

La titulización verde se abre camino en España

Securitisation makes headway in Spain

Dra. Susana BLANCO GARCÍA
Universidad Complutense de Madrid

Resumen: Los mercados financieros han activado el camino hacia el desarrollo de la financiación sostenible. La diversificación de fuentes de financiación genera economías más fuertes y robustas. Desde hace un tiempo, se está incrementando la demanda de finanzas sostenibles por parte del sistema financiero, un paso más en esta dirección es el desarrollo de la llamada Titulización Verde que busca sumarse al mercado de financiación sostenible. En nuestro país se ha realizado en los últimos meses la primera emisión de Titulización Verde, el RMBS *Green Prado XI*.

Abstract: Financial markets have activated the path towards the development of sustainable financing. The diversification of financing sources generates stronger and more robust economies. For some time now, the demand for sustainable finance by the financial system has been increasing. One more step in this direction is the development of the so-called Green Securitization that seeks to join the sustainable financing market. In our country, the first Green Securitization issue has been carried out in recent months, the RMBS Green Prado XI.

Palabras clave: Titulización verde, sostenibilidad, mercados financieros, cambio climático, bonos verde.

Keywords: Green securitisation, sustainability, financial markets, climate change, green bonds.

Sumario:

- I. **Introducción.**
- II. **Características de la titulización verde.**
 - 2.1. *¿Qué activos se pueden titular?*

III. Estructura de la titulación verde.

IV. Ejemplo español.

V. Referencias bibliográficas y otras fuentes.

Recibido: septiembre 2023.

Aceptado: noviembre 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Las naciones con tejido empresarial que canalizan sus vías de financiación hacia los mercados financieros, son más fuertes y resilientes. Desde sus orígenes, los mercados financieros han estado marcados por su función social: canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, por ello no son indiferentes al desarrollo hacia una sociedad y una economía cada día más sostenibles.

Últimamente se ha incrementado de forma importante la implementación de las finanzas sostenibles, aquellas que según CNMV “tienen por objeto la incorporación de elementos ambientales, sociales y de buen gobierno en la gestión empresarial, así como en la toma de decisiones de inversión”¹.

Este crecimiento de las finanzas sostenibles “los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU y la Agenda 2030, ya que requieren una inversión anual de 6 billones de dólares”, según datos del BME², hace necesaria la participación del sector privado.

Un importante paso más en este camino se está realizando a través de la llamada Titulización Verde que busca sumarse al mercado de la financiación sostenible.

II. CARACTERÍSTICAS DE LA TITULIZACIÓN VERDE

La titulización verde implica la titulización de activos financieros verdes, es decir instrumentos de capital y deuda emitidos por empresas que están comprometidas con los principios de la sostenibilidad ambiental con el fin de minimizar su impacto negativo en el planeta.

¹ <https://www.cnmv.es/portal/Finanzas-Sostenibles/Indice.aspx>.

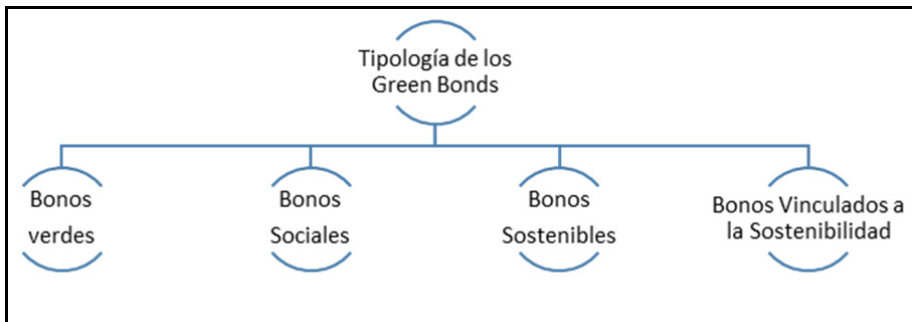
² <https://www.bolsasymercados.es/esp/Sostenibilidad/Finanzas-Sostenibles>

2.1. ¿Qué activos se pueden titular?

