

# “Transformación en el mercado de la titulización; de la dominancia hipotecaria a nuevas estructuras financieras”

## ÍNDICE

### 1. Introducción

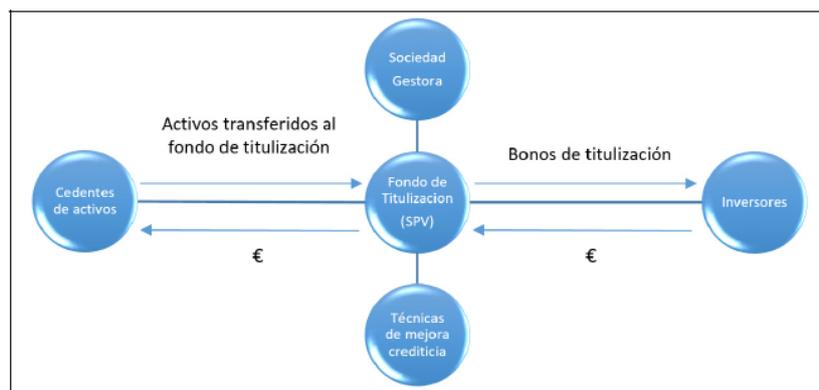
#### 1.1. Objetivo del Trabajo

#### 1.2. Justificación del Tema

### 2. Concepto y tipología de la titulización de activos

#### 2.1. La titulización de activos

La titulización es un proceso financiero que consiste en transformar cualquier activo susceptible de generar una corriente de ingresos en títulos o valores negociables. De este modo, se convierte un activo habitualmente ilíquido en otro que puede ser transmitido, cedido o vendido entre inversores financieros.<sup>1</sup> Así, la titulización es un método tanto de financiación como de inversión financiera que da pie a que un activo que genera una serie de rentas pase a convertirse en uno o varios valores negociables homogéneos susceptibles de intercambiarse en mercados organizados.



Fuente: Blanco, S. (2024). La titulización verde se abre camino en España. *Anuario Jurídico y Económico Escurialdense*, 411-416.

<sup>1</sup> Maza L. A. y García-Vaquero V., “La titulización de activos en España: evolución reciente y aspectos para su desarrollo futuro”, *Boletín Económico*, Banco de España, febrero 2003.

## 2.2. Ventajas y riesgos de la titulización

El proceso de titulización lleva consigo tanto ventajas como inconvenientes. En primer lugar, entre sus ventajas encontramos; desde la perspectiva del emisor, reduce su coste de financiación al convertir productos ilíquidos en otros líquidos y, además, diversifica sus fuentes ajenas de financiación. Desde la perspectiva del inversor, obtiene una nueva combinación de rentabilidad-riesgo. Las entidades financieras originadoras también se benefician al contar con más herramientas para enfrentarse de forma más eficiente a los riesgos de su balance. Estas consiguen distribuir sus riesgos hacia otros agentes sin perder su relación con los clientes. Así, mantienen sus comisiones de administración y gestión de los activos titulizados.

Por otro lado, en cuanto a sus inconvenientes, hay determinadas posiciones que toman los inversores que están muy expuestas a riesgos de varios tipos; regionales, empresariales o sectoriales, así pueden surgir problemas para su solvencia. Además, los instrumentos de titulización cuentan con una estructura financiera compleja que hace difícil cuantificar el riesgo que conllevan, lo cual pone a los inversores con escaso conocimiento financiero, en una situación de exposición posiblemente superior a la que deseaban. Finalmente, tanto el mercado como los organismos supervisores suelen contar con poca información acerca de quién adquiere estos instrumentos. En consecuencia, es difícil valorar los efectos de ciertos acontecimientos como quiebras empresariales o el deterioro de variables macroeconómicas al no ser posible saber qué agentes están asumiendo el riesgo ante estos hechos.<sup>2</sup>

