



# LA INTRODUCCIÓN DE UN RÉGIMEN STS PARA LA TITULIZACIÓN SINTÉTICA

## The introduction of an STS regime for synthetic securitisation

ANDREW JOHN O'FLYNN BRIGHT

Doctor en Derecho Mercantil por la Universidad de Valencia

Revista de Derecho del Sistema Financiero 5

DOI: <https://doi.org/10.32029/2695-9569.01.09.2023>

Marzo 2023

Págs. 297–324

**RESUMEN:** Los criterios STS fueron introducidos por el Reglamento de Titulización en un intento de revitalizar el mercado para titulaciones en Europa, al quitar el estigma a los productos de titulización que adquirieron como consecuencia de la percepción pública de su papel en la crisis financiera de 2008. Ese artículo pretende contextualizar la decisión de limitar el alcance del régimen STS para titulaciones sintéticas, creado por el Reglamento (UE) 2021/557, a las titulaciones sintéticas de balance, y examinar el contenido de las disposiciones del Reglamento.

**PALABRAS CLAVE:** Titulaciones sintéticas de balance – Las titulaciones sintéticas de arbitraje – Reglamento (UE) 2017/2402 – Reglamento (UE) 2021/557.

**ABSTRACT:** The STS criteria were introduced by the Securitisation Regulation in an attempt to revitalise the market for securitisations in Europe by removing the stigma that these products acquired as a result of the public perception of their role in the financial crisis of 2008. This article aims to contextualise the decision to limit the STS criteria for synthetic securitisations, created by European Regulation 2021/557 to balance sheet synthetic securitisations, and to examine the content of this Regulation's dispositions.

**KEYWORDS:** Balance sheet synthetic securitisation – Arbitraje synthetic securitisation – Regulation (EU) 2017/2402 – Regulation (EU) 2021/557.

Fecha de recepción: 13-12-2022

Fecha de aceptación: 23-12-2022

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN. II. LA TITULIZACIÓN SINTÉTICA. III. EL ORIGEN DE LA TITULIZACIÓN SINTÉTICA Y SU PAPEL COMO CATALIZADOR DE LA CRISIS FINANCIERA. 1. *El origen de las titulizaciones sintéticas*. 2. *Las empresas monoline como contrapartes de titulizaciones sintéticas*. 3. *El caso de AIG como contraparte de titulizaciones sintéticas*. 4. *El uso de las SIVs en la cadena de las titulizaciones sintéticas*. IV. LA CREACIÓN DE LAS TITULIZACIONES STC Y LA DECISIÓN DE PROMOVER STC PARA LAS TITULIZACIONES SINTÉTICAS. 1. *Los criterios STC de Basilea*. 2. *El Reglamento Europeo de Titulización y los criterios STS*. 3. *La decisión de promover un marco STS para las titulizaciones sintéticas de balance*. V. EL RÉGIMEN SINTÉTICO STS EN EL REGLAMENTO. 1. *Los criterios generales STS para las titulizaciones sintéticas*. 2. *Los criterios específicos para la titulización sintética*. VI. CONCLUSIONES. VII. BIBLIOGRAFÍA.

## I. INTRODUCCIÓN

Los criterios STS para las titulizaciones sintéticas se incorporaron a la legislación europea mediante el Reglamento (UE) 2021/557, que modificó el Reglamento sobre titulizaciones, Reglamento (UE) 2017/2402. El texto original del Reglamento sobre titulizaciones contenía un mandato que obligaba a la ABE, en cooperación con la AEVM y la AESPJ<sup>1</sup>, a elaborar un informe sobre la viabilidad de un marco STS para la titulización sintética. La evaluación de la EBA se basó en parte en el informe de la EBA sobre titulización sintética que se publicó en 2015<sup>2</sup>, y el texto de la evaluación se publicó el 6 de mayo de 2020<sup>3</sup>.

La evaluación de la ABE de 2020 recomendaba «establecer un marco intersectorial para la titulización sintética simple, transparente y normalizada que se limite a la titulización del balance»<sup>4</sup>.

Ese artículo tiene tres objetivos: (i) Explica el papel catalizador en la crisis financiera de las titulizaciones sintéticas de arbitraje (ii) Contextualizar la respuesta legislativa de la Unión Europea a la falta de confianza en los productos de titulización a través de la creación de los criterios STS (iii) Examinar los criterios STS específicos para la titulización sintética.

La titulización tuvo un papel fundamental en la crisis financiera de 2008, ya que expuso algunas de las debilidades estructurales en el sistema bancario occidental, sobre todo su dependencia de la financiación a corto

1. La Autoridad Bancaria Europea (ABE). ESMA (the European Securities and Markets Authority) es el acrónimo de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), una organización independiente creado por el Reglamento (UE) 1095/2010 que pretende contribuir a salvaguardar la estabilidad del sistema financiero de la UE mejorando la protección de los inversores y promoviendo mercados financieros estables y ordenados. AESPJ es el acrónimo de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, un organismo de supervisión de la Unión Europea junto con la ABE y la AEVM. La AESPJ fue creada por el Reglamento (UE) 1094/2010. El mandato para publicar el informe fue contenido en el artículo 45 del texto original del Reglamento.
2. ABE: «The EBA Report on Synthetic Securitisation» (2015).
3. ABE: «Report on STS Framework for Synthetic Securitisation under Article 45 of Regulation (EU) 2017/2402» (2020).
4. Autoridad Bancaria Europea: «Report on STS Framework for Synthetic Securitisation under Article 45 of Regulation (EU) 2017/2402» (2020), p. 84.

plazo a través la venta de papel comercial respaldado por activos. En la primera década del siglo 21 los bancos estadounidenses invirtieron intensamente en cadenas integradas de titulización, incorporando las distintas funciones de la concesión de hipotecas, la estructuración de titulizaciones, y la venta de estos títulos a instituciones financieras. El mecanismo empleado para financiar el negocio era, sobre todo, el uso de SIVs, entidades sin personalidad jurídica patrocinados por los bancos que utilizaban los mercados de deuda a corto plazo para colocar ABCP. La opacidad de esas estructuras significaba que, cuando el precio de la vivienda en los Estados Unidos empezó a caer, los compradores de ABCP, incapaces de determinar el volumen de ABCP vinculado al mercado hipotecario, negaron a refinanciar el ABCP que tenía, lo que causó una congelación en el suministro de crédito y finalmente obligó a las entidades patrocinadores de los SIV a absorber grandes pérdidas.

Una pieza clave en el auge de titulización era el desarrollo de las titulizaciones sintéticas que hacen uso de derivados de incumplimiento crediticia para transferir el riesgo de impago a los inversores, sin la necesidad de la compra-venta de los activos subyacentes. La titulizaciones sintéticas de arbitraje, eran utilizados para los bancos patrocinadores de los SIV para lograr un beneficio de la diferencia entre los rendimientos de los activos subyacentes y los pagos periódicos hechos a los tenedores de los títulos sintéticos (sobre todo los CDOs sintéticos). Las pérdidas de la titulizaciones sintéticas de arbitraje durante la crisis financiera nos ayuda a explicar el contenido de los criterios STS para las titulizaciones sintéticas incorporados a la legislación europea mediante el Reglamento (UE) 2021/557.

