: ao contrário de outros mercados, os próprios bancos da UE continuam a ser, de longe, os maiores detentores de titularizações, sendo a maior parte do volume emitido em 2023 retido pelos emitentes, sobretudo para utilização como garantia em operações do banco central ([11]).

2.5. Em muitos Estados-Membros da UE, os empréstimos garantidos são refinanciados através de instrumentos alternativos, sobretudo obrigações cobertas. No final de 2022, os três maiores emitentes mundiais de obrigações cobertas eram a Alemanha, a Dinamarca e a França ([12]). Em comparação, nos Estados Unidos, as obrigações cobertas não desempenham um papel significativo, nomeadamente devido ao papel da titularização apoiada por agências nos créditos hipotecários para habitação. A titularização e as obrigações cobertas partilham estruturas semelhantes, mas também diferem em vários aspetos, tais como o perfil de risco e a utilização. As diferenças no perfil de risco refletem-se igualmente no seu tratamento prudencial. No entanto, o CESE observa que as obrigações cobertas não permitem que os bancos libertem capital, por exemplo para efetuar novos empréstimos ou distribuições aos investidores, uma vez que o risco de crédito dos empréstimos cobertos permanece no balanço do banco emitente.

2.6. O mercado norte-americano das titularizações continua a ser substancialmente maior do que o da UE. Esta diferença deve-se principalmente a especificidades estruturais, por exemplo a disponibilidade de instrumentos de financiamento alternativos, como as obrigações cobertas na Europa, e a presença de agências de financiamento hipotecário patrocinadas pelo governo nos Estados Unidos, que estão por detrás da grande maioria (80 %) dos títulos garantidos por hipotecas ([13]). Excluindo a emissão apoiada por agências, o montante total da titularização pendente nos EUA ascende a cerca de 8 % de todo o crédito do setor privado, em comparação com cerca de 5 % no Reino Unido, cerca de 4 % na UE e cerca de 3 % no Japão ([14]).

3. **Observações na generalidade**

3.1. O CESE considera que a titularização pode contribuir de maneira positiva para completar a UMC. A titularização pode servir de instrumento para ligar os mercados de capitais ao financiamento das empresas através de instrumentos de dívida e, em determinados mercados, alargar o acesso ao crédito para as famílias, mas não pode substituir o desenvolvimento de mercados europeus de títulos de dívida e de títulos de capital de empresas mais aprofundados e mais integrados, que depende da realização de múltiplos objetivos a longo prazo (por exemplo, a promoção de uma cultura de capitais próprios, a integração dos mercados e infraestruturas de valores mobiliários e a harmonização da legislação fiscal e relativa às sociedades). Além disso, o cultivo de fontes de liquidez profundas, a melhoria do acesso direto e indireto dos investidores aos mercados e a continuação da eliminação dos obstáculos ao fluxo transfronteiras de capitais são instrumentos muito pertinentes para fazer avançar a UMC.

3.2. Embora seja amplamente consensual que as reformas pós-crise do quadro prudencial para os bancos se justificaram e foram necessárias para fazer face aos riscos sistémicos, o CESE observa, porém, que é oportuno proceder a uma avaliação da eficácia do quadro jurídico em vigor. O CESE observa igualmente que as normas internacionais nesta matéria estão atualmente a ser objeto de uma avaliação pelo CEF. O CESE considera que o recalibramento dos requisitos prudenciais não

([7]) ESMA, «The EU Securitisation Market – An Overview», 21 de setembro de 2023.
([8]) ESMA, «The EU Securitisation Market – An Overview», p. 9.
([9]) AFME, «Securitisation Report: Q4 2022 and 2022 FY», 14 de março de 2023.
([10]) ESMA, «The EU Securitisation Market – An Overview», 21 de setembro de 2023.
([11]) ESMA, «The EU Securitisation Market – An Overview», 21 de setembro de 2023; CERS, «Monitoring Systemic Risks in the EU Securitisation Market», julho de 2022.
([12]) Conselho Europeu de Obrigações Cobertas (ECBC), *European Covered Bond Factbook 2023*, setembro de 2023.
([13]) Levitin, A. J., «Report on the Institutional and Regulatory Differences between the American and European Securitization Markets», documento de trabalho do Conselho Alemão de Peritos Económicos n.º 3/2023, novembro de 2023.
([14]) CEF, «Evaluation on Effects of G20 Reforms on Securitisation», Relatório de consulta, 2 de julho de 2024.

garantiria, por si só, o relançamento do mercado de titularização ([15]) e recomenda que qualquer recalibramento do tratamento prudencial da titularização se baseie na avaliação de peritos nomeados pelas instituições competentes e vincule de forma efetiva os requisitos de capital ao risco real. Além disso, deveriam explorar-se outros ajustamentos ao quadro regulamentar, como a simplificação da comunicação de informações, da divulgação de informações e dos requisitos em matéria de dever de diligência, incluindo os modelos de divulgação da ESMA, desde que as salvaguardas acima referidas sejam respeitadas.

