



FACULTAD DE DERECHO

**TRANSFORMACIÓN EN EL MERCADO DE LA
TITULIZACIÓN; DE LA DOMINANCIA HIPOTECARIA A
NUEVOS ACTIVOS FINANCIEROS**

Autor: Zaira Gonzalo Romera
5º E3 B
DERECHO MERCANTIL

Tutor: Bruno Walter Martín Baumeister

Madrid
Marzo 2025

Resumen

La titulización de activos ha evolucionado significativamente en los mercados financieros internacionales. Se ha convertido en una herramienta clave para la financiación y la gestión del riesgo. El presente trabajo analiza y compara la evolución de la titulización en España y Estados Unidos, destacando sus diferencias en estructura, regulación e impacto económico. Mientras que en Estados Unidos la titulización surgió décadas antes y se expandió rápidamente, en España tuvo un desarrollo más tardío y conservador dada la influencia de la regulación europea. Además, se examina el impacto de la crisis financiera de 2008, que en Estados Unidos afectó a la estabilidad del sistema financiero, mientras que en España tuvo consecuencias principalmente en la liquidez del mercado. Un tercer punto de análisis es cómo los marcos regulatorios han condicionado el desarrollo y funcionamiento de la titulización en ambos países. Por último, se presentan las tendencias actuales y posibles líneas futuras, con un enfoque en la sostenibilidad y la diversificación de los activos titulizados.

Palabras clave: titulización, mercados financieros, regulación, crisis financiera, España, Estados Unidos.

Abstract

Securitization has evolved significantly in global financial markets, becoming a key tool for financing and risk management. This paper analyses and compares the development of securitization in Spain and the United States, highlighting differences in structure, regulation and economic impact. While securitization in the U.S. emerged earlier and expanded rapidly, in Spain, it developed later and followed a more conservative approach under European regulations. The impact of the 2008 financial crisis is also examined. While in the U.S. destabilized the financial system, in Spain, it primarily affected market liquidity. Additionally, the study explores how regulatory frameworks have influenced the development and operation of securitization in both countries. Finally, current and possible future trends are explored, including a growing focus on sustainability and asset diversification.

Key words: securitization, financial markets, regulation, financial crisis, Spain and United States

Abreviaturas

MBS: *Mortgage Backed Securities*

ABS: *Asset Backed Securities*

SPV: *Special Purpose Vehicle*

FTA: Fondo de Titulización de Activos

CSBB: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

CDO: *Collateralised-Debt Obligation*

PYME: Pequeña y Mediana Empresa

FTPYME: Fondo de Titulización de Pequeñas y Medianas Empresas

ABCP: *Asset Backed Commercial Paper*

SOCIMI: Sociedad de Inversión Inmobiliaria

CCABS: *Credit Card Asset Backed Securities*

ODS: Objetivos de Desarrollo Sostenible

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

FFS: *Future Flow Securitizations*

ÍNDICE

| | |
|---|----|
| CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN | 6 |
| CAPÍTULO 2. CONCEPTO Y TIPOLOGÍA DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS | 8 |
| 1. LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS | 8 |
| 2. TIPOS DE ACTIVOS TITULIZADOS | 8 |
| CAPÍTULO 3. VENTAJAS Y RIESGOS DE LA TITULIZACIÓN | 10 |
| CAPÍTULO 4. MARCO JURÍDICO DE LA TITULIZACIÓN EN ESPAÑA | 13 |
| CAPÍTULO 5. EVOLUCIÓN DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN ESPAÑA | 15 |
| 1. PRIMERA ETAPA: PREDOMINIO DE LA TITULIZACIÓN HIPOTECARIA | 15 |
| 2. IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA DE 2008 | 16 |
| 3. SEGUNDA ETAPA: EXPANSIÓN HACIA OTROS ACTIVOS ILÍQUIDOS | 18 |
| 3.1. Créditos empresariales o corporativos | 19 |
| 3.2. Préstamos a PYMEs | 20 |
| 3.3. Titulización de facturas y alquileres | 21 |
| 3.4. Titulización de las cuentas a cobrar de tarjetas de crédito | 22 |
| 3.5. La titulización de las carreteras de peaje | 24 |
| 4. LA TITULIZACIÓN VERDE | 25 |
| CAPÍTULO 6. HISTORIA Y DESARROLLO DE LA TITULIZACIÓN EN EE. UU. | 26 |
| 1. TITULIZACIÓN HIPOTECARIA Y LA CRISIS SUBPRIME | 27 |
| 2. TITULIZACIÓN DE ACTIVOS ILÍQUIDOS EN EE. UU. | 29 |
| 2.1. Titulización de préstamos para automóviles | 29 |
| 2.2. Titulización de liquidaciones de seguros de vida | 30 |
| 2.3. Titulización de las remesas de los trabajadores | 31 |
| 2.4. Titulización de derechos de Propiedad Intelectual | 32 |
| CAPÍTULO 7. CONCLUSIONES: ANÁLISIS COMPARATIVO ENTRE ESPAÑA Y ESTADOS UNIDOS | 33 |
| CAPÍTULO 8. BIBLIOGRAFÍA | 36 |

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

El objetivo principal que persigue el presente trabajo es analizar la evolución de la titulización como herramienta de financiación en España. Se analiza desde sus inicios con activos hipotecarios, su paso por otros activos ilíquidos hasta la llegada de la titulización verde. Otros objetivos secundarios son; estudiar el marco regulatorio que rige en nuestro país, analizar la evolución de la titulización en Estados Unidos, como pionero, y compararlo con España.

El proceso de titulización surgió en los años setenta, cuando entidades semipúblicas de Estados Unidos empezaron la creación de fondos con hipotecas residenciales. En la siguiente década nació la titulización de otros activos y, en los últimos años, el mercado ha crecido de forma espectacular. Cada vez más instituciones financieras utilizan la titulización para traspasar el riesgo de crédito de sus activos en balance a otros operadores ya sean bancos, empresas de seguros o hedge funds. Una de las razones que les lleva a hacerlo es la captación de fondos a precios más bajos.¹

Un mercado de titulizaciones que funciona correctamente puede llegar a tener cuatro usos principales, otorgando todos ellos beneficios para emisores, inversores y el sistema en su conjunto. En primer lugar, es un instrumento de inversión tanto para bancos como para entidades no bancarias. Algunas de estas últimas son empresas aseguradoras o fondos de pensiones. Además, es especialmente útil para aquellos inversores que tienen condiciones específicas que afectan a la madurez, el cupón, la rentabilidad o el riesgo.

El segundo de los usos sería como herramienta de financiación para apoyar los préstamos a la economía real por parte de bancos y entidades no bancarias. Para los bancos, algunas de las razones que demuestran la utilidad de la titulización como medio de financiación son; i) las condiciones de los créditos ya que les permite emitir títulos a menor coste, ii) la posibilidad de hacer coincidir la fecha de madurez del activo y de la obligación, iii) el manejo del riesgo puesto que se exige la recopilación y difusión de información abundante sobre la gestión y los sistemas en general, iv) la gama de inversores pues la capacidad de la titulización de crear valores de riesgos específicos permite a los emisores acceder a una gama más amplia de inversores que en otros mercados de deuda y v) la diversificación porque permite conseguir una base diversificada de fechas de madurez, inversores y riesgos. Para entidades no bancarias,

¹ Jobst, A. (2008). Vuelta a lo esencial, ¿qué es la titulización? *Finanzas & Desarrollo*, 48-49

la titulización les permite, básicamente, obtener financiación para préstamos a la economía real que, de otro modo, sería difícil de obtener.

El tercer uso sería como elemento de transferencia del riesgo para los bancos originarios. Por un lado, esto les reduce la probabilidad de sufrir restricciones de capital, que, de no ser así, podrían mermar su capacidad de conceder nuevos créditos. Por otro lado, podría reducir la dependencia que tienen las decisiones de concesión de préstamos de las condiciones del ciclo económico. A su vez, se podría disminuir la exposición de los prestatarios al riesgo de liquidez, contribuyendo a aumentar la resistencia de los bancos. Por último, al permitir a los bancos conceder préstamos sin comprometer demasiado capital, la titulización abre acceso indirecto al mercado a determinados prestatarios como las pequeñas y medianas empresas (PYMEs) que, de otro modo, no podrían acceder directamente.