## 2.3. Tipos de activos titulizados

En función del tipo de activo se puede hablar de titulización hipotecaria (*Mortgage-Backed Securities o MBS*), si el instrumento objeto de titulización es un crédito o un préstamo sujeto a garantía hipotecaria, o de titulización de activos (*Asset-Backed Securities o ABS*), si se trata de otros flujos futuros de ingresos. A su vez, se podrá hablar de titulización “dentro de balance” si la entidad cedente no traspasa el riesgo de crédito del instrumento titulado o de titulización “fuera de balance” si en el proceso interviene una institución independiente conocida como fondo de titulización, el cual adquirirá los activos subyacentes a la entidad cedente y emitirá valores negociables conocidos como bonos de titulización. De esta manera, la entidad cedente sí traspasa el riesgo de impago del activo al tenedor del bono ya que dicho activo ha dejado de

---

<sup>2</sup> Losada López, R. & Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2006). Estructuras de titulización; características e implicaciones para el sistema financiero.

estar en su balance. Dichos bonos son, generalmente, valores de renta fija homogéneos, estandarizados y susceptibles de ser negociados en los mercados de valores organizados.<sup>3</sup>

La titulización de activos es un vehículo estructurado que puede constituirse mediante dos métodos. El primero de ellos, es el utilizado en España, y consiste en crear un vehículo denominado fondo de titulización que carece de personalidad jurídica. De esta manera, el fondo está gestionado por una sociedad gestora a través de la cual invierten en varios tipos de activos mientras emiten valores que habitualmente son bonos. La existencia del fondo como vehículo intermedio entre quienes poseen los activos y los inversores finales es lo que diferencia la titulización de activos de otras maneras de emitir títulos respaldados por activos. En estas últimas entrarían las cédulas hipotecarias y los bonos hipotecarios que mencionábamos, así como otras formas de titulización “dentro de balance” El segundo de los métodos consiste en la constitución de un Special Purpose Vehicle (*SPV*), pero este no se pone en práctica en nuestro país, a pesar de ser la alternativa usada en toda la Unión Europea.

Nos centraremos, por tanto, en la creación de fondos de titulización. Los títulos que emite el fondo tienden a ser colocados por bancos de inversión, quienes también suelen encargarse de asegurarlos. Además, dichos títulos pueden ser de diversos tipos y, por ello, se dividen en títulos con calificaciones crediticias diferentes y títulos sin calificación. Cada clase tiene un nivel de riesgo y de rentabilidad distinto dependiendo de los componentes del activo del fondo. Así, los bonos senior son aquellos calificados por encima de la media de las calificaciones de los componentes del activo del fondo y los bonos junior son los calificados por debajo de ella. Por otro lado, los títulos sin calificación se conocen como “tramo equity o de primera pérdida” al estar subordinados al resto de bonos emitidos por el fondo de titulización.

Los ingresos que recaude el fondo de titulización por los títulos emitidos se destinan a la compra de los activos a la entidad que entrega los componentes del activo del fondo, conocida como el cedente. Estos activos tienen riesgo de crédito de forma que si alguno de ellos quiebra, esta pérdida empieza cubriéndose reduciendo la cantidad que correspondería percibir a los poseedores de títulos del “tramo equity o de primera pérdida” Posteriormente, si la pérdida no pudiera cubrirse con ese número de títulos, también dejarían de percibir los flujos de caja de los activos del fondo los poseedores de los bonos empezando por los “bonos junior” hasta que se consiga asumir toda la pérdida producida. Este orden de prelación facilita a los emisores de

---

<sup>3</sup> Maza y García-Vaquero, *Op. cit.*, p.54

titulización el diseño del pasivo del fondo para acercarlo a la exigencia de riesgo-rentabilidad de un grupo grande de inversores mientras se consigue llamar a otros inversores con perfiles diferentes.<sup>4</sup>

### **3. Marco jurídico de la titulización en España**

La regulación de la titulización en España se remonta a la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario. Esta Ley habilitaba la emisión de cédulas, bonos y participaciones hipotecarias. Así, se practicaba la titulización dentro de balance puesto que los préstamos que respaldaban dichas emisiones no desaparecían del balance del prestamista y este, por tanto, asumía el riesgo de insolvencia de los prestatarios. Posteriormente, se creó el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, de regulación de determinados aspectos del mercado hipotecario, el cual fue reformulado más tarde mediante el Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto, que dio origen a la titulización fuera de balance y permitía, por tanto, intervenir a terceros sobre todo o parte de un grupo de créditos hipotecarios. Además, los emisores podían eliminar de su balance los créditos participados si cumplían con ciertos requisitos.