## II. LA TITULIZACIÓN SINTÉTICA

La titulización implica una serie de transacciones que permiten a un prestamista o acreedor, más comúnmente una institución de crédito o una corporación, refinanciar un grupo de préstamos, exposiciones o cuentas por cobrar. Entre los más utilizados en la práctica están los préstamos hipotecarios residenciales y las tarjetas de crédito o cuentas por cobrar comerciales. El prestamista, normalmente con la ayuda de un banco mercantil especializado, agrupa y re-empaqueta estos préstamos en una cartera organizada en diferentes categorías de riesgo. Los pagarés o títulos se venden a los inversores de acuerdo con su apetito por el riesgo, y cuanto mayor sea el riesgo calculado de falta de pago, mayor será el rendimiento potencial para el inversor.

Las titulizaciones se clasifican en general como de venta verdadera o sintética. Las titulizaciones de venta verdadera se efectúan mediante la venta o cesión de activos del balance de una entidad originadora a una entidad con cometido especial (SPV o SPE)<sup>5</sup>. Se trata de una entidad remota de quiebra, con escasa capitalización que utiliza los fondos procedentes de

5. Special Purpose Vehicle y Special Purpose Entity.

la venta de pagarés de titulización para comprar los activos subyacentes a la entidad originadora de los créditos. La operación suele estar orquestada por un patrocinador, una entidad que puede coincidir con el originador, o puede ser una filial o empresa matriz.

Las titulaciones sintéticas no implica la transferencia legal de activos del balance de la originadora de los créditos a un SPV, sino que utilizan notas de titulización que incorporan derivados de crédito para transferir el riesgo de impago a unos inversores. A los inversores se les paga una prima que replica el rendimiento de los activos subyacentes, pero absorbe el riesgo de la pérdida del principal o los reembolsos de interés en caso de que los obligados a pagar los activos subyacentes incumplan total o parcialmente. Las notas de titulización emitidas por el SPV hacen referencia a una cartera específica de activos mantenidos en el balance de la originadora. La SPV invierte el producto de la venta de las notas de titulización en valores de renta fija de bajo riesgo y utiliza los rendimientos de estos valores, junto con las primas de riesgo que recibe de la entidad originadora para realizar los pagos de intereses y capital a los tenedores de las notas.

Una titulización sintética puede ser de tipo financiado, parcialmente financiado, o no financiado. Las titulaciones no financiadas operan con una sola entidad como contraparte que asume contractualmente el riesgo de impago de las obligaciones subyacentes (u otros eventos de crédito definidos por los términos del contrato) y no requieren la intervención de un SPV, mientras los que están parcialmente o totalmente financiados emplean un SPV para vender notas de titulización a diversos inversores. Antes de la crisis financiera las titulaciones sintéticas con y sin financiación solían coexistir dentro de la misma estructura, esto reducía la dependencia de la entidad originadora en la solvencia de una sola contraparte al tiempo que reducía también el importe de la financiación que tenía que encontrar en los mercados, el tramo de la estructura no financiada por los mercados se conocía generalmente como el tramo súper-senior, y estaba «asegurado» por una entidad de crédito de alta calificación o una aseguradora «monoline».

En las transacciones de balance, la entidad de crédito originadora de los activos subyacentes utiliza garantías financieras o derivados de crédito para transferir el riesgo de crédito de un conjunto específico de activos que mantiene en su balance. La motivación para las titulaciones sintéticas de balance suele ser doble, reducir los requisitos de capital sobre los activos mantenidos en el balance (gracias a la transferencia del riesgo de crédito) y la gestión del riesgo de crédito. Las titulaciones sintéticas de balance pueden contrastarse con las transacciones sintéticas de arbitraje en las que el objetivo de la operación es lograr un beneficio entre las cantidades recibidas por los activos subyacentes y las cantidades pagadas a los inversores en las notas de titulización. Había dos formas principales de aprovechar de la titulización sintética de arbitraje antes de la crisis financiera de 2008. Los

CDOs (*collateralised debt obligations*) sintéticos y el papel comercial sintético emitido por SIVs (*structured investment vehicles*). Ambos serán tratados en la sección siguiente.

### III. EL ORIGEN DE LA TITULIZACIÓN SINTÉTICA Y SU PAPEL COMO CATALIZADOR DE LA CRISIS FINANCIERA

#### 1. EL ORIGEN DE LAS TITULIZACIONES SINTÉTICAS

La fusión de las técnicas de titulización con los derivados de crédito empezó en los Estados Unidos a los principios de los años 90 y permitió la creación de productos estructurados complejos, como las obligaciones de deuda sintéticas garantizadas (conocidos en inglés como *synthetic CDOs*). Una obligación de deuda sintética garantizada utilizaba la estructura básica de una titulización por tramos, pero sus activos subyacentes generalmente no eran homogéneos, a menudo siendo una mezcla de hipotecas, préstamos para automóviles, préstamos estudiantiles y notas de tramos con menor calificación de otras estructuras de titulización. J.P. Morgan fue pionera en la primera obligación sintética de deuda garantizada. La Oferta de Fideicomiso Garantizado de Índice Amplio (o transacción «BISTRO» por sus siglas inglés) se estructuró en torno a un vehículo de propósito especial patrocinado por J.P. Morgan. J.P. Morgan entró en un intercambio de retorno de cartera con un valor nominal de casi 10 billones de dólares que hacía referencia a una cartera de 307 préstamos comerciales, bonos corporativos y bonos municipales con el banco de origen<sup>6</sup>. J.P. Morgan actuó como intermediario, recibiendo primas del banco originador para ofrecer protección sobre la cartera y pagando las primas a la SPV (que patrocinaba) con la que había contratado una permuta de cobertura por incumplimiento crediticio sobre la misma cartera. La sociedad anónima BISTRO utilizaba el producto de las notas de titulización comprados por inversores para comprar bonos de Estado, que mantuvo como garantía en caso de que el pago tuviese que realizarse como consecuencia de un evento de crédito. La Reserva Federal de los Estados Unidos permitió a J.P. Morgan utilizar el VaR<sup>7</sup> para calcular el capital de riesgo necesario para cubrir el riesgo de impago de la cartera de préstamos. La SPV estaría obligado a pagar a J.P. Morgan, y J.P. Morgan al banco originario solo en el caso de que las pérdidas en la cartera de préstamos superaran el 1,5% del valor total de la cartera. La garantía mantenida por la SPV fue suficiente para cubrir \$700 millones en pérdidas, y según los parámetros del VaR, se consideraba que ese nivel de pérdidas sería altamente improbable.

6. Véase: JOHNSON, Simon & KWAK, James: *13 Bankers: The Wall Street takeover and the next financial meltdown*, Knopf Doubleday Publishing Group (2010), pp. 158-159.

7. VaR, o Value at Risk es un método estadístico que pretende determinar la probabilidad de las posibles pérdidas en una cartera de valores u otros activos financieros durante un periodo determinado.