En lo que respecta a los activos de deuda, bonos y préstamos, están regidos por principios o normas recogidas en *The Green Bonds Principles (GBP)*³, un conjunto de guías o tratados voluntarios con el fin prioritario de activar la función de los mercados de capitales de deuda mundiales en la financiación de las economías verdes y socialmente comprometidas.

Los bonos dedicados a promover este objetivo, se tipifican según el gráfico 1:

Gráfico 1



Al ser bonos, todos funcionan con las características propias comunes a este tipo de instrumento financiero. La diferencia entre ellos está en el objetivo final de la financiación.

Bonos Verdes, son aquellos cuya emisión están destinados únicamente a financiar o refinanciar, en todo o en parte, proyectos verdes aptos según los criterios establecidos en los *Green Bonds Principles*.

Bonos Sociales, serían aquellos cuya emisión “están destinadas a proyectos que mejoren el entorno social, se rigen por los Principios de los Bonos” (SBP)⁴

Bonos Sostenibles, son aquellos cuya emisión “está destinada a financiar o refinanciar una combinación de Proyectos Verdes y Proyectos Sociales. Se rigen por los Principios de los Bonos Sostenibles” (SBG)⁵.

³ https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles_June-2022-280622.pdf.

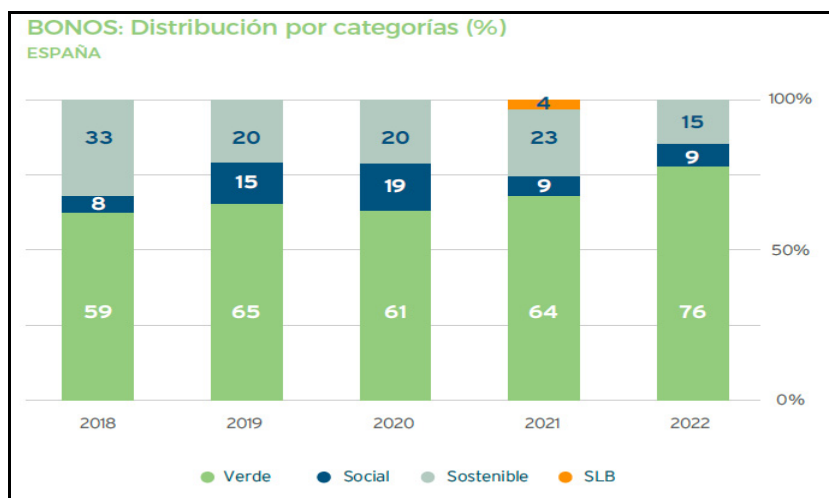
En estos momentos no existen unos principios exclusivos para los llamados préstamos verdes

⁴ https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Social-Bond-Principles_June-2022v3-020822.pdf.

Bonos vinculados a la Sostenibilidad, “son cualquier tipo de bono o instrumento cuyas características financieras y/o estructurales puede variar dependiendo de si el emisor logra los objetivos predefinidos. En ellos los emisores garantizan la implementación de futuras mejoras en los resultados de sostenibilidad dentro de una línea de tiempo predefinida. Se rigen por los Principios de los Bonos vinculados a la Sostenibilidad (SLBs)”⁶.

Como muestra el siguiente gráfico, de estas cuatro categorías, son precisamente los bonos verdes los que, con diferencia, tienen mayor peso dentro de las emisiones realizadas en España.

Gráfico 2



Fuente: Ofiso.