Finalmente, el cuarto uso a mencionar sería la forma de generar garantías de alta calidad para cubrir la demanda creciente. Esto es especialmente relevante dada las reformas regulatorias posteriores a la crisis que obligan a aumentar los niveles de garantías para reducir con ello el riesgo de crédito de la contraparte. Sin embargo, todavía debe mejorar la confianza en el mercado de las titulizaciones para que aumente la confianza en su uso dentro de los mercados de financiación garantizada.²

La titulización ha experimentado una transformación en los últimos años. Ya no se centra en activos tradicionales como las hipotecas o los préstamos. Hoy, dado el desarrollo de nuevas técnicas de modelización y cálculo de riesgos, así como el desarrollo del análisis de datos y la abundancia de estos, alcanza un espectro más grande. Recientemente, está llegando a alquileres o facturas, tarjetas de crédito o incluso préstamos a pequeñas y medianas empresas, entre otros.

Las emisiones están concentradas, principalmente, en mercados maduros. Sin embargo, también está creciendo en otros mercados emergentes, donde grandes empresas y bancos utilizan la titulización para transformar flujos futuros en forma de remesas en efectivo.³

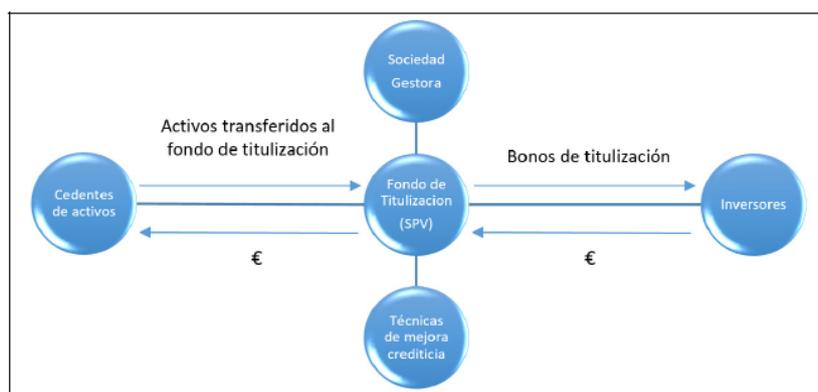
² BoE, E. C. B. (2014). *The case for a better functioning securitisation market in the european union*. Discussion Paper, May.

³ Jobst, A. *Op cit*, pp. 48-49.

CAPÍTULO 2. CONCEPTO Y TIPOLOGÍA DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

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.⁴ 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.

2. 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. Esta es conocida como fondo de titulización, la cual adquirirá los activos subyacentes a la entidad cedente y emitirá valores negociables conocidos como bonos de titulización. De esta manera, la entidad

⁴ 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.

cedente sí traspasa el riesgo de impago del activo al tenedor del bono ya que dicho activo ha dejado de 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.⁵

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 dirigido por una sociedad gestora a través de la cual invierte en varios tipos de activos mientras emite 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 una Entidad de Propósito Especial (*Special Purpose Vehicle* o *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

⁵ Maza y García-Vaquero, *Op. cit.*, p.54

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 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.⁶

CAPÍTULO 3. VENTAJAS Y RIESGOS DE LA TITULIZACIÓN

El proceso de titulización lleva consigo tanto ventajas como inconvenientes. En primer lugar, entre sus ventajas desde la perspectiva del inversor, se obtiene una nueva combinación de rentabilidad-riesgo.⁷ Por lo general, los instrumentos titulizados ofrecen importantes primas de rendimiento frente a las emisiones soberanas de vencimientos comparables. Es cierto que la magnitud de la prima depende de varios factores, pero está especialmente relacionada con la calidad crediticia. Además, la variedad y flexibilidad prácticamente ilimitadas de las estructuras, condiciones de crédito, vencimiento y pago que plantea la técnica de titularizar permite adaptar los productos de inversión a las necesidades concretas de los clientes. De esta manera, es posible responder a necesidades únicas de los inversores. Por último, si el mercado secundario de instrumentos titulizados sigue ampliándose y profundizando, es probable que los inversores lleguen a beneficiarse de los altos niveles de liquidez.⁸

Desde la perspectiva del emisor, reduce su coste de financiación al convertir productos ilíquidos en otros líquidos. Además, diversifica sus fuentes ajenas de financiación porque le ofrece una forma alternativa de financiarse mediante deuda y capital. 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.⁹ Desde la perspectiva del emisor también se obtiene una fuente de financiación más eficiente y de menor coste que otras fuentes de

⁶ Losada López, R. y Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2006). Estructuras de titulización; características e implicaciones para el sistema financiero.

⁷ Losada López, R. y Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Ibid.* pp.13-14

⁸ European Securitisation Forum. (s. f.). *European Securitisation: A Resource Guide*.

<https://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/ABS/resourceguide.pdf>

⁹ Losada López, R. y Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Op cit.* p.12

financiación bancaria. La razón detrás de ello es que la titulización permite emitir valores con una calificación crediticia más alta, lo que implica un tipo de interés más bajo.

Otro beneficio a añadir para el emisor es la facilidad para eliminar activos de su balance. Con esta operación, el emisor puede conseguir mejorar diversos ratios financieros y utilizar el capital de forma más eficiente, logrando así cumplir las normas de capital basadas en el riesgo. Un último beneficio para el emisor sería la naturaleza flexible y adaptable de la titulización en comparación con otras formas de financiación más tradicionales. Por ejemplo, el emisor tiene capacidad para reorientar sus flujos de tesorería de activos financieros subyacentes para obtener una correspondencia más precisa de la duración de sus activos y pasivos.

En aquellos mercados en los que se emplea la titulización a gran escala, se han conseguido diversos beneficios públicos, sociales y económicos. Por un lado, el hecho de que existan mercados secundarios de titulización líquidos y eficientes hace que aumente la disponibilidad y se reduzca el coste de la financiación en los mercados primarios de préstamos. Del mismo modo, dichos mercados pueden colaborar con la reducción de las disparidades geográficas y regionales. En concreto, respecto a la disponibilidad y el coste del crédito de una jurisdicción concreta ya que vincula las actividades locales de extensión del crédito a los sistemas de mercados de capitales nacionales e incluso mundiales.

Por otro lado, se ha observado que unos mercados de titulización sólidos facilitan y fomentan la asignación eficiente del capital. Eso se debe a que las actividades de concesión de créditos de las entidades financieras quedan sometidas a la disciplina de fijación de precios y valoración de los mercados de capital. Así, la titulización promueve la asignación del escaso capital social a usos eficientes. Finalmente, desde una perspectiva reguladora, la titulización ofrece un buen mecanismo de desplazamiento de los riesgos de crédito, de tipos de interés y de mercado asociados con la actividad financiera. De esta manera, se reduce el riesgo para las entidades individuales, pero también los riesgos sistémicos propios de los sistemas financieros.¹⁰

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

¹⁰ European Securitisation Forum. (s. f.), *Op cit.* p. 5

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.¹¹

Además, hay otros riesgos asociados a los instrumentos de titulización. Primeramente, el riesgo de amortización anticipada o de reinversión. Los inversores suelen preocuparse por el riesgo de recibir la totalidad o parte del principal de la deuda subyacente antes de su vencimiento si son activos amortizables o, antes de lo previsto si no lo son. Para ciertos activos el aumento de la actividad de amortización anticipada se debe a los descensos de los tipos de interés. Esto abre la posibilidad de que pueda devolverse más principal para, posteriormente, reinvertirlo a tipos de interés más bajos que en el momento de la inversión.