Esta primera CDO sintética significaba que J.P. Morgan recibiría un flujo constante de primas del CDS<sup>8</sup> que podría utilizar, junto con los cupones que recibía de los bonos del Estado que mantenía en garantía para pagar a los inversores en los títulos sintéticos, mientras obtenía un beneficio de la diferencia entre los pagos a los inversores y las primas de protección crediticia. El banco originador podría reducir drásticamente su capital regulatorio para los préstamos y valores en su balance, ya que había adquirido una cobertura del riesgo de crédito para ellos. J.P. Morgan no tenía que mantener niveles de capital regulatorios muy altos, ya que los modelos del VaR sancionados por la Reserva Federal mostraban que la probabilidad de que el impago en la cartera de préstamos excediera el 7% de su valor (el valor de la garantía mantenido por el SPV) era insignificante (aunque la parte no financiada de la cartera tenía un valor en exceso de 9,3 billones de dólares). Los inversores en los títulos sintéticos eran responsables solo hasta el valor total de su inversión.

## 2. LAS EMPRESAS MONOLINE COMO CONTRAPARTES DE TITULIZACIONES SINTÉTICAS

Las permutas de cobertura por imago en las estructuras de titulización eran derivados OTC, es decir, el fruto de negociación privada entre las partes, y el comprador de la protección no tenía forma de conocer la exposición total a la que estaba sujeto el vendedor de la protección, y, por lo tanto, si era razonable suponer que pudiese hacer frente a todas sus obligaciones de garantía en el caso de múltiples eventos de crédito. Así era el caso de las compañías de seguros Monoline.

Las compañías de seguros Monoline originalmente tenían la función exclusiva de garantizar la emisión de bonos municipales en los EE.UU. El seguro de bonos en los EE. UU comenzó en 1971 con el seguro de un bono de obligación para el «*Greater Juneau Borough Medical Arts Building*» en Alaska. La práctica creció de forma constante durante las siguientes tres décadas, y en 2003, casi la mitad de todos los bonos municipales emitidos en los Estados Unidos estaban asegurados<sup>9</sup>. Las aseguradoras de bonos se hicieron conocidas como aseguradoras monoline porque estaban limitadas por las leyes estatales de fletamento a proporcionar solo seguros de garantía financiera<sup>10</sup>. Cada empresa de seguro de bonos estaba sujeta a la regulación del departamento de seguros del estado en el que estaba domiciliada, pero el Departamento de Seguros de Nueva York se convirtió en el regulador *de facto* en Wall Street, debido a la Regla de Appleton, una cláusula que

8. CDS. Credit Default Swap o permuta de cobertura por imago.

9. Véase: DULANI, Jayasuriya: «The Rise and Fall of the Monoline Bond Assurers. Ícaro del siglo 21», Documento presentado en la Universidad Nacional de Singapur en la 4.ª Conferencia Nacional de Negocios y Gestión (2016), pp. 640-657.

10. Ver: Aseguradoras de Bonos: Temas para el 110.º Congreso. Servicio de Investigación del Congreso. RL34364. 10 de marzo de 2008.

determinó que cualquier empresa que deseara realizar negocios en el estado de Nueva York tendría que tener licencia en ese estado, y que, además, perdería la licencia si operara fuera del estado<sup>11</sup>. La atracción especial de Nueva York era que, impulsado por las innovaciones financieras de Wall Street, su código de seguros cambió para permitir que las aseguradoras monoline pudiese garantizar una lista creciente de productos. En 2004 se revisó el código de seguros para permitir a las *monolines* asegurar CDO2 (obligaciones de deuda garantizadas que contienen tramos de otras obligaciones como parte de sus activos subyacentes) a través de permutas de cobertura por impago, y, por lo tanto, a los CDOs sintéticos. El Departamento de Seguros de Nueva York permitió a las aseguradoras monoline vender CDS y establecer SPVs para hacerlo, siempre que estos contratos no pudieran ser caracterizados como contratos de seguro.

Figura 1. Exposición neta de las empresas monoline por línea de negocio en EE.UU. en miles de millones de dólares 1994-2007<sup>12</sup>

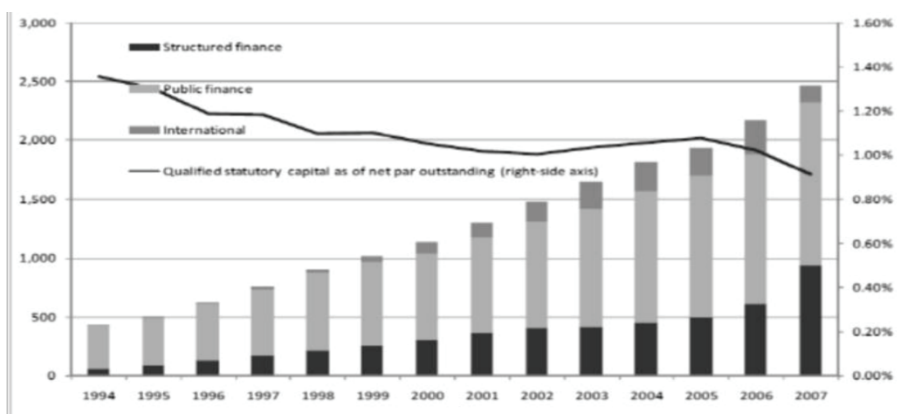


Figura 1 muestra que el capital estatutario de los *monolines* disminuyó como porcentaje de sus exposiciones totales a medida que crecía su negocio de seguros de financiación estructurada. El párrafo 4, subsección 4 de la Sección 6903 del Código de Seguros de Nueva York establecía niveles de contingencia para productos estructurados en el rango de 0.55 a 2.5%, dependiendo de su categoría de riesgo. El nivel exacto de capital que tenían que poseer las aseguradoras monoline dependía en la práctica de la calificación crediticia de los instrumentos financieros que *aseguraban*, de acuerdo

11. Véase MOLDOGAZIEV, Tima T.: «The Collapse of the Municipal Bond Insurance Market: How did we get here and is there life for the monoline industry beyond the great recession», *Pennsylvania State University Journal of Public Budgeting, Accounting and Financial Management*, Spring, pp. 176 a 210, p. 186.

La Sección 6904 (a) del Código de Seguros de Nueva York estableció que: «El seguro de garantía financiera puede ser tramitado en este estado solo por una corporación con licencia para tal propósito de conformidad con la sección seis mil novecientos dos de este artículo».