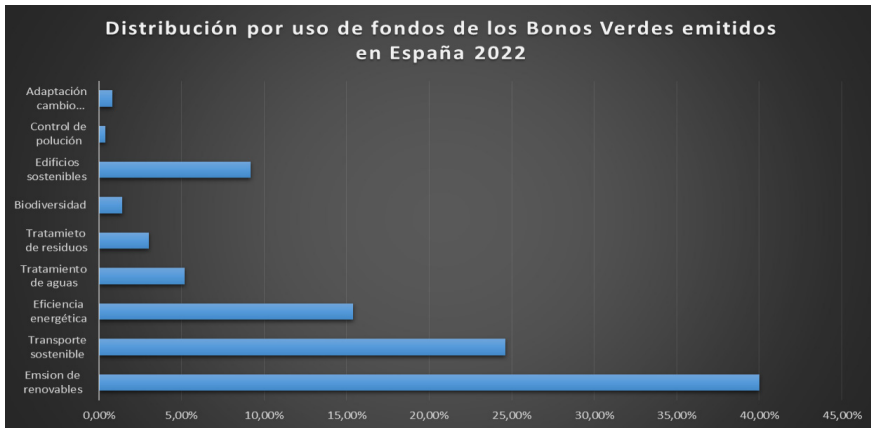
Como se puede observar los bonos verdes son mayoritariamente la categoría más emitida, representado el 76% de total de bonos emitidos, llegando a más que triplicar al resto.

Si analizamos distintas finalidades que, en el pasado año, han tenido las emisiones de bonos verdes, podemos comprobar que, en su mayor parte están destinadas a emisión de renovables, transporte sostenible y eficiencia energética, como se puede apreciar en el gráfico 3.

⁵ <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Sustainability-Bond-Guidelines-June-2021-140621.pdf>.

⁶ <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>.

Gráfico 3

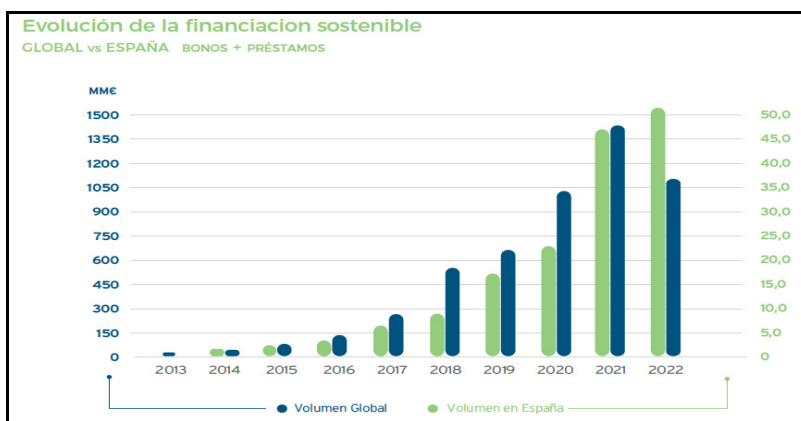


Fuente: Ofiso. Elaboración propia.

Respecto a la evolución de la financiación sostenible, si sumamos a las emisiones otras vías de financiación, como préstamos y créditos sostenibles, el volumen de financiación en 2022 ha sido inferior al del año 2021 a nivel global.

Sin embargo, en nuestro país se ha llegado hasta los 60.134 millones euros, que implica un aumento del 9% respecto al 2021, básicamente debido al crecimiento de la financiación bancaria que compensó la caída de financiación vía bonos, según datos de OFISO⁷.

Gráfico 4



Fuente: Ofiso.

⁷ OFISO Informe Anual 2022, p. 7.

Con los datos expuestos, se hace fácil entender que, como instrumento financiero, la titulización de activos quiera incorporarse al mercado de financiación sostenible.

III. ESTRUCTURA DE LA TITULIZACION VERDE

La titulización es una técnica financiera de largo recorrido en nuestro país, iniciada hace más de treinta años⁸. Según Blanco et al., “se puede definir como el proceso mediante el cual activos del balance de una entidad, financiera o no, pueden ser, generalmente previa agregación y modificación de algunas de sus características, vendidos en todo o en parte a los inversores en forma de títulos o activos negociables”⁹.

Como señala Blanco y Carvajal, “todo proceso de titulización conlleva la transformación de un conjunto de activos heterogéneos en cuanto a sus características financieras (valor nominal, intereses, índice de referencia, vencimiento, sistema de amortización, riesgo, etc.) en otro paquete de activos seriados, de mayor importe, fácil transmisión, líquidos, de igual amortización y con riesgo crediticio mejorado”¹⁰.