3.3. O CESE recomenda que as entidades reguladoras, as autoridades de supervisão e os participantes no mercado acompanhem as áreas por onde são distribuídos os riscos. Registaram-se progressos significativos desde 2008-2009, sobretudo no que diz respeito à supervisão das agências de notação e, em menor grau, aos intermediários financeiros não bancários. No entanto, continuam a existir vulnerabilidades sistémicas. Concretamente, há que evitar a acumulação de riscos relacionados com a titularização em áreas da cadeia de intermediação que sejam supervisionadas de forma menos rigorosa. As autoridades de supervisão devem também cooperar mais estreitamente, por exemplo através da recolha e do intercâmbio de dados pertinentes e de avaliações de risco.

3.4. O CESE reitera que os esforços para estimular a titularização na UE devem centrar-se na produção de benefícios demonstráveis sob a forma de financiamento adicional para a economia real, em particular para as famílias e as empresas. Importa atribuir igual atenção às medidas do lado da oferta e da procura, a fim de desenvolver mercados saudáveis e sustentáveis. Ao ponderar os incentivos à promoção da titularização, há que ter em conta tanto as diferenças nos perfis de risco dos títulos estruturados como os instrumentos de dívida do mercado de capitais existentes. Devem ser cuidadosamente avaliadas eventuais sobreposições com mercados estabelecidos que funcionem bem e que já contribuam para o financiamento da economia da UE, como as obrigações cobertas para empréstimos hipotecários. Neste sentido, a titularização deve desempenhar um papel complementar ao de outros instrumentos de dívida do mercado de capitais, como as obrigações cobertas, proporcionando opções de refinanciamento para determinadas categorias de ativos e constituindo também um instrumento de gestão dos riscos.

3.5. O CESE recomenda que as instituições da UE realizem uma avaliação para explorar possíveis melhorias em matéria de infraestruturas de mercado, liquidez, eficiência e transparência, a fim de tornar estes instrumentos de titularização mais atrativos para os potenciais investidores institucionais, sem comprometer a estabilidade financeira. Todas as reformas devem ter por objetivo aumentar o financiamento real da economia, com vista a promover, na medida do possível, o crescimento económico e a criação de emprego. O CESE insta a Comissão a assegurar que as avaliações em curso da aplicação do quadro regulamentar em matéria de titularização incluam uma análise do impacto no financiamento da economia real.

3.6. No que diz respeito ao tratamento prudencial, o CESE observa que o tratamento prudencial das exposições ao risco titularizadas por parte dos bancos e das companhias de seguros é, em grande medida, regido por normas internacionais. Observa igualmente que o CEF lançou recentemente uma consulta com as partes interessadas para avaliar a eficácia deste quadro regulamentar. O CESE entende que a UE deve cooperar estreitamente com os seus parceiros internacionais nesta avaliação. O CESE observa igualmente que as seguradoras europeias participam pouco como investidoras no mercado de titularização. A calibração dos requisitos regulamentares pode explicar, em parte, esta tendência. O CESE acolheria, pois, favoravelmente uma revisão pela Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA), como proposto recentemente pelo seu presidente ([16]).

3.7. O CESE está ciente das limitações relativas ao potencial da titularização tradicional para mobilizar financiamento adicional para as PME. Os condicionalismos de ordem prática intrínsecos (volumes de emissão e disponibilidade e heterogeneidade das garantias disponíveis) têm limitado a dimensão e a relevância desse mercado. Os empréstimos às PME provaram ser garantias menos adequadas para emissões economicamente significativas de títulos garantidos por ativos: as garantias são escassas e, muitas vezes, têm pouca ou nenhuma utilização alternativa, os prazos de vencimento não são normalizados e são amiúde curtos e as condições são definidas por medida. O CESE recomenda que se avalie por que razão as titularizações tradicionais registaram uma recuperação fraca em comparação com a titularização sintética e se explorem formas de continuar a desenvolver o mercado dos títulos garantidos por ativos, sobretudo para grandes carteiras de empréstimos transfronteiras às PME. Os progressos em matéria de harmonização, por exemplo, da legislação em matéria de contratos e insolvência e da fiscalidade, seriam imprescindíveis para melhorar a viabilidade dos cabazes e emissões transfronteiriços desses valores mobiliários.

([15]) Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão, «Joint Committee Report on the Implementation and Functioning of the Securitisation Regulation (Article 44)», 17 de maio de 2021.

([16]) Fausto Parente, «Insurance Regulatory Framework for Securitisation», *Eurofi Magazine*, fevereiro de 2024.

4. **Observações na especialidade**

4.1. O CESE considera que o relançamento do mercado de titularização poderá ser uma forma de alargar as oportunidades de investimento para os investidores e de estimular a concessão de crédito às famílias e às empresas da Europa. Considera igualmente que a «titularização ecológica», em particular, poderia desempenhar um papel positivo no financiamento da transição ecológica, por exemplo para refinanciar empréstimos para a renovação de imóveis e aumentar o investimento na mobilidade e na energia. O quadro atual impõe aos cedentes de operações de titularização apenas uma obrigação limitada de divulgação de informações sobre sustentabilidade. O alargamento dos atuais requisitos de divulgação ASG a outras categorias de ativos de forma proporcionada ou a introdução de um quadro específico para a «titularização ecológica» podem ser fontes de valor acrescentado para os investidores que gostariam de dispor dessas informações para aferir a sua própria quota de investimentos ASG, a fim de avaliar os riscos ASG e ainda como instrumento de comparação.