12. Fuente: DULANI, Jayasuriya. «El ascenso y la caída de las aseguradoras de bonos de Monoline. Icarus of the 21ST Century», *op. cit.*, p. 654.

con la evaluación del riesgo determinado por las agencias de calificación crediticia. Según el académico Rasheed Saleuddin: «Bajo los modelos de las agencias de calificación, una asegurada monoline requería 0.1% a 0.5% de puntos básicos de capital (menos de 1%) por cada dólar de exposición notional AAA, lo que permitía un apalancamiento de 200 a 1,000 veces»<sup>13</sup>. Los CDS emitidos por las aseguradoras monoline tenían una diferencia vital con respecto a las pólizas tradicionales, dado que, según las normas establecidas por la Junta de Normas de Contabilidad Financiera (FASB), eran considerados instrumentos negociables, y, por lo tanto, cualquier cambio en su valor del mercado debía registrarse en los libros de contabilidad, lo que significaba que, aunque no se hubiese producido ningún tipo de incumplimiento o evento de crédito, a medida que aumentaba la probabilidad de incumplimiento de un producto cubierto por un CDS según los modelos de las agencias de calificación crediticia, los aseguradores monoline fuesen obligados a registrarlo como una pérdida en sus libros de contabilidad, incluso si el flujo de efectivo del producto no hubiese sufrido cambios. Las calificaciones crediticias de los CDOs y CDOs sintéticos empezaron a caer en el otoño de 2007, al estar vinculados con el mercado hipotecario, y, a medida que las calificaciones de los productos garantizados por los aseguradores monolines cayeron, y las pérdidas declarados por los aseguradores aumentaron. Como consecuencia las agencias de calificación crediticia redujeron sus calificaciones, y a medida que las calificaciones crediticias cayeron, el efecto de mitigación del riesgo de las CDS sobre los CDOs y CDO sintéticos también disminuyó, bajando aún más las calificaciones crediticias de esos productos<sup>14</sup>.

En 2007, los dos aseguradores monoline principales registraron pérdidas combinadas de caso 4.500 millones de dólares, y en 2008, de las nueve empresas aseguradores monoline principales, solo dos quedaron en el negocio.

### 3. EL CASO DE AIG COMO CONTRAPARTE DE TITULIZACIONES SINTÉTICAS

El más notorio de las empresas que actuaba como contraparte para los CDOs y CDOs sintéticos era la Subsidiaria de Productos Financieros de la empresa aseguradora AIG (conocida por sus siglas en inglés como AIGFP). Como las permutas de cobertura por impago no se consideraban seguros, los reguladores de empresas aseguradoras no obligaban a AIGFP a mantener

13. SALEUDDIN, Rasheed: *Regulating Securitized Products*, Palgrave MacMillan (2018). P. 54.

14. «La separación y el nivel de capital requerido para el negocio estructurado llevaron a que agencias de calificación como S&P, Moody's y Fitch rebajaran el sector de la monolínea. La pérdida de su codiciado estatus AAA limitó la capacidad de las monolíneas para escribir más negocios. Esto condujo a depreciaciones multimillonarias, causando un efecto dominó en los mercados de CDS, renta variable y bonos». Citado de: BALUCH, Faisal, MUTENGA, Stanley & PARSONS, Chris: «Insurance, Systemic Risk and the Financial Crisis», *The Geneva Papers on Risk and Insurance, Issues and Practice*, enero de 2011, Vol. 36, Núm. 1, p. 147.



reservas de capital contra posibles pérdidas<sup>15</sup>. El problema clave para AIGFP (y por lo tanto para AIG como la empresa garante de las obligaciones de AIGFP) no era su exposición al *subprime*, ni las pérdidas reales en las estructuras de CDO y CDO sintéticos garantizadas (que continuaron pagando su principal e intereses) sino que los contratos CDS obligaban al vendedor de protección a depositar margen proporcional al riesgo que presentara sus posiciones de acuerdo con modelos matemáticos especificados contractualmente, lo que presentaba problemas graves de liquidez<sup>16</sup>. Cuando AIG perdió su calificación crediticia AAA el 15 de septiembre de 2008, las llamadas a presentar garantías para reforzar sus posiciones en el mercado no sólo provenían de contrapartes de CDS en estructuras de CDOs (que constituían una parte comparativamente pequeña de su negocio), sino también de las contrapartes de todo tipo de derivados no relacionados con la crisis del mercado hipotecaria. AIG finalmente tuvo que recibir un préstamo de \$182 billones de la Reserva Federal como parte del programa de alivio de activos problemáticos.

#### 4. EL USO DE LAS SIVS EN LA CADENA DE LAS TITULIZACIONES SINTÉTICAS

Los Vehículos Estructurados de Inversión (conocidos como SIVs por sus siglas en inglés) eran entidades capitalizadas por sus patrocinadores<sup>17</sup>

15. El historiador Adam Tooze escribe que: «En un dramático estallido de expansión a partir de la década de 1990, la división de Productos Financieros de AIG se había convertido en un actor importante en los mercados de derivados. En total en 2007 contaba con un libro de 2,7 billones de dólares en contratos de derivados. De este total, las permutas de cobertura por impago representaron 527.000 millones de dólares. De estos, 70 mil millones de dólares se destinaron a valores respaldados por hipotecas, y de ellos, 55 mil millones de dólares estuvieron expuestos a riesgos *subprime* peligrosos. Dado su conocimiento interno del mercado inmobiliario, AIG ya había dejado de escribir nuevos CDS en 2005. Pero dado el tamaño relativamente pequeño de la cartera y la calificación AAA de los activos sobre los que había escrito CDS, no había creído necesario aislarse de las pérdidas». TOOZE, Adam: «Cashed-How a Decade of Financial Crises Changed the World». Viking (2018). P. 174.
16. «Bajo los términos de los CDS que AIG vendió a bancos europeos y otros compradores. AIG no tuvo que presentar garantías reales contra esa exposición siempre que AIG se mantuviera con una calificación alta y el valor de los bonos que aseguraba no disminuiría. Sin embargo, a partir de 2007, muchos de los bonos *subprime* y CDO subyacentes que AIG garantizó disminuyeron de valor, debido tanto a los impagos como al colapso de la negociación secundaria. En el primer semestre de 2008, AIG sufrió pérdidas netas de 13.200 millones de dólares, gran parte de las cuales correspondieron a títulos respaldados por hipotecas, CDO y CDS. A pesar de esas amortizaciones, los analistas siguieron cuestionando si las valoraciones de AIG de esos bonos y CDS todavía estaban sobrevaloradas, una investigación que cobró fuerza después de que Merrill Lynch redujera el valor de sus propios CDS a trece centavos por dólar en julio de 2008. Para el 15 de septiembre de 2008, las agencias de calificación rebajaron AIG, obligándola a recaudar alrededor de \$ 15 mil millones en activos, esos activos eran ilíquidos y no podían convertirse fácilmente en efectivo». Citado de McCOY, Patricia A., PAVLOV, Andrey y WACHTER, Susan: «Systemic Risk Through Securitization: The Result of Deregulation and Regulatory Failure». Connecticut Law Review, Number 4, May (2009). P. 530.
17. Un ejemplo de cómo funcionó es dado por Asokan Anandarajan, Benjamin Chou y Michael Ehrlich en su artículo «Vehículos de inversión estructurados: La consecuencia