Dichos autores, establecen que la titulización se caracteriza por:

1. La agrupación de un conjunto de activos y por la emisión de valores con cargo a dicho conjunto, de forma que la puesta en común del riesgo asociado al proceso de titulización se convierte en una característica diferencial.

2. La figura jurídica denominada Fondo de Titulización¹¹ “al cual se transfiere y en el que se aísla el flujo de ingresos que se deriva de la titularidad de los activos a titularizar y que respalda el flujo de pagos asociado a los títulos emitidos”.

3. La aplicación de instrumentos financieros cuya finalidad es mejorar o incrementan la calidad crediticia de los valores emitidos por el Fondo de Titulización.

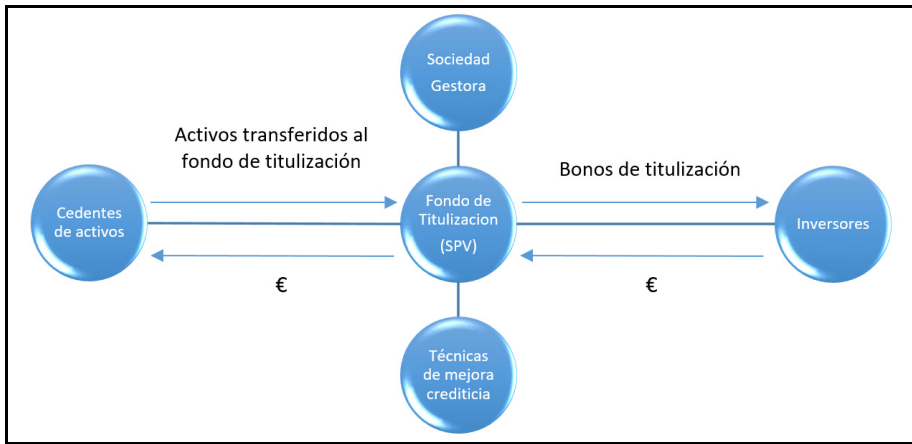
⁸ La regulación del proceso de titulización en España se inicia con la aprobación de la Ley 19/1992 de 7 de julio, que regula los Fondos de Titulización Hipotecaria y las Sociedades Gestoras de dichos Fondos

⁹ BLANCO GARCÍA, S; BAQUERO LÓPEZ M.J, y CARVAJAL MOLINA P., *El proceso financiero de Titulización de Activos*. Dykinson 2001. ISBN84-8155-719-6, p. 15.

¹⁰ BLANCO GARCÍA S., y CARVAJAL MOLINA, P., “Evolución del proceso de Titulización en España” Documento de Trabajo Facultad de CC Economicas y Empresariales UCM, nº 11, 2001, ISSN-e 2255-547

¹¹ En España, los vehículos específicos, SPV (del inglés, special purpose vehicle), reconocidos por ley para las emisiones de titulización son los llamados Fondos de Titulización

Gráfico 5.



Fuente: Elaboración propia.

A fecha de hoy no existe una descripción ampliamente aceptada del término, Titulización Verde. Según señala la Comisión Europea¹²: “El Reglamento relativo a la titulización solo impone una obligación limitada de divulgación de información en materia de sostenibilidad”.

Para las titulizaciones STC (simple, transparente y normalizado por sus siglas en inglés) el vendedor “debe publicar la información disponible sobre el comportamiento medio ambiental de los activos financieros mediante préstamos residenciales o préstamos para la adquisición o arrendamiento de automóviles”¹³.

A su vez, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés)¹⁴ desaconseja diseñar un entorno específico para la titulización verde a fecha de hoy, en función de los todavía reducidos niveles de activos financieros tipificados como verdes aptos para ser titulizados. Además se debe tener en cuenta que el mercado de titulización sostenible está iniciando su andadura y necesita recorrido para su desarrollo.