La mencionada Ley fue sustituida en 1992, cuando se regularizó formalmente la titulización fuera de balance que, en su origen comprendía únicamente la hipotecaria. Esto tuvo lugar con la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria. En los años posteriores, tuvieron lugar dos reformas legislativas mediante las cuales se extendió el régimen previsto en esta última ley citada de 1992 con la incorporación de otros préstamos y derechos de crédito (de operaciones de leasing y de actividades de pequeñas y medianas empresas) En concreto, esto tuvo lugar a través de la promulgación del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo y mediante la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria. Más adelante, esta ampliación continuó y se abrió paso a la titulización de todo tipo de activos, llegando con ello unos fondos nuevos denominados Fondos de Titulización de Activos (*FTA*). Para asegurar una correcta regulación de estos, se dictó el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización. Este Real Decreto

---

<sup>4</sup> Losada López, R. & Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Ibid.* pp.13-14

permitió el uso de los fondos de titulización como instrumento de financiación para todo tipo de activos y no solo para los créditos hipotecarios como ocurría hasta ese momento.<sup>5</sup>

La Ley de 1992 mencionada anteriormente fue modificada por la Ley 5/2009, de 29 de junio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito y el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, para la reforma del régimen de participaciones significativas en empresas de servicios de inversión, en entidades de crédito y en entidades aseguradoras. Más tarde, llegó la Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia.

#### **4. Evolución de la titulización de activos en España**

##### **4.1. Primera etapa: Predominio de la titulización hipotecaria**

La titulización en España surgió en 1981 con la emisión de bonos, cédulas hipotecarias o participaciones hipotecarias que permitían movilizar los créditos hipotecarios. Las dos primeras emisiones se engloban en la modalidad “dentro de balance”, pero con las participaciones hipotecarias se dio comienzo a la titulización “fuera de balance” en nuestro país.

Por otro lado, como decíamos, la titulización fuera de balance tiene su origen en 1992, pero su verdadero desarrollo se da en 1998. Es ese mismo año cuando desciende ligeramente el número de emisiones de deuda pública y se produce el avance de la inversión colectiva en nuestro en España.

El año 2000 supuso el despegue de la titulización de activos no hipotecarios. A partir de 2001 se produce la consolidación de la titulización. De hecho, en 2002, de acuerdo con la CNMV, el volumen de emisiones brutas de los fondos de titulización superaba el 60% del mercado español de renta fija privada.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Maza L. A. y García-Vaquero V, *Op cit.*, pp.55-56

<sup>6</sup> Maza L. A. y García-Vaquero V, *Op. cit.*, pp.55-57

## 4.2. Impacto de la crisis financiera de 2008

### 4.3. Segunda etapa: Expansión hacia otros activos ilíquidos

#### 4.3.1. Créditos al consumo

#### **4.3.2. Préstamos a PYMEs**

En este sentido, la definición que se toma para el término PYME es la determinada por la Comisión Europea; “empresas que dan ocupación a menos de 250 personas, con un volumen de negocios anual que no excede de los 50 millones de euros y cuyo balance general anual no supera los 43 millones de euros”.<sup>7</sup>

Se trata de otra de las formas de reducir para las pequeñas y medianas empresas el coste de sus préstamos. A través de la titulización de estos préstamos, se consigue aumentar la liquidez de la operación y reducir el consumo de sus recursos propios. Sin embargo, estas operaciones han sufrido un gran declive desde la crisis financiera. En 2007, el volumen de titulización de préstamos a PYMEs dentro de la Unión Europea alcanzaba un 16% con respecto al total de las emisiones realizadas. En 2010, ya se hacía notar el declive, pues cayeron por debajo del 10%. Posteriormente, a partir de 2012, no ha habido nuevas operaciones.