(generalmente una institución financiera), pero con balances separados. Los SIVs fueron utilizados para programas de papel comercial (ABCP) tanto regulares como sintéticas. El SIV compraba carteras de valores (una mezcla de recibos comerciales, préstamos estudiantiles, deudas con tarjetas de crédito, préstamos de automóviles, préstamos hipotecarios, CDOs y CDOs sintéticos) de su patrocinador, con el dinero que obtenían de la emisión de papel comercial, respaldado por estos activos (o en el caso de emisiones sintéticas por contratos de CDS suscritos con los aseguradores monoline sobre estos activos subyacentes). El papel comercial generalmente tenía un vencimiento a tres meses. El SIV (y por lo tanto su patrocinador) beneficiaba de la diferencia entre los ingresos por los valores que poseía y los intereses pagados a los tenedores del papel comercial. Los patrocinadores de los SIV utilizaban el dinero que recibían de la venta de activos al SPV para comprar más activos para que pudiese respaldar más emisiones de papel comercial (o convencional o sintético). Las instituciones financieras que invertían en el ABCP lo hacían porque estaba altamente calificada por las agencias de calificación crediticia y los mercados eran muy líquidos, y por tanto permitía que se invirtiera de manera segura durante periodos cortos de tiempo mientras seguía recibiendo una tasa de rendimiento relativamente elevada<sup>18</sup>. Lo habitual era que esas entidades renovaban periódicamente el papel comercial antes de que se venciera.

---

no deseada de la innovación financiera: algunas ideas y objetivos razonables combinados para tener efectos inesperados». Explica cómo Citibank negoció con las agencias de calificación crediticia para establecer su primer SIV: «Los banqueros trabajaron con las agencias de calificación crediticia para desarrollar los parámetros que cumplirían con los requisitos para una calificación AAA, la calificación más alta posible. Al establecer una cartera suficientemente diversificada y con cobertura de tipos de interés, convencieron a las agencias de calificación para que le concedieran el estatus AAA con la condición de que Citibank se mantuviera a su lado. Citibank acordó proporcionar al nuevo SIV una garantía de apoyo de liquidez del 100 por ciento por hasta 360 días. Esto significaba que si la entidad necesitaba efectivo, podía depender de la financiación del Citibank durante casi un año. Con una calificación AAA, los pasivos del SIV se consideraron un riesgo comparable a las letras del Tesoro de los EE. UU. y ahora podrían ser comprados por fondos del mercado monetario». Citado de: Anandarajan, Asokan, Chou, Benjamin y Ehrlich, Michael: «Structured Investment Vehicles. The unintended consequence of financial innovation: some reasonable ideas and objectives combined to have unexpected effects», *Banking Accounting & Finance*, Vol. 22, Number 6 (2011). Pp. 29-32, p. 29.

18. «Los SIV también se entrelazaron con el vasto sector de fondos del mercado monetario de £ 3000 mil millones de Estados Unidos. La mayoría de los estadounidenses comunes y corrientes suponían que los fondos del mercado monetario eran tan seguros como los depósitos bancarios. Los fondos se comercializaban basándose en el mantra de que ningún fondo había devuelto menos del 100% del dinero invertido. Sin embargo, esos fondos del mercado monetario contenían ahora grandes cantidades de billetes emitidos por el SIV y no estaban cubiertos por ningún seguro federal de seguridad. Eso creó el potencial para una reacción en cadena. Si los SIV colapsaban, la preocupación seguía, los fondos del mercado monetario sufrirían pérdidas y los consumidores descubrirían repentinamente que sus inversiones súper seguras no eran tan seguras después de todo». Citado de: TETT, Gillian: «Fool's Gold. How unrestrained

Al crear un SIV, las entidades financieras patrocinadores podían pedir prestado dinero para comprar los activos subyacentes, para después convertirlos en RMBS o CDOs, y luego, reembolsar el dinero cuando los RMBS o CDOs se vendieron a los SIVs para servir de garantía para ABCP. Los SIVs podían aumentar sus ganancias al emitir ABCP sintético sobre los activos reales en su balance (contratando un CDS con un asegurador monoline para asegurarse contra eventos de crédito). Los bancos patrocinadores proporcionaban apoyo de liquidez a los SIVs para cubrir cualquier déficit temporal de fondos en los pagos de interés o capital en el ABCP. Todo el proceso dependía de la confianza que los inversores tuviesen en la calidad crediticia de los activos subyacentes.

Figura 2. La cantidad de papel comercial respaldado por activos pendiente en el mercado estadounidense en miles de millones de dólares (2004-2011)<sup>19</sup>



La figura 2 muestra como la cantidad de ABCP pendiente cayó de más de \$1.2 trillones de dólares en julio de 2007 a poco menos de 400 billones de dólares en enero de 2011. A medida que crecía la sospecha que los SIV contenían un alto porcentaje de activos contaminados por las hipotecas *subprime*, la percepción del valor de los activos subyacentes de los programas del ABCP comenzó a caer (a la vez que la calificación crediticia de los aseguradores monoline, se bajaba, afectando el valor de los programas sintéticos). Estos acontecimientos disuadieron a los inversores en papel comercial a adquirir más papel comercial o renovar (*roll-over*) sus contratos. Irónicamente, solo el 2% de los activos de los SIV estaban relacionados con hipotecas de alto riesgo<sup>20</sup>, pero los inversores no tenían forma de determinar que activos poseían los SIVs, y, por precaución, decidieron simplemente no invertir en papel comercial. El declive del mercado para el papel comercial obligó a los SIVs a cerrar sus programas ABCP, y sus patrocinadores fueron compulsados a absorber pérdidas sustanciales<sup>21</sup>.

greed corrupted a dream, shattered global markets and unleashed a catastrophe». Hachette Digital (2009). P. 199.

19. Fuente. Federal Reserve St. Louis.

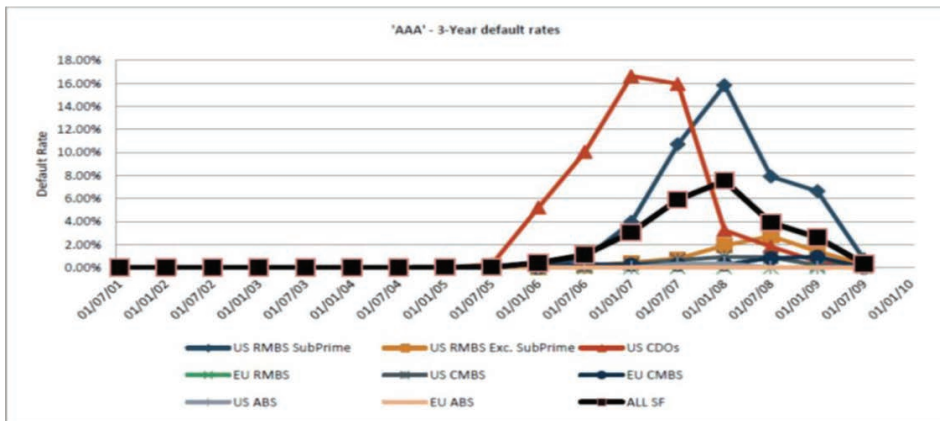
20. Véase: HILL, Howard B.: *Finance Monsters*. Merriman (2014). P. 73.