En relación con el anterior, existe el riesgo de los tipos de interés. Como ocurre con todos los valores de renta fija, los precios de los ABS fluctúan en respuesta a la evolución de los tipos de interés. Cuando los tipos de interés bajan, los precios suben y viceversa. Por regla general, los activos de consumo no hipotecarios no son muy sensibles a las fluctuaciones.

En tercer lugar, el riesgo de impago. Se entiende como el incumplimiento por parte del prestatario de los pagos de intereses y principal a su vencimiento. A su vez, el impago puede deberse al incumplimiento de otras obligaciones como el mantenimiento de una cantidad o calidad requerida de activos financieros. Un indicador clave de la probabilidad de impago es la calificación crediticia asignada por una agencia de calificación.

Por último, el riesgo de liquidez o facilidad con la que un determinado instrumento de titulización puede negociarse y venderse en cualquier momento a un precio razonablemente cercano a su valor intrínseco. Este nivel de liquidez depende de varios factores, entre ellos, las características de la oferta y la demanda, del entorno de los tipos de interés y las características del mercado en general. Una de las principales medidas de liquidez es la magnitud de la diferencia entre el precio de demanda y el precio de oferta cotizado por un intermediario. A mayor diferencia, mayor riesgo de liquidez. Sin embargo, los inversores que tienen previsto

¹¹ Losada López, R. & Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Op cit.*

mantener un ABS hasta vencimiento no tienen que preocuparse demasiado por el riesgo de liquidez.¹²

CAPÍTULO 4. 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. Este 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 primera Ley mencionada 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 permitió el uso de los fondos de titulización como instrumento de

¹² European Securitisation Forum. (s. f.), *Op cit.* p. 13

financiación para todo tipo de activos y no solo para los créditos hipotecarios como ocurría hasta ese momento.¹³

La Ley de 1992 citada 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.

Finalmente, al margen de lo anterior se deben mencionar los Acuerdos de Basilea. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) se constituyó en 1975 como un órgano formado por las autoridades nacionales de supervisión bancaria. Su función era crear un marco de regulación internacional que diera estabilidad y solidez a las instituciones financieras. En 1988, promulgó Basilea I, cuya prioridad era el tratamiento del riesgo de crédito, olvidando otros como el riesgo de tipo de interés o de tipo de cambio. Se componía de 4 pilares que giraban en torno a los elementos constitutivos del capital, la ponderación de activos por riesgo, el establecimiento de un ratio mínimo de capital y la creación de instituciones de supervisión bancarias, así como de mecanismos de cumplimiento de las normas por parte de los bancos centrales. Sin embargo, no había mención alguna a la titulización.

Basilea I fue criticada por ciertos aspectos y, por ello, en 2004 llegó Basilea II. Su ámbito material era más amplio porque introducía nuevos elementos para controlar mejor el riesgo de crédito, el riesgo de mercado y el riesgo operativo. Buscaba que los requerimientos de capital fueran más sensibles al riesgo y, por ello, estableció tres pilares. El primero de ellos trataba los requerimientos mínimos de capital, así como el riesgo operativo y de mercado. Se trató de introducir modelos de cálculo del riesgo de mercado y de las necesidades de capital que incentivasen determinados productos como las titulizaciones. Además, se obligaba a que las titulizaciones se dedujeran del capital directamente, 50% del Tier 1 (acciones ordinarias,

¹³ Maza L. A. y García-Vaquero V, *Op cit.*, pp.55-56

reservas y resultados no distribuidos) y 50% del Tier 2 (reservas obligatorias y deuda subordinada) Los pilares dos y tres tratan de las relaciones entre el regulador y las entidades financieras y la publicidad de la información, respectivamente.

Finalmente, Basilea III, en 2010, sí afectó directamente a las titulizaciones al adoptar un conjunto de medidas que ayudasen a fortalecer los cálculos de riesgos en las titulizaciones, así como en otros vehículos fuera de balance. La mayoría de las novedades que afectaron al mercado de titulización aparecieron en Basilea II.5, donde se recogían correcciones de ponderación de las titulizaciones simples y se incluían las retitulizaciones, es decir, titulizaciones de titulizaciones. Además, con Basilea III se obliga a las entidades a llevar a cabo un análisis de los riesgos sobre titulizaciones más estrictos que los que hacían hasta la fecha. Con ello buscaba evitar la dependencia de los rating externos de agencias de calificación.¹⁴

En línea con la promulgación de Basilea II, la Comisión Europea preparó un texto legal que se ceñía a ella, pero incorporaba además las particularidades europeas. Este texto se conoce como la Directiva de Requerimientos de Capital o CRD. El primer aspecto que aleja a CRD de Basilea es su ámbito de aplicación, pues Basilea II se dirige a bancos internacionalmente activos y CRD a todas las entidades de crédito y empresas de inversión. A su vez, existen diferencias entre ambos textos dadas las especialidades de los mercados europeos, sobre todo, si se compara con Estados Unidos. En general, el tratamiento de la Directiva con respecto a Basilea II se puede considerar menos conservador.¹⁵ Sin embargo, han tenido lugar dos grandes reformas prudenciales, en 2013 y 2019, dando lugar a la Directiva CRD V, que se acerca a Basilea III. Sin embargo, la siguiente modificación del texto CRD que ya está en marcha, CRD VI, incorporará al derecho comunitario la finalización de Basilea III.¹⁶

CAPÍTULO 5. EVOLUCIÓN DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN ESPAÑA

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

¹⁴ PérezCimarra, I. (2014). La configuración del sector financiero tras la crisis económica: los acuerdos de Basilea III y sus consecuencias para el futuro del sector bancario, pp 21 y 28.

¹⁵ Banco de España, Pérez, D., y Catarineu, E. (s. f.). La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial. *Estabilidad Financiera*, 14, 116.

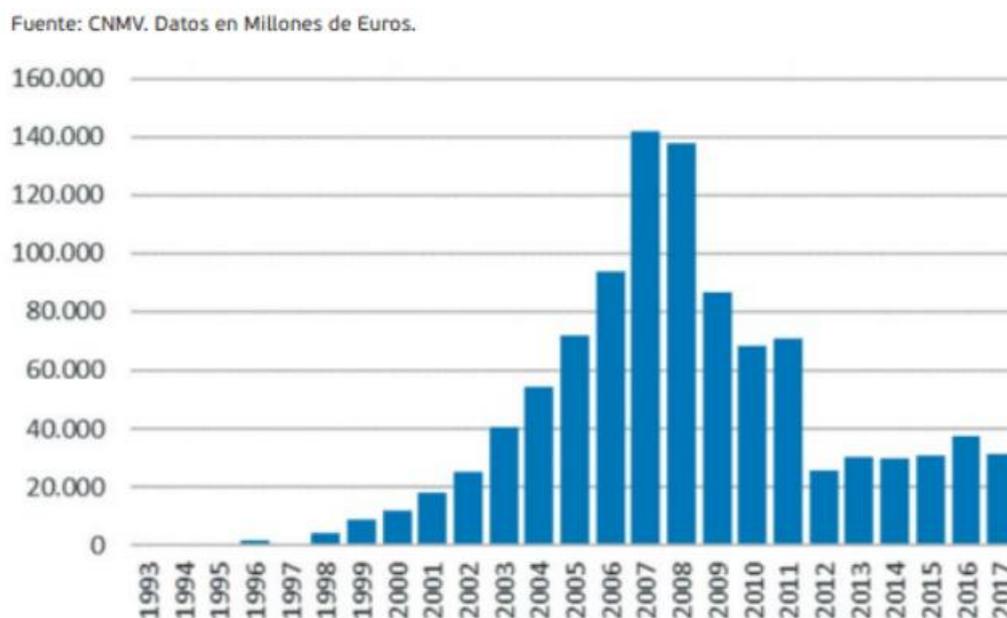
¹⁶ Colomer, I., González, S., López, M., Mohedano, L. y Banco de España. (2021). Novedades regulatorias en materia de solvencia, recuperación y resolubilidad bancarias. *Revista de Estabilidad Financiera*, 41.

primeras emisiones se engloban en la modalidad “dentro de balance”, pero con las participaciones hipotecarias se dio entrada a la titulización “fuera de balance” en nuestro país. En realidad, 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 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.¹⁷

2. IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA DE 2008

El proceso de titulización creció debido a la disminución del número de depósitos bancarios de particulares que, ante las remuneraciones tan bajas, buscaron alternativas más rentables para sus ahorros. Esto se juntó a la caída de los tipos de interés que incrementó la demanda de crédito. Para cubrir este desequilibrio entre la oferta y la demanda de fondos, la vía de la titulización era muy accesible dentro del sector bancario. Así, entre los años 2000 y 2007, el volumen de activos sujetos a titulización aumentó notablemente.