¹² Comisión Europea. Informe de la comisión al Parlamento Europeo y al Consejo sobre el funcionamiento del Reglamento relativo a la Titulización. Bruselas 10/102022:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:52022DC0517&from=EN>.

¹³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX%3A52022DC0517>. Punto 8. Titulización sostenible

¹⁴ EBA REPORT DEVELOPING A FRAMEWORK FOR SUSTAINABLE SECURITISATION EBA/REP/2022/06

https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf

La argumentación de la EBA se posiciona en que el próximo reglamento Green Bond Standard de la UE, (EU GBS) también debería aplicarse a la titulización, solo con algunos ajustes en el estándar. Sugiere que las disposiciones de EU GBS se apliquen a nivel de originador (en lugar de a nivel de emisor entidad de propósito especial de titulización). Esto permitiría una titulización que no esté respaldada por una cartera de activos verdes para cumplir con los requisitos UE GBS, siempre que el originador se comprometa a utilizar todos los ingresos del bono verde para generar nuevos activos verdes.

La EBA ve los ajustes propuestos como un paso intermedio para permitir que el mercado de titulización sostenible desarrolle y desempeñe un papel fundamental en la dotación de recursos que permitan la transformación de nuestro sistema hacia un modelo económico más verde en la Unión Europea. También están destinados a garantizar que la titulización se trate de manera coherente como otros tipos de valores respaldados por activos.

La calificación de “verde” puede asignarse por diferentes ítems:

A) Activos cedidos al fondo de titulización.

Los activos subyacentes transferidos al fondo de titulización son activos bajos en carbono y tienen clasificación de verdes. En el corto plazo, FitchRatings¹⁵ espera que las titulizaciones verdes en Europa, EE. UU., China y Australia se mantengan concentradas en las tres principales clases de activos verdes: préstamos hipotecarios para la adquisición de viviendas eficientes energéticamente o préstamos para mejoras de eficiencia energética en vivienda, préstamos para energía solar en techos y vehículos eléctricos.

Es decir, están respaldados por los criterios GBPs (no solo para bonos, sino también para préstamos, en sus distintas tipologías: bonos verdes, sostenibles, sociales y SLBs).

Según datos de Climate Bonds Initiative¹⁶, gráfico 6 los volúmenes de GSS¹⁷ del primer semestre de 2022 alcanzaron los 417 800 millones de USD.

¹⁵ FitchRatings. Green and Social Securitisation: Global Momentum to Continue 15/3/2022: <https://www.fitchratings.com/research/structured-finance/green-social-securitisation-global-momentum-to-continue-15-03-2022>

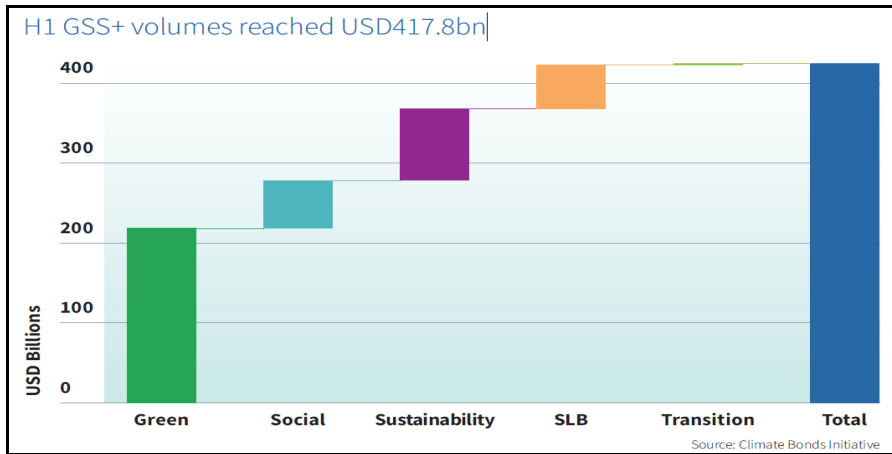
¹⁶ Climante Bonds Initiative “Summary H1 2022” August 2022.

https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsum_h1_2022_02c.pdf

¹⁷ Bonos sostenibles, sociales, verdes y vinculados a la sostenibilidad y a la transición (GSS+)

Se incorpora una etiqueta más al mercado de finanzas sostenible.