4.2. O CESE defende que as futuras revisões do quadro regulamentar devem ponderar cuidadosamente: a) o problema de agência inerente ao modelo de «criação e cessão» ([17]); e b) os riscos sistémicos, por exemplo, riscos de concentração. Estas considerações devem basear-se apenas em dados empíricos e estar em conformidade com as recomendações dos organismos internacionais de normalização, abordando também as especificidades europeias.

4.3. Os valores mobiliários estruturados incluem grandes carteiras de ativos, dificultando a avaliação detalhada da sua qualidade pelos investidores. São altamente estruturados («divisão em tranches»), isto é, baseiam-se nos pressupostos do cedente sobre a qualidade dos ativos e o fluxo de caixa, expressos em complexos modelos «em cascata». Os investidores veem-se obrigados a exercer um extenso dever de diligência ou a basear-se nas notações fornecidas por agências de notação. Estas continuam a ser pagas pelo cedente. Os conflitos de interesses que podem surgir neste contexto, e que foram um dos principais fatores que contribuíram para a crise financeira mundial, foram novamente identificados como um potencial risco pela ESMA no seu recente relatório sobre a emissão de obrigações garantidas por empréstimos ([18]). O CESE recomenda que se tenham em conta estes aspetos, nomeadamente ao avaliar a viabilidade e o interesse em comercializar valores mobiliários estruturados garantidos por ativos/por créditos hipotecários junto de investidores menos sofisticados.

4.4. O CESE observa que o requisito de os cedentes ou os patrocinadores de uma titularização conservarem um interesse económico substancial na operação (conservação do risco) representa uma proteção importante contra o «risco moral». O CESE concorda com o Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão ([19]) quanto ao facto de as obrigações de conservação se terem revelado bem-sucedidas, não devendo ser alteradas.

4.5. O CESE entende que o relatório de 2021 da Autoridade Bancária Europeia (EBA) sobre a transferência significativa de risco ([20]) contribuiu de forma substantiva para harmonizar a aplicação do quadro de redução das necessidades de fundos próprios pelas autoridades de supervisão da UE ([21]). O CESE observa, no entanto, que os participantes no mercado consideram que os prazos para avaliar e reconhecer as operações de transferência significativa de risco são demasiado longos. Além disso, os testes à transferência significativa de risco descritos no relatório da EBA podem ser complexos e tornar algumas operações pouco económicas, sobretudo quando a redução das necessidades de fundos próprios é o objetivo principal do banco de origem. O CESE concorda que devem ser exploradas possíveis medidas para agilizar ainda mais o processo de aprovação de transferências significativas de risco (possivelmente utilizando modelos mais normalizados) para simplificar o trabalho das autoridades de supervisão e permitir uma aprovação mais rápida dos requisitos em matéria de transferência significativa de risco, sobretudo para produtos mais simples.

([17]) Que estão no cerne de muitas disposições do atual quadro jurídico, tais como a conservação do risco, as normas de concessão de crédito e o rótulo STS.

([18]) ESMA, «EU CLO Credit Ratings – Risk of Conflicts of Interests Relating to Methodology Changes», relatório final, 21 de setembro de 2023.

([19]) Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão, «Joint Committee Report on the Implementation and Functioning of the Securitisation Regulation (Article 44)», 17 de maio de 2021.

([20]) EBA, «Report on Significant Risk Transfers in Securitisations under Articles 244(6) and 245(6) of the Capital Requirements Regulation», 23 de novembro de 2020.

([21]) Gonzalez, F., e Morar Triandafil, C., «The European Significant Risk Transfer Securitisation Market», *Occasional Paper Series No. 23*, CERS, p. 35.

4.6. Segundo um estudo recente publicado pelo Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) ([22]), a maior parte das operações de transferência significativa de risco são realizadas utilizando titularizações sintéticas, com uma reserva limitada de contrapartes (geralmente gestores profissionais de risco de crédito). O estudo do CERS salienta que uma contração significativa no ciclo de crédito poderia revelar uma assunção excessiva de riscos por parte dos investidores que participam no mercado das transferências significativas de riscos. O CESE apoia a proposta dos autores de analisar melhor a forma como a transmissão do risco associado às transferências significativas de risco afeta o sistema bancário europeu e como transfere os riscos para outras áreas do sistema financeiro ([23]).

Bruxelas, 4 de dezembro de 2024.

O Presidente
do Comité Económico e Social Europeu
Oliver RÖPKE

([22]) Gonzalez, F., e Morar Triandafil, C., «The European Significant Risk Transfer Securitisation Market», *Occasional Paper Series No. 23*, CERS, p. 35.

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