¹⁷ Maza L. A. y García-Vaquero V, *Op. cit.*, pp.55-57

Fuente: IEB y CNMV

En los años previos a la crisis, las entidades bancarias fueron quienes principalmente compraron los valores procedentes de las titulizaciones. En un segundo orden, estarían las aseguradoras, los fondos de inversión y gestores de activos. A mediados de 2007, los acontecimientos cambiaron. Se desencadenó un cambio brusco como consecuencia de dos hechos principales; el aumento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal Estadounidense (que entre 2004 y 2006 se quintuplicaron) y el descenso del precio de la vivienda a partir de finales del año 2006. Ambos provocaron un aumento de la morosidad y de las ejecuciones hipotecarias.

Se estima que, desde mediados de 2007, alrededor del 30% de las titulizaciones respaldadas por préstamos diferentes a los hipotecarios y por deuda emitida por empresas (*Collateralized Debt Obligation o CDO*) fueron transferidas a los bancos que las originaron. Esto tuvo una consecuencia inmediata, que la incertidumbre sobre la calidad crediticia de esos valores pasó a ser la incertidumbre sobre la calidad crediticia de los bancos.

En primera instancia, el mercado interbancario fue el más afectado por la titulización. Sin embargo, los problemas con la titulización también tuvieron impacto en otros mercados como, por ejemplo, el de los bonos corporativos. Varios fondos de inversión fueron los operadores que transmitieron las tensiones en el mercado de titulización a otros mercados.

Cabe reconocer que la negociación de valores de titulización antes de la crisis ya era moderada. Cuando comenzó la crisis, este mercado se paralizó. La primera de las causas fue que los agentes que participaban vieron limitada su capacidad para ejercer su papel de creadores en el mercado como consecuencia de la escasez de capital. Además, los tenedores de muchas de las titulizaciones creían que el precio era considerablemente inferior a la rentabilidad que podrían obtener manteniéndolos hasta vencimiento y, por tanto, no querían vender. Ambos motivos generaron una disminución del volumen negociado y la paralización del número de emisiones a nivel global.¹⁸

España creó a finales de 2008 el Fondo de Adquisición de Activos Financieros. Este buscaba fomentar la oferta de crédito dedicado a la actividad empresarial y de particulares a través de la compra de activos financieros que habían emitido entidades de crédito y fondos de

¹⁸ Arce, Ó., Ispierto, A., & Martín, R. (2012). Hacia mercados secundarios de titulización líquidos y eficientes. *Estabilidad Financiera/Banco de España*, 22 (mayo 2012), p. 75-95.

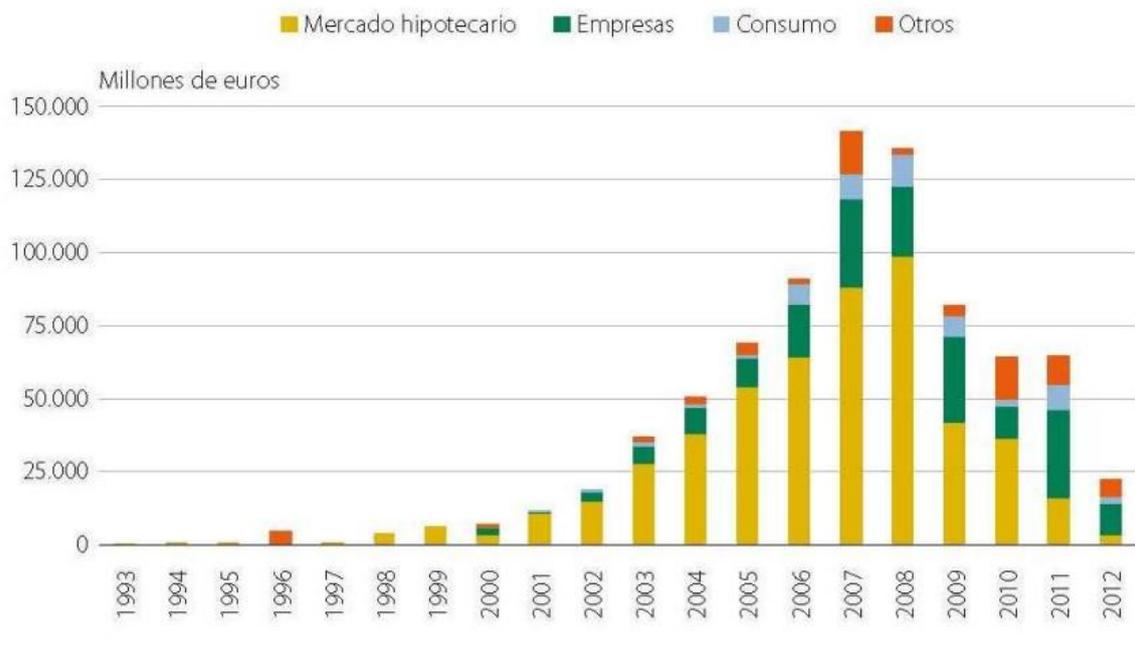
titulización. El fondo mencionado adquirió cédulas hipotecarias y bonos de titulización con una calificación crediticia máxima a lo largo de finales de 2008 y principios de 2009 mediante un sistema de subastas. Al mismo tiempo, cabe destacar el papel de entidades europeas que, aunque no puede hablarse propiamente de acciones de rescate, tuvieron importancia en la dotación de liquidez al sistema financiero. Entre sus actuaciones encontramos la compra temporal de activos de entidades privadas u operaciones de crédito con garantía de activos.¹⁹

3. SEGUNDA ETAPA: EXPANSIÓN HACIA OTROS ACTIVOS ILÍQUIDOS

Desde esta crisis financiera mencionada, el proceso de titulización en los mercados de capitales, concretamente en el mercado español, se enfrenta a un marco financiero y jurídico diferente. Desde entonces, la finalidad de las emisiones realizadas y su función en los mercados ha cambiado sustancialmente.

Clasificación de los activos titulizados entre 1993 y 2012

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

FUENTE: CNMV y (Universidad de Valencia, s. f.)²⁰

¹⁹ Martín, M. del R. & CNMV. (2011). *La titulización en Europa durante la crisis*.

²⁰ Universidad de Valencia. (s. f.). *Máster entidades de crédito*. Recuperado 28 de enero de 2025, de <http://uv.es/ecglez/albacete/tema%205/titulizacion%20parte%201%20albac%2015-16.pdf>

Como se puede apreciar claramente en la gráfica, la titulización del mercado hipotecario ha dejado paso a nuevos tipos de titulaciones. Los años 2007 y 2008 fueron clave para abrir el camino a la titulización de nuevos activos ilíquidos.

3.1. Créditos empresariales o corporativos

Dentro de la titulización de los créditos empresariales o corporativos, cabe señalar dos tipos; la titulización de créditos derivados de leasing y la titulización de líneas de crédito corporativas. Empezando por el primero, a pesar de que la legislación española ya mencionaba a finales de los años 90 la titulización de créditos derivados de leasing, no fue hasta 2007 cuando tuvieron lugar las primeras titulaciones de este tipo. El concepto de leasing es un contrato de arrendamiento financiero importado del sistema jurídico anglosajón. Según la definición aportada por el Banco de España, *“mediante el leasing o arrendamiento financiero, el arrendador cede el uso y disfrute de un bien, al cliente o arrendatario, a cambio de unas cuotas periódicas que incluyen el coste de la cesión más los intereses y gastos de la financiación”*²¹ En nuestro ordenamiento, se trata de un contrato atípico, es decir, no tiene una regulación propia. De este modo, al no poder otorgarle una calificación jurídica única, se podría decir que su naturaleza jurídica es, al mismo tiempo, la de un contrato de financiación por su función crediticia y la de garantía real.