Gráfico 6.



B) El importe de la colocación de los bonos titulizados tiene como finalidad la financiación de proyectos etiquetados como “proyectos verdes” según los requisitos de los International Capital Market Association (ICMA) Green Bond Principles.

La aplicación de la titulización de bonos verdes en la Unión Europea se basa¹⁸:

1.- Propósito y contenido de los bonos verdes titulizados:

- Utilizar el 100 % de sus ingresos para financiar inversiones que cumplan con la taxonomía de la UE27 en el momento de vencimiento del bono.
- Cumplir con el marco de divulgación GBS de la UE28.
- Ser revisado por un revisor externo, que este registrado y supervisado por el European Securities and Markets Authority (ESMA).

2.- Alcance de los Green Bond Standard europeos: La iniciativa legislativa de la Comisión de la UE pretende establecer un marco común que sea aplicable a todos los tipos de instrumentos de bonos, independientemente de su estructura y de la naturaleza de los emisores, siempre que el bono sea un instrumento de financiación de deuda o de capital donde la titulización se realice con una cesión real del subyacente.

¹⁸ DEVELOPING A FRAMEWORK FOR SUSTAINABLE SECURITISATION EBA/REP/2022/06:

https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf.

3.- Puntos a tener en cuenta en la titulización de los Green Bond Standard.

La aplicación de los requisitos de utilización de los ingresos a nivel del emisor/SSPE daría lugar a la aplicación de un enfoque basado en garantías, en el que el bono de titulización que busca una etiqueta EuGB tendría que estar respaldado por una cartera subyacente compuesta al 100% por activos alineados con la taxonomía de la UE, y el originador no estaría obligado a utilizar los ingresos del bono para generar nuevos activos verdes.

IV. EJEMPLO ESPAÑOL

Un ejemplo de lo dicho anteriormente sería la emisión el *Fondo Residential Mortgage-Backed Security (RMBS) Green Prado XI*.

Este fondo, es el primer ejemplo realizado en España de titulización pública bajo los criterios promulgados en los *Green Bond Principles* de la *International Capital Markets Association*. Esta titulización cumple además con los requerimientos STS recogidos en el Reglamento de Titulización (2017/2402/UE).

La función social de este fondo es fomentar el ahorro de energía y combatir la crisis climática siguiendo los criterios de Renovation Wave Strategy de la Comisión Europea, estrategia que tiene como objetivo “alcanzar la neutralidad climática para el año 2050” según se recoge en la Ley Europea del Clima¹⁹, aprobada el 28 de junio 2021.

Para conseguir ese objetivo., el grupo UCI²⁰, señala que “el fondo originará préstamos verdes, sostenibles, para particulares y comunidades de vecinos que estén destinados a la renovación de inmuebles que reduzcan el uso de energía, así como la edificación y compra de viviendas, con altas calidades de eficiencia energética, instalación, mantenimiento y reparación de equipos de climatización eficiente que reduzcan las tecnologías intensivas en carbono”.

El *Fondo RMBS Green Prado XI*, constituye la primea operación conjunta entre el Banco Europeo de Inversiones, Instituto de Crédito Oficial y la Unión de Créditos Inmobiliarios.

Características de la emisión:

¹⁹ <https://www.consilium.europa.eu/es/press/press-releases/2021/06/28/council-adopts-european-climate-law/>.

²⁰ <https://salaprensa.uci.com/el-grupo-bei-y-el-ico-invierten-en-nuestro-nuevo-fondo-de-titulizacion-rmbs-green-prado-xi/>.

Los activos cedentes están formados por préstamos hipotecarios originados en España, principalmente Cataluña (27.67%), Madrid (22.06%) y Andalucía (21.37%) y Portugal, vinculados al método de amortización francés y con un tipo de interés referenciado.