21. «El 20 de septiembre, Sachsen Funding Ltd fue el primer SIV en ser rescatado. Temiendo el posible efecto desestabilizador de las ventas masivas de activos de los SIV que intentaban obtener liquidez para pagar su ABCP al vencimiento, el Tesoro de los Estados Unidos trató de coordinar una fianza privada del sector del SIV. Este plan, apoyado por el gobierno llevó

#### IV. LA CREACIÓN DE LAS TITULIZACIONES STC Y LA DECISIÓN DE PROMOVER STC PARA LAS TITULIZACIONES SINTÉTICAS

##### 1. LOS CRITERIOS STC DE BASILEA

Figura 3. Tasas de impago a tres años de las titulizaciones estadounidenses y europeas con calificación AAA (junio de 2001 – enero de 2010)<sup>22</sup>



Las titulizaciones originadas en Europa en todas las clases de activos tuvieron tasas de impago significativamente más bajas que las originadas en los Estados Unidos, tanto en los años de la crisis financiera como en los años inmediatamente posteriores.

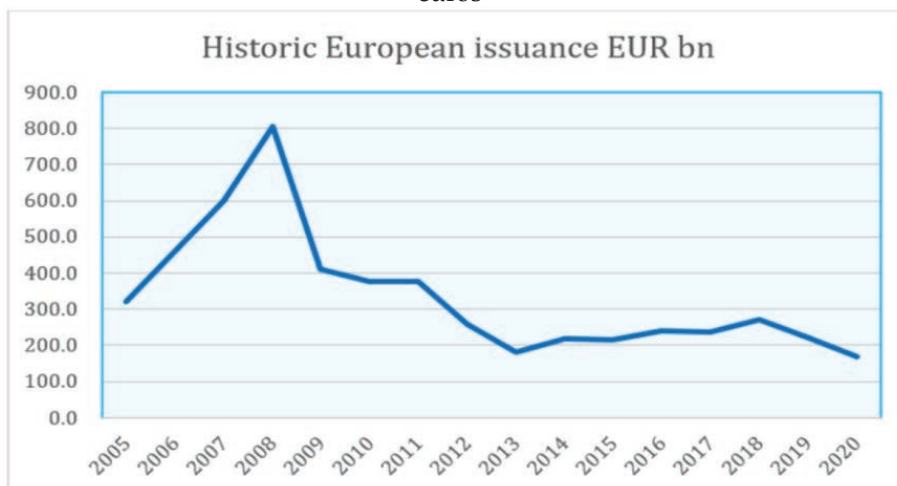
La figura 3 muestra las tasas de impago a tres años para distintos productos de titulización con una calificación triple A originados en los Estados Unidos y Europa entre julio de 2001 y enero de 2010. La línea gruesa negra del gráfico muestra el rendimiento de los productos de titulización en su conjunto, sin distinguir entre clases de activos o si se originaron en los Estados Unidos o Europa.

No obstante, a pesar de los buenos resultados de los productos de titulización en Europa, la demanda cayó precipitadamente a partir de 2008.

a Citigroup, JP Morgan Chase y Bank of America a proponer en octubre la creación de un Super SIV, un vehículo parcialmente capitalizado por estas instituciones que compraría activos de la más alta calidad a los SIV con necesidades de liquidez. Sin embargo, los problemas para atraer inversores externos al Super SIV retrasaron su creación y, después del fracaso de dos SIV adicionales, HSBC anunció el rescate de sus dos SIV el 26 de noviembre. Bajo la presión de comentaristas que aludían a la reputación de los patrocinadores, otros bancos siguieron a HSBC y anunciaron planes de rescate para sus SIV patrocinados en las fechas posteriores. El 14 de diciembre, Citigroup anunció el rescate de sus siete SIV y la creación del Super SIV fue abandonada. En febrero de 2008, la mayoría de los bancos patrocinadores habían anunciado su intención de rescatar a sus vehículos». Citado de: SEGURA, Anatoli: «Why did sponsor Banks rescue their SIVs? A Signalling Model of Rescues», *Review of Finance*, vol. 22, número 2, marzo de 2018, p. 687.

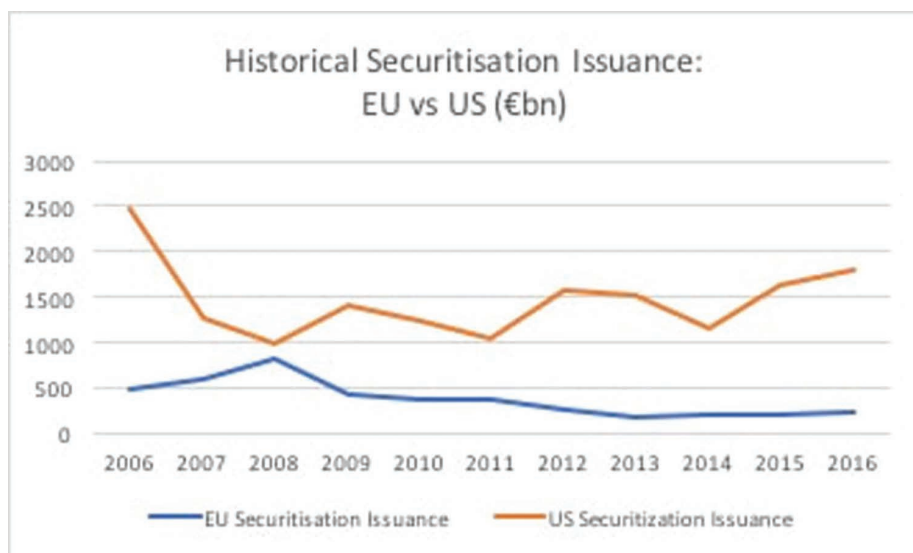
22. Fuente: EBA Report on Qualifying Securitisation (2014).

Figura 4. Emisión total de titulaciones europeas en miles de millones de euros<sup>23</sup>



La figura 4 muestra el valor de las emisiones europeas de 2005 a 2020 en miles de millones de Euros, mientras la figura 5 compara las emisiones de titulaciones en el EE.UU. y la UE entre 2006 y 2016.

Figura 5. Emisión total de titulación de EE. UU. en comparación con la emisión europea entre 2006 y 2016<sup>24</sup>



Ambos confirman la caída y la falta de recuperación significativa en el mercado europeo, a pesar del crecimiento posterior a la crisis en el mercado

23. Fuente: Grupo QSV: «EU Securitisation Issuance to Remain Anaemic». Disponible en: <http://www.qsvgroup.com/news-and-blog/eu-securitisation-issuance-to-remain-anaemic>.