Con carácter general, en este tipo de operaciones, la cesión de derechos de crédito derivados de arrendamientos financieros suele abarcar el principal de todas las cuotas que están pendientes de vencimiento y la carga financiera (los intereses por la financiación del activo). Sin embargo, se excluyen los intereses de demora, los impuestos, la opción de compra del arrendatario y el valor residual del bien.

En segundo lugar, lo relativo a la titulización de líneas de crédito corporativas. Las líneas de crédito son contratos que permiten abrir una cuenta de crédito en una entidad de crédito determinada y conceden al cliente el derecho, pero no la obligación, de llevar a cabo cargos y abonos en la misma. Suele pactarse un límite máximo de disposición y, además, se cobra un tipo de interés concreto por los importes dispuestos. También se pactan comisiones de disponibilidad para contrarrestar el hecho de que el cliente cuenta con el derecho a disponer de la línea en cualquier momento. De esta manera, el límite dispuesto va variando dependiendo

²¹ *Leasing: concepto, modalidades y características* - Cliente Bancario, Banco de España. (s.f.). https://cliente bancario.bde.es/pcb/es/menu-horizontal/productoservici/pymesautonomos/guia-textual/leasingrenting/Leasing_concep_336d071cbf28d51.html

de los movimientos que se realicen. El objetivo de esta operación es la cesión de las cantidades dispuestas de las líneas de crédito en favor de un fondo de titulización de activos.

Finalmente, cabe mencionar la titulización de créditos comerciales. Este tipo de operaciones suelen desarrollarlas empresas industriales, aquellas que prestan servicios o proveen suministros y generan grandes cantidades de créditos que vencen a corto o medio plazo. Hay dos maneras de ejecutar estas operaciones; a través de estructuras internacionales o mediante un fondo de titulización de activos nacional. La primera de las formas implica que una empresa española ceda sus derechos de crédito generados a un fondo de titulización de activos extranjero (domiciliado habitualmente en Irlanda o Luxemburgo) creado para adquirirlos. Sin embargo, en la estructura nacional, suelen intervenir fondos de titulización cuyo carácter es privado. Esto implica que los bonos de titulización que se emitan no serán admitidos en ningún mercado organizado. Estos bonos, los emite el fondo de titulización para su suscripción posterior por entidades de crédito que, los cederán a fondos de titulización, pero esta vez situados fuera de España, de nuevo.²²

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*”.²³

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

²² Mínguez, R., & De La Torre, J. (2010). Análisis jurídico de la titulización como alternativa de financiación corporativa en la actual crisis crediticia. *Revista del Derecho del Mercado de Valores*, 6.

²³ Martín, R. (2014). Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis.

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. Además, 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 que se cumpla 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, por último, 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.²⁴

3.3. Titulización de facturas y alquileres

Dentro de la titulización de facturas podemos encontrar dos tipos de operaciones. La primera de ellas engloba a los originadores de las facturas que han sido compradas a terceros. Se trata de una actividad de factoring sin recurso, es decir, el tercero ya no tiene responsabilidad sobre el posible impago de esas facturas. El segundo tipo sería la operación que llevan a cabo empresas que acumulan facturas en los activos de sus balances y se embarcan en la titulización como fuente de financiación a través de un factoring. Estas empresas no siempre son del sector bancario, a pesar de ser una actividad asociada habitualmente a ellas.

Al operar un factoring sin contar con apoyo bancario, la titulización de facturas, que suele acompañarse de alguna garantía o seguro, les abre paso a una forma de financiación alternativa

²⁴ de España, B. (2013). Un análisis de la situación del crédito en España. *Boletín Económico*.

a la deuda. De hecho, las empresas que cuentan con una cartera de clientes y una calidad crediticia que ha sido contrastada, la titulización les consigue una forma propia de descuento, mediante un vehículo de uso exclusivo.

En ambas operaciones, ya sea con facturas de sus propios clientes como con facturas de terceros, la titulización de ellas da a las empresas dos alternativas de financiación. Por un lado, a corto plazo, correspondiente con la vida media de las facturas, construyendo un sistema de pagarés (*Asset Backed Commercial Paper o ABCP*). Por otro lado, más a medio plazo, recurriendo a un método revolving (disponer de un crédito, con un límite marcado y amortizarlo en determinadas cuotas). En el primer método, las condiciones del mercado a lo largo de la vida del sistema van a afectar a la financiación. En el caso del segundo, la financiación está asegurada a lo largo de la duración del bono.²⁵

En lo que se refiere a la titulización de arrendamientos, a pesar de que desde el Real Decreto 926/1998 ya se permitía, nunca ha llegado a ser utilizado en la práctica. Los vehículos puestos en marcha para fomentar el alquiler han resultado un fracaso puesto que no estaban generalizados. Estos vehículos han tomado, además, múltiples formas; fondos y sociedades de inversión, sociedades de alquiler o la versión española de los Real State Investment Trust conocida como Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI).²⁶

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 o CCABS*) 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.

²⁵ Trujillo, J. A. (s. f.). Titulización de activos tras la crisis financiera. En *El futuro del sector bancario español tras la reestructuración* (pp. 223-244). Mediterráneo Económico.

²⁶ Nasarre Aznar, S., García, M. O., & Xerri, K. (2014). ¿Puede Ser El Alquiler Una Alternativa Real Al Dominio Como Forma De Acceso a La Vivienda? *Una Comparativa Legal Portugal-España-Malta*.

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 cuentas de sus últimos tres ejercicios con opinión favorable sobre el último de ellos. Además, 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.²⁷

3.5.La titulación de las carreteras de peaje

Es una forma de titulación de activos ilíquidos que ha sido implantada en varias regiones de Europa y que, aunque aún no lo ha hecho, podría llegar a España. La titulación de las carreteras de peaje es un mecanismo financiero que transforma los flujos de ingresos obtenidos de los peajes en valores negociables en el mercado de capitales. Es similar a los valores respaldados por hipotecas y a los valores respaldados por activos puesto que los pagos que reciben los inversores se basan en ingresos generados por las infraestructuras de transporte. Los tipos de peajes que considera este modelo son dos; por un lado, el peaje directo, el más típico en Europa y en el cual los usuarios pagan por el uso de la infraestructura y, por otro lado, el peaje en la sombra, en el que la Administración Pública correspondiente paga a la entidad concesionaria en función del tráfico que registre.

El modelo de titulación de carreteras de peaje se compone, por un lado, de la creación de una Sociedad de Propósito Especial (SPV). La entidad concesionaria de la autopista transfiere sus derechos de cobro de los peajes a la SPV y esta será quien emita los bonos en el mercado financiero respaldados por esos derechos de cobro. A continuación, a la hora de estructurar los bonos, se crean diferentes tramos de deuda que varían en rentabilidad y riesgo. Así, inversores con perfiles distintos de riesgo pueden comprar bonos que se ajusten a sus necesidades. Finalmente, la SPV recibe los pagos de los peajes y utiliza esos ingresos para pagar los intereses y el principal a los inversores. Una vez amortizada la deuda, la entidad concesionaria recuperará la gestión de la carretera o el Estado decidirá su futuro.

En España, es factible la aplicación de dicho modelo porque cuenta con una amplia red de carreteras de peaje, muchas de las cuales se gestionan bajo contratos de concesión. Además, existen autopistas con problemas financieros, lo que, sumado a la recuperación de concesiones por el Estado genera debate sobre la viabilidad del modelo actual. Con esta nueva manera, en lugar de depender de los presupuestos estatales, las nuevas autopistas podrían crearse bajo un esquema de financiación estructurada desde el principio. Así, se reduciría la carga financiera

²⁷ 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.

del Estado y se permitiría participar a inversores privados. Finalmente, si el modelo funciona en las autopistas de peaje, la titulización podría ampliarse a inversiones en ferrocarriles, aeropuertos o puertos, optimizando así la financiación de grandes proyectos de transporte.²⁸

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.