Aunque se estima que la tasa de impago sea reducida, existe un riesgo de impago vinculados a la situación macroeconómica y entorno de alta inflación (derivadas a raíz del Covid-19, la invasión rusa de Ucrania y las presiones inflacionistas que han afectados a los mercados de materias primas, influyendo todos estos factores en la actividad económica del país).

Los Bonos de Titulización emitidos están formados por cuatro categorías de bonos con distintas características y ratings:

- El primer bono, Clase A, está referenciado al Euribor a 3 meses más un diferencial, y su rating según Fitch es AAA
- El segundo bono, Clase B, también está referenciado al Euribor a 3 meses más un diferencial y su rating es AA
- El tercer bono, Clase C, tiene un tipo de interés fijo anual del 2% y su clasificación es A
- El cuarto bono, Clase D, también es a tipo de interés fijo y no tiene rating

Respecto de los ingresos obtenidos por la colocación los bonos (tanto de la Clase A como de la Clase B) por parte de los inversores²¹, UCI, como originador, destinará en un lustro, 200 millones a proyectos verdes.

Según el grupo UCI, se calcula que en la Península Ibérica, el ahorro energético final desarrollado por el fondo sea de 396 Gwh al año y de 100.904 toneladas/año de CO₂, equivalentes al consumo anual de energía de 28.937 hogares.

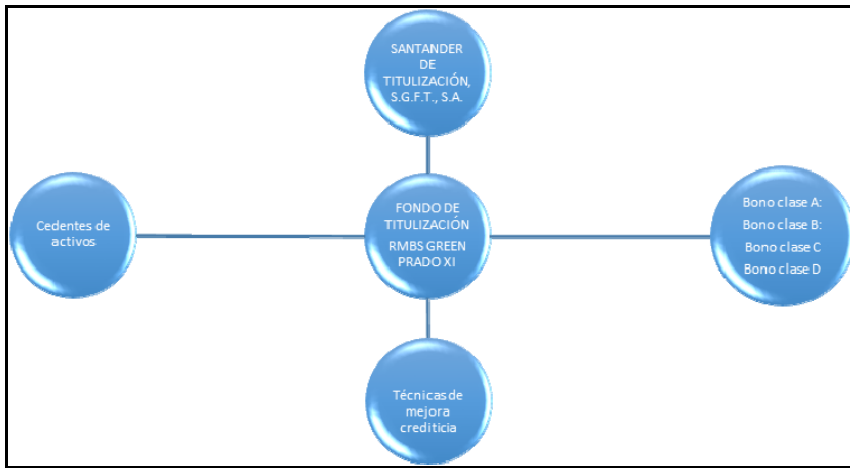
Técnicas de mejora crediticia

Otra de las características propias de la estructura de un fondo de titulización, son las técnicas de mejora crediticia que se aplican. En este caso, según la información recogida en el folleto de emisión del fondo las técnicas son las siguientes:

- Fondo de Reserva. Con la finalidad de reducir los riesgos de crédito y tipo de interés de los préstamos que forman el subyacente
- Subordinación y/o pérdida de pago del cupón o principal entre las distintas clases o tramos de bonos de titulización emitidos:

²¹ Siempre mayoristas

- Los bonos de la clase A tiene prioridad en el cobro de flujos de caja respecto de la clase B, C y D
- Los bonos de clase B tiene prioridad en el cobro de los flujos de caja respecto de la clase C y D
- Los bonos de la clase C tiene prioridad en el cobro de flujos de caja respecto de la clase D
- Los bonos de la clase D no serán amortizados en su totalidad mientras los bonos de la clase C no hayan sido reembolsados en su totalidad.