En el caso de España, es uno de los países de la Unión donde mayor grado de desarrollo ha tenido la titulización de préstamos bancarios a pequeñas y medianas empresas. Gran parte de las operaciones efectuadas contaban con apoyo institucional pues se celebraron Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para la Promoción de la Financiación Empresarial tanto por el Gobierno Central como por diversas Comunidades Autónomas. Sin embargo, como mencionábamos, desde 2010, no existen programas de avales autonómicos y desde 2012, la Dirección General de la Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa ha suspendido el suyo y hoy en día no aparece en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ningún fondo que cuente con ese aval del Estado.

Por otro lado, el gobierno español creó el programa FTPYME y se mantiene hasta hoy gestionado por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y el Ministerio de Economía. Los Fondos de Titulización de los préstamos a PYMEs (*FTPYME*) adquieren créditos que posteriormente financiarán emitiendo bonos que, a su vez, son adquiridos por inversores. Estos fondos podrán obtener un aval del Estado de hasta el 80% del importe de los créditos siempre

---

<sup>7</sup> Martin, R. (2014). Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis (Analysis of the Spanish Securitisation Funds: Characteristics at the Time of their Creation and Performance during the Recession).

que se cumple con una serie de exigencias: que un 50%, como mínimo, de los préstamos sometidos a titulización, sean préstamos concedidos a PYMEs, que las entidades cedentes reinviertan al menos el 80% de lo obtenido en un plazo máximo de dos años y que los bonos que se emitan tengan una calificación crediticia de, al menos, A1 o A+. Sin embargo, dadas las dificultades atravesadas durante la crisis, el gobierno ha tomado medidas de flexibilización en cuanto a los destinos del circulante y los plazos de reinversión de las entidades cedentes.<sup>8</sup>

4.3.3. Titulización de alquileres, facturas, etc.

#### **4.3.4. Titulización de las cuentas a cobrar de tarjetas de crédito**

Las tarjetas de crédito, tal y como las conocemos, permiten a su titular disponer tanto para comprar como para obtener efectivo de un crédito limitado. El titular puede saldar las deudas contraídas el mes anterior o puede optar por saldar una parte de esas deudas y posponer la cancelación para más tarde. Este segundo ejemplo es el que propicia la creación de la titulización de cuentas a cobrar de tarjetas de crédito (*Credit Card Asset-Backed Securities*). Sin embargo, quedan excluidas de la titulización; las tarjetas de cargo que permiten aplazar sin intereses el pago de la compra realizada hasta el día del mes en que cierre la cuenta y las tarjetas de débito que se utilizan para pagar en establecimientos adheridos o para retirar efectivo.

Al optar por la cancelación parcial, el porcentaje que se paga mensualmente lo decide el propio titular, siempre que cumpla con unos mínimos que suelen exigir en torno al 10% del saldo dispuesto. Esto generará, además, unos intereses que deberán abonarse mensualmente y, de hecho, el tipo de interés de esta operación es uno de los más altos del sistema financiero.

Según el artículo 2 del Real Decreto 926/1998, los créditos concedidos por las entidades financieras a los titulares de tarjetas de crédito pueden ser objeto de titulización puesto que se tratan de derechos de naturaleza homogénea que aparecen en el activo del cedente. Sin embargo, antes de la emisión, sigue explicando el artículo, debería recabarse informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y Orden del Ministerio de Economía y Hacienda donde se determine las condiciones de cesión a un fondo de titulización de activos. Además, esto quedará publicado en el Boletín Oficial del Estado. Por otro lado, se exigen una serie de requisitos de carácter subjetivo con respecto al cedente. En este caso, se trata de la entidad acreedora de las cuentas a cobrar de la tarjeta de crédito y esta deberá de haber auditado las

---

<sup>8</sup> de España, B. (2013). Un análisis de la situación del crédito en España. *Boletín Económico*.

cuentas de los últimos tres ejercicios con opinión favorable sobre el último de ellos, depositará en la CNMV sus cuentas anuales e informará, finalmente, en sus memorias anuales de la cesión de derechos de crédito futuros, así como de todas las operaciones dirigidas a asegurar el buen resultado de la cesión. El mencionado artículo exige también requisitos de carácter objetivo; que la cesión sea plena, incondicionada y hasta el vencimiento y que el cedente no otorgue garantías al cesionario ni le asegure un buen resultado de la operación.