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

²⁸ Vergara, C., & Cabañero, J. A. (2010). Titulización de carreteras de peaje: un enfoque global en "project finance". Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad, (98), 58-73.

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 serán 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 cinco años a proyectos verdes.²⁹

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.³⁰

CAPÍTULO 6. 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

²⁹ García, S. B. (2024). La titulización verde se abre camino en España. *Anuario Jurídico y Económico Escurialense*, (57).

³⁰ 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>

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”³¹

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.³²

1. TITULIZACIÓN HIPOTECARIA Y LA CRISIS SUBPRIME

La crisis relacionada con la tecnología que tuvo lugar entre los años 2000 y 2001 generó que mucho capital fuera invertido en bienes inmuebles. La bajada de los tipos de interés y el crecimiento de la demanda de inmuebles hizo subir los precios. Se habla de una burbuja especulativa en torno a los inmuebles, pues se adquieren por apalancamiento, es decir, mediante préstamos hipotecarios. Millones de estadounidenses adquirieron sus viviendas ya que los tipos de interés estaban bajos y los créditos se concedían fácilmente. Sin embargo, se empiezan a conceder hipotecas arriesgadas porque los bancos estadounidenses ven que su negocio tradicional, basado en la diferencia entre el tipo de interés al que prestan dinero a los particulares y el tipo de interés al que remuneran sus depósitos, ya no es tan rentable. El riesgo de estas hipotecas se encuentra en que se conceden a personas sin recursos, a las cuales les cobran un interés y comisiones superiores dado ese riesgo existente. Este tipo de hipotecas recibe el nombre de subprime.

Además de estos ingresos, los bancos buscaban obtener más recursos mediante la titulización de esas hipotecas. Los bancos de inversión compraban la deuda hipotecaria para venderla después. Seguían el modelo “crear para distribuir”, es decir, comprar la deuda, titularla y venderla.³³ Así, la titulización durante esos años no solo tenía lugar para hipotecas con riesgos

³¹ de Magallanes, J. M. M. LA TITULIZACIÓN

³² Maza L. A. y García-Vaquero V, *Op cit.* p.55

³³ Blackburn, R. (2008). La crisis de las hipotecas subprime. *New left review*, 50, p.63

habituales sino también para las hipotecas subprime. Estas titulizaciones se comercializaban en el mercado estadounidense, pero también en mercados internacionales. De esta manera, los bancos estadounidenses recibían financiación adicional y con ello podían conceder más préstamos hipotecarios.

Las titulizaciones hipotecarias (*Mortgage Backed Securities o MBS*) fueron inicialmente clasificadas en; investment grade, las mejores hipotecas (*prime*), las intermedias (*mezzanine*) y equity, las peores hipotecas (*subprime*) Estas fueron recalificadas posteriormente y comenzaron a ser negociadas en paquetes formadas por hipotecas de los tres tipos con una calificación máxima. Se les denominó obligaciones de deuda garantizada (*Collateralized Debt Obligation o CDO*) Una vez que se tenía acceso directo a las hipotecas subprime, los bancos y hedge funds aumentaron su margen para crear lotes de CDO y diversificar así el riesgo. Un único instrumento se componía de miles de hipotecas y ese conjunto de deuda se dividía en diez tramos. Cada tramo representaba un derecho sobre las rentas que resultasen de las hipotecas subyacentes. El tramo más bajo era el de mayor riesgo de impago así hasta los tramos senior, con menor riesgo de impago y, por tanto, menor rentabilidad.³⁴ Estas titulizaciones fueron adquiridas por diversos tipos de inversores e instituciones pertenecientes a varios países.

A partir de 2004, la Reserva Federal Americana comenzó a incrementar los tipos de interés buscando el control de la inflación. Sin embargo, en ese momento se desencadenaron los problemas; los precios de las viviendas bajaron y, con ello, el número de bienes inmuebles vendidos. En marzo de 2007, la bolsa de Nueva York suspendió New Century Financial, una empresa que aseguraba los tramos de la deuda hipotecaria de la mayoría de los bancos grandes. Para entonces, los tramos de CDO ya se consideraban residuos tóxicos. Habían pasado de conceder una rentabilidad firme a ser una fuente de pérdidas. Los bancos, como propietarios, tenían que enfrentarse a sus obligaciones frente a los tenedores, pero la venta de hipotecas titulizadas u otros títulos no era posible porque nadie quería comprar.³⁵ A su vez, comienzan a aumentar las ejecuciones por impago de muchas hipotecas ya que muchas familias no podían asumir las cuotas hipotecarias crecientes. Todo ello genera la quiebra de alrededor de 50 entidades hipotecarias. Sin embargo, la complejidad de los productos financieros dificultó el

³⁴ Blackburn, R. *Ibid*, p.65

³⁵ Blackburn, R. *Ibid*, p.68

cálculo de los riesgos por parte de las autoridades y, por tanto, existía confianza plena en los nuevos productos financieros emitidos.³⁶

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

2. TITULIZACIÓN DE ACTIVOS ILÍQUIDOS EN EE. UU.

2.1. Titulización de préstamos para automóviles

Como se mencionaba, este tipo de titulizaciones se originó en 1985, cuando se abrió paso a activos diferentes a las hipotecas. Los bonos que se emitían con el respaldo de esta clase de activos tenían un período de amortización de entre tres y cinco años. Además, existían tres estructuras clásicas que fueron llevadas a cabo por importantes empresas estadounidenses del sector del automóvil.

La primera de ellas se conoce como estructura pass-through. En ella los préstamos concedidos se venden a un grantor trust, una figura equivalente a un fondo de titulización español, pero con características diferentes. Este grantor será quien emita los bonos. Cada uno de los inversores va a recibir una parte proporcional de los flujos de caja de los préstamos para automóviles que queden tras el descuento de las comisiones de administración y gestión. Un ejemplo de esta estructura fue el desarrollado por Marine Midland Bank, una filial de Marine Midland Banks, Inc. Esta vendió sus préstamos a MM Car Finance, Inc, la cual a su vez los vendió a un grantor trust que emitió los bonos.

La segunda estructura sería de tipo pay-through. Un ejemplo claro fue el llevado a cabo por Chrysler Auto Receivables Company (CARCO). El proceso de titulización comenzó con la venta de Chrysler Finance a Chrysler Credit de sus préstamos asociados a la adquisición de vehículos. A su vez, Chrysler Credit vendió esos préstamos a CARCO. Finalmente, CARCO emitió títulos garantizados por la participación en un 75% de los intereses de la cartera de préstamos.

Finalmente, la última estructura se denomina de tipo pago fijo. Aquí no existen las amortizaciones anticipadas, los pagos realizados a los inversores tienen periodicidad trimestral

³⁶ Peláez, E. & Agencia Estatal de Administración Tributaria. (2011). Crisis financiera y crisis económica. *Cuadernos de Formación*, 12/2011, 112-113.

y su importe es fijo. Así, los pagos no dependen de los flujos de caja que generen los activos de respaldo. La primera vez que se usó este tipo de estructura fue por General Motors Acceptance Corporation (GMAC). GMAC vendió sus préstamos a Asset-Backed Securities Corporation (ASBC), una filial de First Boston, un banco de inversión ubicado en Nueva York. ASBC emitió bonos de tres clases. Además, siguiendo la estructura, el principal se amortizó siguiendo un esquema que impedía la amortización anticipada. De esta manera, los títulos de la clase 1 vencían antes que los de la clase 2 y estos, a su vez, vencían antes que los de la clase 3.³⁷

2.2. Titulización de liquidaciones de seguros de vida

Tras la crisis financiera, en 2009, se desarrolló un mercado creciente de titulización de liquidaciones de seguros de vida. Un acuerdo de liquidación de seguro de vida consiste en un contrato que otorga a los titulares de pólizas de seguros de vida muy ancianos o con enfermedades terminales, la posibilidad de liquidarlas y conseguir el dinero antes de fallecer. En ese momento, los bancos de inversión de Wall Street se plantearon comprar liquidaciones de seguros de vida y titular miles de pólizas juntas en bonos. Estos bonos, a su vez, se venderían a inversores, ya fuesen fondos de pensiones u otros inversores grandes. Además, las compañías de seguros de vida utilizaban los bonos titulizados para cubrir sus carteras contra el riesgo de muerte prematura. Posteriormente, estos bonos generarían un flujo de ingresos a partir de los pagos del seguro que se hacen efectivos al fallecer los titulares originales de la póliza. De esta manera, los bancos obtendrían ganancias por las comisiones de creación de los bonos, por su reventa y, finalmente, por el comercio posterior de estos.