Por último, señalar que los bonos emitidos por este fondo, se negocian en el mercado regulado de deuda corporativa AIAF

Clase	ISIN	Tipo de Activo	Emisor	Fecha Emisión	Fecha Vencimiento	Nominal Unitario	Divisa	Aval	Bonos emitidos
Bonos Clase A	ES0305710008	TITULACIÓN DE ACTIVOS	GREEN PRADO11	30/03/2023	01/10/2052	100.000,00	EUR	No	352.800.000
Bonos Clase B	ES0305710016	TITULACIÓN DE ACTIVOS	GREEN PRADO11	30/03/2023	01/10/2052	100.000,00	EUR	No	78.400.000
Bonos Clase C	ES0305710024	TITULACIÓN DE ACTIVOS	GREEN PRADO11	30/03/2023	01/10/2052	100.000,00	EUR	No	26.900.000
Bonos Clase D	ES0305710032	TITULACIÓN DE ACTIVOS	GREEN PRADO11	30/03/2023	01/10/2052	100.000,00	EUR	No	31.900.000

Como conclusión señalar, que en el futuro, la titulización de activos puede ser un elemento de apoyo para una mejor gestión energética de los edificios, que permita una mejor lucha contra el calentamiento del planeta y una aminoración del consumo de energía, proporcionando un ahorro en los costes de las viviendas residenciales.

En nuestro país se ha realizado en los últimos meses la primera emisión de ellos, el RMBS *Green Prado XI*, en un esfuerzo entre el BEI, el ICO, y la Unión de Créditos Inmobiliarios, y se espera que se continúe en el futuro.

V. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS Y OTRAS FUENTES

- BLANCO GARCÍA S., y CARVAJAL MOLINA P., *Evolución del proceso de Titulización en España* Documento de Trabajo Facultad de CC Económicas y Empresariales UCM, nº 11 (2001), ISSN-e 2255-547
- BLANCO GARCÍA, S; BAQUERO LÓPEZ MJ; CARVAJAL MOLINA P., *El proceso financiero de Titulización de Activos*. Dykinson, 2001, p. 15. ISBN84-8155-719-6.
- BOLSAS Y MERCADOS, *Finanzas Sostenibles*, 2022:
<https://www.bolsasymercados.es/esp/Sostenibilidad/Finanzas-Sostenibles>.
- CLIMANTE BONDS INIATIVE, *Summary H1 2022*:
https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsum_h1_2022_02c.pdf.
- CNMV, *Finanzas Sostenibles*, 2023:
<https://www.cnmv.es/portal/Finanzas-Sostenibles/Indice.aspx>.
- COMISION EUROPEA, *Informe de la comisión al Parlamento Europeo y al Consejo sobre el funcionamiento del Reglamento relativo a la Titulización*. Bruselas 2022, 10/102022:
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:52022DC0517&from=EN>.
- CONSEJO DE LA UNION EUROPEA, *El Consejo adopta la Ley Europea del Clima*, 2021:
<https://www.consilium.europa.eu/es/press/press-releases/2021/06/28/council-adopts-european-climate-law/>.
- EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Report Developing A Framework For Sustainable Securitisation*, Eba/Rep/2022/06, 2022:
https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf.
- FITCH RATINGS, *Green and Social Securitisation: Global Momentum to Continue*, (15/3/2022):
<https://www.fitchratings.com/research/structured-finance/green-social-securitisation-global-momentum-to-continue-15-03-2022>.
- ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles Voluntary Process Guidelines*, 2020:
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>.

- ICMA (2021) *Sustainability Bond Guidelines*, 2021:
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Sustainability-Bond-Guidelines-June-2021-140621.pdf>.
- ICMA, *Green Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, 2022:
https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles_June-2022-280622.pdf.
- ICMA, *Social Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds*, 2022:
https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Social-Bond-Principles_June-2022v3-020822.pdf.
- OFISO, *Informe Anual*, 2022:
<https://www.ofiso.es/files/informe-anual-OFISO-La-financiacion-Sostenible-en-Espana-en-2022.pdf>.
- UNION DE CRÉDITOS INMOBILIARIOS, *Comunicación corporativa. El Grupo BEI y el ICO invierten en nuestro nuevo fondo de titulización: RMBS Green Prado X*, (04/04/23):
<https://salaprensa.uci.com/el-grupo-bei-y-el-ico-invierten-en-nuestro-nuevo-fondo-de-titulizacion-rmbs-green-prado-x/>