En lo que respecta al fondo de titulización, se especifica que los valores deberán ser objeto de negociación en un mercado secundario organizado salvo que se dirijan únicamente a inversores institucionales. Además, deberán ser evaluados por una entidad calificadora, cuyo resultado se plasmará en el folleto de emisión y en la publicidad del fondo.

Dado el corto plazo de amortización que presentan estos créditos, se permite en el artículo 4 del Real Decreto 926/1998, la formación de fondos abiertos que habilitan a crear estructuras especiales como la siguiente; se permite la emisión de activos con vencimiento superior al de los créditos que respaldan la operación. Para ello, se establece un período de carencia durante el cual el inversor únicamente recibe los intereses y el fondo acumula cobros procedentes de los créditos que, a su vez, reinvierte en otras cuentas a cobrar de tarjetas de crédito, buscando que el saldo de las cuentas a cobrar coincida constantemente con lo que corresponda desembolsar por los activos emitidos. Transcurrido el período de carencia, el fondo amortizará la emisión. Para ello, destaca la estructura denominada “bullet”, pero existen otras. Con la estructura amortizativa “bullet” el reembolso del principal se realiza en un único pago.<sup>9</sup>

#### **4.4. La titulización verde**

En los últimos años, ha tenido un importante desarrollo el área de las finanzas sostenibles. Estas, de acuerdo con la Comisión Nacional del Mercado de Valores, son aquellas que incorporan aspectos ambientales, sociales y de buen gobierno en la gestión empresarial y en las decisiones de invertir. A este desarrollo han contribuido en gran medida la Agenda 2030 así como los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). En este sentido, se ha abierto paso la titulización verde.

---

<sup>9</sup> de la Varga, R. L., & García, S. S. (1999). La titulación de las cuentas a cobrar derivadas de tarjetas de crédito: posibilidades de desarrollo en España. In *La gestión de la diversidad: XIII Congreso Nacional, IX Congreso Hispano-Francés, Logroño (La Rioja)*, 16, 17 y 18 de junio, 1999 (pp. 73-76). Universidad de La Rioja.

Hasta el momento no se ha creado una definición para el concepto de titulización verde. Sin embargo, podría explicarse como aquella forma de titulización cuyas emisiones son realizadas por empresas comprometidas con la sostenibilidad ambiental y la reducción de su impacto en nuestro planeta. No se trata de una forma de titulización diferente a la convencional, pues el proceso es el mismo, pero su punto diferenciador es el destino de los ingresos obtenidos a proyectos que generen beneficios medioambientales.

En cuanto a los activos que pueden ser objeto de titulización dentro de la titulización verde, cabe destacar cuatro tipos; bonos verdes, bonos sociales, bonos sostenibles y bonos vinculados a la sostenibilidad. Todos ellos contienen las características principales de cualquier bono convencional como instrumento financiero, así su única diferencia es lo relativo al objetivo final de la financiación. En primer lugar, los bonos verdes cabe definirlos como los que se destinan a financiar únicamente proyectos verdes aceptados por los Green Bonds Principles, una guía que busca activar los mercados de capital a nivel mundial en la financiación de economías verdes. Por otro lado, los bonos sociales serían los destinados a mejorar el entorno social y que también se rigen por los principios mencionados. En tercer lugar, los bonos sostenibles, que se centran en la financiación de un conjunto de proyectos, tanto verdes como sociales. Por último, los bonos vinculados a la sostenibilidad podrían definirse como todo bono, independientemente de sus características estructurales y financieras, cuyo emisor garantice mejoras futuras en aspectos relacionados con la sostenibilidad dentro de un período de tiempo razonable y predefinido.