24. *Ibid.*

estadounidense. La Autoridad Bancaria Europea ha atribuido gran parte de la culpa de esa falta de recuperación al estigma que la crisis financiera ha generado para los productos de titulización en general:

*«La percepción de las titulizaciones como clase de inversión ha sido totalmente negativa desde que estalló la crisis, debido al estigma impuesto a toda la clase de inversión tras el alto nivel de impagos y las altas pérdidas que caracterizaron a determinadas clases de activos del mercado de titulizaciones, en particular los productos RMBS de alto riesgo de EE.UU., los productos CDO de EE.UU. y, en menor medida, los productos CMBS»<sup>25</sup>.*

Una de las primeras respuestas regulatorias a la crisis en Europa que afectó directamente a la titulización fue la regla pertinente a la retención de riesgos del artículo 122 (a) 1 de la modificación de 2011 de la Directiva sobre Requerimientos de Capital (conocida como CRD II). La regla de retención de riesgos se basó ampliamente en Sección 941 de la Ley Dodd-Frank en los EE.UU., que obligó a los originadores o patrocinadores de productos de titulización a retener un mínimo de 5% en la emisión de los títulos, un porcentaje que no podía transferir ni utilizar derivados para asegurarse contra posibles pérdidas crediticias. El requisito se pretendía como una medida para remediar uno de los supuestos causas de la crisis financiera, el modelo «originar para distribuir», por lo cual originadores acumulaban activos de baja calidad crediticia, los empaquetaban en titulizaciones y vendían los títulos en masa a inversores, sin preocuparse por las consecuencias. La obligatoria retención de una parte del riesgo tenía el objetivo de garantizar la calidad de las titulizaciones vendidas a inversores.

En julio de 2015 el Comité de Basilea publicó sus criterios para identificar un marco de titulizaciones sencillos, transparentes y comparables (STC)<sup>26</sup>: su objetivo era sobre todo lo de presentar un conjunto de garantías a los inversores para animarlos a invertir en la titulización<sup>27</sup>.

Según el Comité, titulizaciones más transparentes ayudarían a los inversores evaluar la calidad de los activos subyacentes con más facilidad.

25. Citado de: Informe de la Autoridad Bancaria Europea sobre titulización admisible (2014), p. 24.

26. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea Criterios para identificar titulizaciones simples, transparentes y comparables. Julio 2015 El texto completo está disponible en: <https://www.bis.org/bchs/publ/d441.pdf>.

27. Según el Comité de Basilea, la simplicidad «se refiere a la homogeneidad de los activos subyacentes con características simples y una estructura de transacción que no es demasiado compleja». Los criterios de transparencia: «proporcionar a los inversores información suficiente sobre los activos subyacentes, la estructura de la transacción y las partes involucradas en la transacción, promoviendo así una comprensión más completa y exhaustiva de los riesgos involucrados». Promover la comparabilidad de los productos de titulización: «podría ayudar a los inversores a comprender tales inversiones y permitir una comparación más directa entre los productos de titulización dentro de una clase de activos» (*Ibid.*, p. 3).

Las titulaciones más sencillas y transparentes permitirían a los inversores cuantificar mejor los posibles riesgos de invertir, y tener productos más fácilmente comparables entre sí facilitarían las decisiones de los inversores al elegir entre unos productos u otros dentro de la misma clase de activos. Los criterios STC fueron diseñados para mejorar la seguridad de las titulaciones para los inversores en tres posibles áreas de riesgo: los riesgos asociados con los activos subyacentes, los riesgos estructurales y los riesgos asociados con las responsabilidades fiduciarias a los inversores. Dentro de la categoría de los riesgos de activos, los criterios hacían referencia a la propia naturaleza de los activos subyacentes, su rendimiento histórico, los pagos realizados hasta el momento de su titulación, el proceso de selección de los activos, los criterios de suscripción que los generaron, y la calidad de la información actualizada y continuada disponible a los inversores sobre su rendimiento. Se exigía que los activos subyacentes tuviesen pagos periódicos fácilmente identificables contractualmente, y que los intereses pagados por los títulos se fijaran de acuerdo con los índices habituales del mercado (y no en formulas excesivamente complejos). Los derechos de crédito titulizados no deberían estar en mora en el momento de su transferencia al fondo de titulación y la entidad originadora de los derechos de crédito tenía la obligación de demostrar a los inversores que los créditos subyacentes fuesen generadas de acuerdo con las normas habituales de suscripción (para evitar el riesgo moral de una selección adversa deliberada). Se pedía además que todos los flujos de dinero fuesen sometidos a pruebas de estrés para demostrar que los títulos pudiesen seguir cumpliendo con sus obligaciones incluso bajo circunstancias poco favorables. Los criterios STC determinaron que el rendimiento de la titulación no debería estructurarse de manera que dependiera de la gestión activa discrecional de los activos, dado que eso complicaría la capacidad de modelar los flujos de efectivo e introduciría un elemento adicional de complejidad y riesgo a las estructuras.

Los criterios relativos al riesgo estructural de la titulación abarcaban el diseño de la organización de los flujos de efectivo, la cobertura de los riesgos del tipo de interés y/o los tipos de cambio, las prioridades de pago, los derechos de voto de los tenedores de los títulos, la alineación de los intereses de la entidad originadora o patrocinador con los tenedores de los títulos y la solidez de la arquitectura jurídica de la estructura en general (asegurándose, por ejemplo, la protección de los activos subyacentes contra la quiebra de la entidad originadora). Todas las medidas estaban diseñadas para proteger los intereses de los inversores y garantizar que tuviesen información suficiente sobre los productos de titulación.

Las prioridades de pago de los tenedores de títulos y los acreedores del SPV (como los gestores de pagos de los flujos subyacentes y las contrapartes de derivados de interés o de divisa) debían estar definidos claramente por adelantado, como cualquier factor que pudiese resultar en una alteración de

la prioridad de los pagos. Igualmente, todos los procedimientos relativos a los deudores de los activos subyacentes que pudiesen afectar a los tenedores de los títulos (como la condonación de deudas, la reestructuración de deudas, las vacaciones de pago) debían establecerse por adelantado. Los criterios STC también contenían un requisito de retención, exigiendo que la entidad originadora o patrocinadora conservara una exposición neta significativa de los títulos emitidos para demostrar un incentivo financiero en sus rendimientos.

En cuanto a las responsabilidades fiduciarias, se referían a las responsabilidades de la sociedad gestora del fondo de titulización, y la sociedad que se encargara de administrar el pago de las cuotas de los deudores de los activos subyacentes (como los obligados a pagar hipotecas), además del suministro de información periódico a los inversores. Se requería que las empresas proveedores de los servicios de gestión de los pagos de los activos subyacentes pudiesen demostrar su experiencia en el sector, y que la sociedad de gestión de fondos de titulización fuese capaz de demostrar su experiencia, capacidad y recursos para cumplir con sus deberes de diligencia en la administración del vehículo con cometido especial (SPV). Finalmente, para evitar cualquier perturbación inesperada de los flujos de pagos y para contribuir a proporcionar plena transparencia a los inversores, las obligaciones contractuales de todas las partes debían definirse claramente en la documentación de oferta inicial, junto con las disposiciones para la sustitución del administrador, cualquier proveedor de mejora crediticia o las contrapartes de derivados.

Las ideas centrales de los criterios STC de Basilea se adoptarían y se ampliarían en el Reglamento Europeo de Titulización y su creación de los criterios STS.