La titulización de liquidaciones de seguros de vida se ve influenciada por el riesgo de las tasas de mortalidad. Sin embargo, deben centrar la atención en el riesgo de que una persona asegurada viva más tiempo del esperado según los cálculos actuariales. Mayor será el rendimiento del bono titulizado cuanto antes fallezca el titular de la póliza. Si, por el contrario, la persona asegurada vive más de lo que se ha previsto, el valor de la cartera titulizada decrece, llegando a generar incluso pérdidas.

En el año 2009, el mercado de pólizas de seguro de vida se valoraba en 26 billones de dólares en Estados Unidos. Sin embargo, numerosos autores entraron a criticar la ética de la titulización

³⁷ Alonso González, P. (2006). *La titulización de bienes tangibles*. Universidad Complutense de Madrid, Servicio de Publicaciones.

de liquidaciones de seguros de vida. Además, se establecieron comparaciones con el exceso de titulización de hipotecas subprime y se criticó con ello la avaricia creada por ese proceso. Así, este mercado empezó a perder importancia.³⁸

2.3. Titulización de las remesas de los trabajadores

Este tipo de titulización no es la más frecuente en Estados Unidos. Sin embargo, sí lo es en países de Latinoamérica y los ingresos que se usan proceden de Estados Unidos en su gran mayoría.

Las remesas son flujos financieros que las personas migrantes envían a sus familiares residentes en sus países de origen. Estas remesas no son solo dinero efectivo, sino que también pueden incluir recursos sociales, políticos y técnicos. Además, pueden llevarse a cabo mediante transferencia bancaria, pago con cheque o incluso pago con tarjeta de crédito. Estas remesas junto a la compensación de empleados y las transferencias de migrantes suponen flujos clave para la financiación de países emergentes.

La primera vez que tuvo lugar este tipo de titulización fue en México en 1994 como respuesta a la crisis financiera que vivía el país en ese momento. La confianza de los inversores había decaído y México tuvo que buscar nuevas formas de financiarse. A partir de ese momento, la titulización de remesas ha sido promovida hasta por el Banco Mundial.

El proceso de titulización de remesas se compone de tres elementos; el originador, el Vehículo de Propósito Especial (SPV) y los inversores. El primero de ellos, el originador, es el banco que busca recaudar capital y el cual compromete sus futuras remesas a una SPV que emite, posteriormente, deuda a corto plazo. La Entidad de Propósito Especial recolecta dichos flujos de remesas, emite la deuda mencionada y paga lo conveniente a los inversores, además de devolver el excedente al banco. Así, la SPV tiene el derecho prioritario de recibir los pagos de transferencias de los migrantes y acumula el dinero en una cuenta que administra un fideicomisario. Esta cuenta se mantiene hasta la fecha del pago del capital y los intereses a los inversores y, posteriormente, el fideicomisario devolverá el efectivo restante al banco originador.

³⁸ Buchanan, B. G. (2017). The way we live now: Financialization and securitization. *Research in International Business and Finance*, 39, p.672.

La titulización de remesas tiene algunos riesgos puesto que las estructuras de las tarifas tienden a ser opacas, con cargos ocultos y, además, los tipos de cambio no suelen ser favorables. Sin embargo, es verdad que el modelo permite evitar las preocupaciones sobre el riesgo soberano puesto que los originadores pueden conseguir una calificación crediticia superior a la calificación soberana del país donde operan si implementan con éxito el sistema. Lo que se enfatiza en el análisis de calificaciones es la solidez del originador.³⁹

2.4. Titulización de derechos de Propiedad Intelectual

En 1997, tuvo lugar un punto de inflexión en la titulización moderna puesto que la titulización de propiedad intelectual (PI) cambió la industria. El caso más conocido fue el de David Bowie, el cual titulizó sus derechos sobre sus ingresos futuros de veinticinco de sus álbumes por un período aproximado de diez años. Con ello buscaba recaudar capital para adquisiciones que necesitaba llevar a cabo. Se conocían como “Bowie Bonds” y, como todas las titulizaciones de propiedad intelectual, no tenían préstamos reales como respaldo. Esta es la principal diferencia con los ABS y MBS que se basan en flujos de ingresos verificables de cuentas por cobrar o préstamos que existen. Muchas titulizaciones de propiedad intelectual son sin recurso, es decir, la empresa emisora no tiene responsabilidad posterior a la titulización. Esto es lo que hizo que, a partir de la crisis financiera, su volumen disminuyera, pues en una era post-crisis se busca que los emisores asuman parte del riesgo.

Una de las críticas a la crisis financiera fue la alta dependencia de la deuda y los beneficios a corto plazo. Esta misma crítica puede aplicarse a este tipo de titulización. La incertidumbre sobre si van a tener lugar realmente las ventas futuras atribuye a la titulización de propiedad intelectual alto riesgo. Este motivo puede llevar a que algunos inversores se vean menos atraídos.

Las titulizaciones de propiedad intelectual también se conocen como titulizaciones de flujos futuros (*Future Flow Securitizations*, FFS) Entre sus ventajas encontramos; i) que permite a las empresas sin calificación de grado de inversión obtener financiación con grado de inversión, ii) permite, igualmente, a las empresas recaudar fondos sin diluir la propiedad del capital y, iii) finalmente, no está limitada a grandes empresas, sino que puede aplicarse a todos los tamaños. Algunas de las empresas y artistas que han llevado a cabo este tipo de titulización son Iron Maiden, Rod Stewart, DreamWorks, Calvin Klein y Sears.

³⁹ Buchanan, B. G. *Ibid*, p.673.

El riesgo de la titulización de propiedad intelectual radica en su carácter especulativo, superior al de los ABS y MBS. Además, existen otros riesgos que se ligan a esta forma de titular. En primer lugar, el riesgo de liquidez o dificultad para hacer frente a las obligaciones a corto plazo. También, el riesgo de riesgo moral o situación en la que el inversor no tiene que asumir todos los costes asociados a sus acciones. En tercer lugar, el riesgo de eventos o probabilidad de que un hecho inesperado afecte a una empresa. Finalmente, a todos ellos cabe sumar el riesgo de marca, el cual se compara con la burbuja de las hipotecas subprime y se cree que al titular una marca, puede crearse poca o ninguna motivación para protegerla.⁴⁰

CAPÍTULO 7. CONCLUSIONES: ANÁLISIS COMPARATIVO ENTRE ESPAÑA Y ESTADOS UNIDOS

En primer lugar, en cuanto a las diferencias más generales, 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 mayor riesgo se encuentren más desarrollados en Estados Unidos, mientras que los de menor riesgo encuentran más 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 últimos 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.