Un ejemplo español de lo explicado sería el Fondo Residential Mortgage-Backed Security Green Prado XI. Su función es fomentar el ahorro de energía para contribuir al combate de la crisis climática que nos rodea. Para ello, sigue la estrategia Renovation Wave Strategy de la Comisión Europea que busca la neutralidad climática en 2050. Así, el fondo emitirá préstamos verdes y sostenibles, tanto para particulares como para comunidades enteras de vecinos, que sean destinados a renovar, edificar o comprar inmuebles que reduzcan el uso de energía o cuenten con equipos de climatización que reduzcan las tecnologías intensivas en carbono. Los ingresos que se obtengan mediante la colocación de los bonos se destinarán en un plazo de 5 años a proyectos verdes.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> García, S. B. (2024). La titulización verde se abre camino en España. *Anuario Jurídico y Económico Escurialense*, (57).

De acuerdo con el informe anual de 2024 del Observatorio Español de la Financiación Sostenible, en España, en el año 2023, se emitieron 15.313 millones de euros en bonos verdes, 1.502 millones en bonos sociales, 3.300 millones en bonos sostenibles y, finalmente, 1.100 millones en bonos ligados a la sostenibilidad. Además, en dicho informe, se empieza a tratar un nuevo tipo de bono denominado bono azul, el cual se destinaría únicamente a la conservación de los océanos y sus ecosistemas. De hecho, en septiembre de 2024, ya tuvo lugar la publicación de una guía sobre bonos azules por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales.<sup>11</sup>

### **5. Análisis comparativo: España vs. Estados Unidos**

Se puede destacar con rotundidad como Estados Unidos es el país dominante en el mercado de titulaciones, lo cual se debe a una serie de razones; en primer lugar, las características de los inversores de uno y otro mercado son diferentes pues el inversor americano arriesga más, mientras el español tiene mayor aversión al riesgo. Esto conlleva que los productos titulizados de riesgo se encuentren más desarrollados en Estados Unidos, mientras que los de menor riesgo encuentran mayor desarrollo en Europa. Además, respecto a los emisores, los americanos buscan en todo momento colocar emisiones en el mercado para que sean vendidas a inversores. Sin embargo, las entidades emisoras españolas suelen recurrir a este instrumento financiero para obtener financiación por parte del Banco Central Europeo. Así, estos emisores colocan sus emisiones en los mercados para recomprarlas posteriormente y de esta manera consiguen transformar sus activos en cartera en valores que sirven de garantía a la hora de solicitar un préstamo al Banco Central Europeo.

La principal diferencia entre ambos mercados se encuentra en el sistema “originar para distribuir” En España, la mayoría de hipotecas se generan por entidades de crédito, las cuales administran los préstamos y conservan parte del riesgo de las carteras que han sido titulizadas. De esta manera, no hay gran conflicto de intereses entre el inversor y el administrador de la hipoteca.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Observatorio Español de la Financiación Sostenible. (2023). *INFORME ANUAL OFISO La financiación sostenible en España 2023*. <https://www.ofiso.es/files/informe-anual-ofiso-2024.pdf>

<sup>12</sup> de Magallanes, J. M. M. LA TITULIZACIÓN.

Otra diferencia a destacar es el desarrollo de CDOs que tuvo lugar en Estados Unidos. A diferencia de Estados Unidos, en Europa no se desarrollaron apenas puesto que no había un mercado hipotecario de alto riesgo donde negociarlos. Sin embargo, a pesar de ello, Europa sí se puede considerar consumidora de estos productos y esto fue la causa del contagio de la crisis subprime a finales del año 2007.