Otra diferencia a resaltar entre ambos mercados y, quizás la más principal, se encuentra en el sistema “originar para distribuir” El hecho de que los préstamos se mantengan en el balance de las entidades emisoras por un tiempo hasta que se asignen, demuestra que la titulización española era una forma de obtener liquidez más que un fin en sí mismo. 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. En España, se sigue

⁴⁰ Buchanan, B. G. *Ibid*, p.672.

un modelo más conservador de “originar y retener”, donde los bancos mantienen parte del riesgo en sus balances.⁴¹

Si nos adentramos más en profundidad en la evolución de la titulización estudiada en Estados Unidos y España podemos apreciar que ambos países han seguido caminos diferentes. Esto puede deberse a factores regulatorios, la aversión al riesgo o al papel de las instituciones financieras en uno y otro. En Estados Unidos, el proceso de titulización comenzó en 1970 con la creación de Mortgage-Backed Securities (*MBS*) por agencias semipúblicas como Ginnie Mae, Fannie Mae y Freddie Mac. Todas ellas empezaron titulizando hipotecas residenciales transformando así préstamos en valores negociables y atrayendo a inversores institucionales. Durante la década siguiente, la titulización se expandió a otros activos como el leasing de equipos informáticos, tarjetas de crédito o préstamos para automóviles.

En los años 90 y principios de los 2000, la diversificación creció más con la llegada de las Obligaciones de Deuda Garantizada (*CDO*), productos financieros más complejos en los que se mezclaban distintos activos titulizados. Sin embargo, esta innovación sumada a la falta de control provocó la crisis financiera de 2008, en la que la titulización de hipotecas subprime hizo que el mercado colapsara. Como consecuencia de ello, se introdujeron regulaciones más estrictas como las normas de Basilea III.

En lo que a España se refiere, la titulización tuvo un desarrollo más tardío y conservador. En la década de 1980, las emisiones giraban en torno a bonos y cédulas hipotecarias que abrían la posibilidad de movilizar los créditos sin eliminar el riesgo de los balances bancarios. La titulización fuera de balance no llegó hasta 1992, pero su verdadero desarrollo fue en 1998 con la creación de los Fondos de Titulización de Activos (FTA) que permitieron titular una gran variedad de activos distintos a las hipotecas. En los años 2000, el mercado español creció dada la alta demanda de crédito y la caída de los tipos de interés. Sin embargo, la crisis de 2008 llegó también a España, aunque de forma menos severa que en Estados Unidos dada la menor exposición a los CDOs de alto riesgo. Después de la crisis, el mercado de titulización español se reconfiguró dando más énfasis a la financiación empresarial y al desarrollo de la titulización verde.

⁴¹ de Magallanes, *Op cit*, p.19

Si nos centramos en el impacto de la crisis del 2008 en ambos países, vemos como en Estados Unidos provocó el colapso del mercado de CDO y MBS y esto, a su vez, afectó a todo el sistema financiero global, llevando a la quiebra a grandes instituciones y requiriendo rescates gubernamentales. En España, la crisis afectó a la confianza en el mercado de titulizaciones, pero su impacto, como se decía, fue menos severo dado que el país no había desarrollado un mercado de alto riesgo tan complejo como el estadounidense. Sin embargo, el mercado tuvo un parón temporal que hizo que el gobierno tuviera que intervenir con medidas como el Fondo de Adquisición de Activos Financieros para sostener la liquidez del sistema. Esto último marca otra diferencia clave porque, así como en Estados Unidos la titulización la impulsa principalmente el mercado privado, en España muchas operaciones requieren apoyo institucional como los FTPYME.

Respecto al tipo de activos titulizados, Estados Unidos ha demostrado mayor diversificación. Comenzó con hipotecas residenciales, pero con el tiempo se expandió a activos como los créditos al consumo (tarjetas de crédito y préstamos para automóviles) y productos financieros más sofisticados como los CDOs. Además, poco a poco surgieron nuevas formas de titularizar activos no tradicionales como los derechos de propiedad intelectual, las liquidaciones de seguros de vida y los flujos de remesas enviadas por trabajadores migrantes.

España, por su parte, ha mantenido un enfoque más tradicional en la titulización. En sus inicios se centró en hipotecas residenciales exclusivamente, pero posteriormente amplió su alcance a préstamos a pequeñas y medianas empresas, facturas, alquileres, leasing y cuentas por cobrar de tarjetas de crédito. En los últimos años el país ha apostado por la titulización verde, con bonos que se destinan a financiar proyectos sostenibles y energías renovables.

De cara al futuro, ambos países han demostrado que la titulización sigue siendo una herramienta para su financiación y para la gestión del riesgo en los mercados de capital. Por ese motivo, la titulización en Estados Unidos, dado su potencial, puede continuar diversificándose con nuevos activos. Del mismo modo, en España, se puede llegar a implantar la titulización de carreteras de peaje u otros proyectos de infraestructura. De cualquier manera, la tendencia apunta hacia el crecimiento de la titulización verde dada la preocupación creciente por la sostenibilidad.

CAPÍTULO 8. BIBLIOGRAFÍA

Alonso González, P. (2006). *La titulación de bienes tangibles*. Universidad Complutense de Madrid, Servicio de Publicaciones.

Arce, Ó., Ispuerto, A., & Martín, R. (2012). Hacia mercados secundarios de titulación líquidos y eficientes. *Estabilidad Financiera/Banco de España*, 22 (mayo 2012), p. 75-95.

Banco de España, Pérez, D., y Catarineu, E. (s. f.). La titulación de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial. *Estabilidad Financiera*, 14.

Blackburn, R. (2008). La crisis de las hipotecas subprime. *New left review*, 50, 53-96.

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

BoE, E. C. B. (2014). *The case for a better functioning securitisation market in the european union*. Discussion Paper, May.

Buchanan, B. G. (2017). The way we live now: Financialization and securitization. *Research in International Business and Finance*, 39, 663-677.

Colomer, I., González, S., López, M., Mohedano, L. y Banco de España. (2021). Novedades regulatorias en materia de solvencia, recuperación y resolubilidad bancarias. *Revista de Estabilidad Financiera*, 41.

Congreso Nacional, IX Congreso Hispano-Francés, Logroño (La Rioja), 16, 17 y 18 de junio, 1999 (pp. 73-76). Universidad de La Rioja.

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.

European Securitisation Forum. (s. f.). *European Securitisation: A Resource Guide*. <https://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/ABS/resourceguide.pdf>

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. y 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.

Jobst, A. J. (2008). Vuelta a lo esencial, ¿qué es la titulización? *Finanzas & Desarrollo*, 48-49. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2008/09/pdf/basics.pdf>

Leasing: concepto, modalidades y características - Cliente Bancario, Banco de España. (s. f.). https://clientebancario.bde.es/pcb/es/menu-horizontal/productoservici/pymesautonomos/guia-textual/leasingrenting/Leasing_concep_336d071cbf28d51.html

Losada López, R. y 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

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

Martín, M. del R. & CNMV. (2011). *La titulización en Europa durante la crisis*.

Mínguez, R., & De La Torre, J. (2010). Análisis jurídico de la titulización como alternativa de financiación corporativa en la actual crisis crediticia. *Revista del Derecho del Mercado de Valores*, 6.

Nasarre Aznar, S., Garcia, M. O., & Xerri, K. (2014). ¿ Puede Ser El Alquiler Una Alternativa Real Al Dominio Como Forma De Acceso a La Vivienda? *Una Comparativa Legal Portugal-España-Malta*.

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>

Peláez, E. & Agencia Estatal de Administración Tributaria. (2011). Crisis financiera y crisis económica. *Cuadernos de Formación*, 12/2011, 112-113.

Pérez Cimarra, I. (2014). La configuración del sector financiero tras la crisis económica: los acuerdos de Basilea III y sus consecuencias para el futuro del sector bancario

Trujillo, J. A. (s. f.). Titulización de activos tras la crisis financiera. En *El futuro del sector bancario español tras la reestructuración* (pp. 223-244). Mediterráneo Económico.

Universidad de Valencia. (s.f.). *Máster entidades de crédito*. Recuperado 28 de enero de 2025, de <http://uv.es/ecglez/albacete/tema%205/titulizacion%20parte%201%20albac%2015-16.pdf>

Vergara, C., & Cabañero, J. A. (2010). Titulización de carreteras de peaje: un enfoque global en " project finance". *Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad*, (98), 58-73.