### **5.1. Historia y Desarrollo de la Titulización en EE. UU.**

La historia de la titulización en Estados Unidos se remonta a 1970, cuando Ginnie Mae (*Government National Mortgage Association*), una agencia estatal, titulizó hipotecas emitiendo obligaciones. A partir de entonces, tuvieron lugar múltiples emisiones de otras agencias como Fannie Mae (*Federal National Mortgage Association*) o Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*). Los tres emisores mencionados forman parte de las denominadas GSE, agencias que no tienen un equivalente en España, que cuentan con el apoyo del sector público y se encargan de adquirir las hipotecas de mejor calidad que han sido generadas por entidades privadas. Este tipo de emisiones tuvo aceptación primero entre inversores institucionales y, más tarde, entre inversores individuales al ofrecer mayor rendimiento que la deuda pública. Las hipotecas que adquirían las GSE se denominan “prime-conforming” mientras que aquellas que no pueden ser adquiridas por ellas o que son vendidas para ser titulizadas por otras entidades o que la propia entidad que las origina las tituliza se conocen como “prime non conforming o subprime”<sup>13</sup>

Esta actividad siguió centrada en las hipotecas residenciales hasta 1985. Ese mismo año tuvo lugar la primera titulización de las cuotas de leasing de ordenadores por Sperry. Posteriormente, surgieron las titulizaciones de derechos de compra de automóviles, cuotas de tarjetas de crédito, derechos de autor y financiación de estructuras. Esto demuestra que el aumento de emisiones de Asset-Backed Securities en el mercado norteamericano era imparable.<sup>14</sup>

En Estados Unidos, los años de mayor esplendor en lo relativo a la titulización fueron los anteriores a la crisis financiera de finales de 2007. Desde entonces, el número de emisiones empezó a decrecer progresivamente alcanzando su punto mínimo en el año 2008.

---

<sup>13</sup> de Magallanes, *Ibid*, p.19

<sup>14</sup>Maza L. A. y García-Vaquero V, *Op cit.* p.55

Posteriormente, hasta hoy, el mercado de las titulaciones fue recuperándose, aunque con ligeras caídas en determinados años como 2011 o 2014.

5.1.1. Titulización Hipotecaria y la Crisis Subprime

5.1.2. Titulización de Activos Ilíquidos en EE. UU.

5.2. Similitudes y Diferencias entre los Marcos Regulatorios

5.3. Impacto Económico y Social de la Titulización en Ambos Países

5.4. Lecciones que España Puede Aprender del Caso Estadounidense

## **6. Retos y Perspectivas Futuras de la Titulización en España**

6.1. Retos Jurídicos

6.2. Riesgos Financieros y Regulatorios

6.3. Impacto del Entorno Económico Actual (post-COVID, alta inflación, etc.)

6.4. Tendencias Futuras: Financiación Sostenible y Titulización Verde

## **7. Conclusiones**

7.1. Resumen de los Aspectos Clave

7.2. Reflexiones sobre la Evolución de la Titulización en España

7.3. Oportunidades y Amenazas para el Futuro

## **8. Bibliografía**

de España, B. (2013). Un análisis de la situación del crédito en España. *Boletín Económico*.

de la Varga, R. L., & García, S. S. (1999). La titulación de las cuentas a cobrar derivadas de tarjetas de crédito: posibilidades de desarrollo en España. In *La gestión de la diversidad: XIII Congreso Nacional, IX Congreso Hispano-Francés, Logroño (La Rioja)*, 16, 17 y 18 de junio, 1999 (pp. 73-76). Universidad de La Rioja.

de Magallanes, J. M. M. LA TITULIZACIÓN.

García, E.C., 2022. EL MERCADO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS “VERDES”, ¿PARADOJA O REALIDAD?. *Revista de Derecho del Sistema Financiero: mercados, operadores y contratos*, (4), pp.297-344.

García, S. B. (2024). La titulización verde se abre camino en España. *Anuario Jurídico y Económico Escurialense*, (57).

García-Vaquero Álvaro, V., & Maza, L. Á. (2003). La titulización de activos en España: evolución reciente y aspectos para su desarrollo futuro. *Boletín Económico/Banco de España*, febrero 2003, p. 53-62.

Losada López, R. & Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2006). *Estructuras de titulización; características e implicaciones para el sistema financiero*. [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2006\\_14.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2006_14.pdf)

Martín Martín, M. del R. & Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2014). *Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis*. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3403638](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3403638)

Observatorio Español de la Financiación Sostenible. (2023). *INFORME ANUAL OFISO La financiación sostenible en España 2023*. <https://www.ofiso.es/files/informe-anual-ofiso-2024.pdf>