## 2. EL REGLAMENTO EUROPEO DE TITULIZACIÓN Y LOS CRITERIOS STS

El Reglamento Europeo de Titulización, Reglamento (UE) 2017/2402 forma parte del plan de la Comisión Europeo para construir una Unión de los Mercados de Capitales. El Reglamento marcaba el primer tratamiento unificado de la titulización en el Derecho de la UE, y una de sus piezas claves era la introducción de una categoría de titulizaciones simples, transparentes y normalizadas (conocidos como STS por sus siglas en inglés). La EBA expresaba la esperanza que:

*«Las titulizaciones con estas características deben, como mínimo, generar una mayor confianza entre los inversores en los productos de titulización y proporcionar un contraste al estigma posterior a la crisis que el mercado ha atraído»<sup>28</sup>.*

En lugar de ser un simple conjunto de recomendaciones como los criterios STC de Basilea, la marca STS introducida por el Reglamento creaba una categoría legal de titulizaciones que conllevaba reducciones en los

28. EBA Report on Qualifying Securitisation (2014). P. 7.



requisitos de capital de las entidades de crédito que tuviesen estos títulos en sus balances.

Los criterios STS, como los criterios STC, pretendían inspirar más confianza en los productos de titulización entre los inversores, y consisten en un conjunto de medidas para informar y proteger el inversor, pero el Reglamento es mucha más detallada que su antecedente. Se divide en criterios de simplicidad, transparencia y normalización.

En cuanto a los criterios de simplicidad se quería reforzar la venta de los activos subyacentes prohibiendo cualquier cláusula que pudiese permitir que los activos volviesen al balance del vendedor en el caso de su quiebra. El vendedor de los activos es obligado a proporcionar declaraciones y garantías de que las exposiciones subyacentes no estén gravadas o afectadas por condiciones que pudiese impedir la efectividad de la venta. Como salvaguardia contra el riesgo moral planteado por la información asimétrica, el vendedor de los activos subyacentes debe utilizar criterios claros, predefinidos y documentados para seleccionarlos. Además, el Reglamento exige que la exposición subyacente se haya generado como parte del curso ordinario de las actividades de la entidad originadora y que cualquier cambio en las normas habituales de suscripción para las exposiciones en cuestión sea comunicado a los inversores potenciales.

Para simplificar el proceso de selección de los productos de titulización para los inversores y su diligencia debida sobre la calidad de los activos subyacentes (como su análisis del riesgo de impago), las titulizaciones STS deben emplear activos homogéneos. Por lo tanto, las exposiciones deben consistir en solo un tipo de activo (por ejemplo, hipotecas residenciales). Cada tipo de activo deben conformar a reglas especiales sobre la homogeneidad y se prohíbe el uso de re-titulizaciones (que añaden una capa de complejidad a la hora de modelar tanto los flujos de efectivo como el riesgo de crédito). Las exposiciones no deben consistir en ninguna que esté en mora o realizada a un deudor o garante con deterioro crédito.

Los criterios de normalización aseguran que los productos de titulización del mismo tipo de activo sean comparables entre sí al conformar a ciertas reglas básicas. El Reglamento requiere que los riesgos del tipo de interés o divisa sean cubiertos, y que los pagos de intereses referenciados en virtud de los activos o pasivos de la titulización deben basarse en tipos de interés de mercado o en tipos sectoriales de uso general, sin hacer referencia a fórmulas o derivados complejos. Una vez más, se trata de una medida diseñada para facilitar a los inversores (aunque en su inmensa mayoría institucionales) la realización de su propio análisis de riesgo de crédito y flujo de caja, dado que las tasas generalmente utilizadas proporcionan más puntos de datos para el análisis.

Por regla general, los ingresos procedentes de las exposiciones subyacentes deben transmitirse a los inversores de forma secuencial, en función de la prelación de la posición de titulización mantenida. Las estructuras de

titulización con características que permitan la prioridad no secuencial de los pagos deben incluir activadores vinculados al rendimiento para forzar la reversión a los pagos secuenciales por orden de prelación. Estos factores desencadenantes deben incluir, como mínimo, el deterioro de la calidad crediticia de las exposiciones subyacentes por debajo de un umbral predefinido. Tanto esta medida como la anterior protegen a los inversores senior y mantienen la integridad de los tramos.

Las obligaciones y las responsabilidades del administrador, del fideicomisario (cuando se utilice un fideicomiso en la titulización, lo que es habitual en las jurisdicciones del Derecho Común) y de cualquier otro proveedor de servicios auxiliares (como contrapartes derivadas o proveedores de liquidez) se tienen que definir claramente en la documentación de la operación, lo que también debe incluir disposiciones para la sustitución del administrador (en caso de su insolvencia), así como la sustitución de otros proveedores de servicios auxiliares en caso de incumplimiento o insolvencia. Adicionalmente la documentación de la operación debe establecer claramente los protocolos para dar respuesta al incumplimiento de los deudores de las obligaciones de subyacentes, así como las prioridades de pago dentro de la estructura de titulización, y detallar cómo deben resolverse los conflictos entre las diferentes clases de tenedores de títulos.

El último componente de la categoría STS son los criterios de transparencia, que consisten esencialmente en reglas sobre la información que la estructura de titulización debe poner a disposición de los inversores potenciales y reales durante la vida de los títulos. El Reglamento exige que la originadora o la patrocinadora faciliten datos sobre el impago histórico estático y dinámico para exposiciones sustancialmente similares. Estos datos deben abarcar un período de al menos cinco años. La originadora o la patrocinadora está obligada a poner a disposición de los inversores potenciales un modelo de flujo de efectivo antes de fijar el precio de los títulos. Este modelo debe permitir a los inversores calcular las obligaciones de pago del SPV (o SSPE en la terminología del Reglamento) y así proceder a su propia evaluación del valor de la titulización.

No obstante, ni los criterios de Basilea STC ni la marca STS del Reglamento (inicialmente) contemplaban las transacciones sintéticas. Ambos conjuntos de criterios sólo se aplicaban a las titulizaciones de venta verdadera, es decir, en las que la transferencia de los activos subyacentes de los títulos se efectuara mediante su venta.

### 3. LA DECISIÓN DE PROMOVER UN MARCO STS PARA LAS TITULIZACIONES SINTÉTICAS DE BALANCE

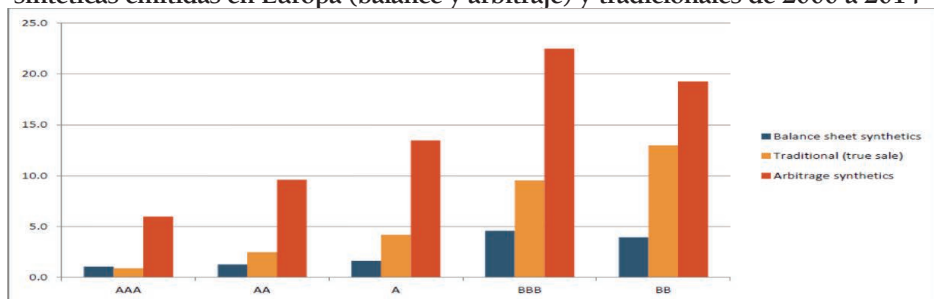
La decisión de promover un marco STS para las titulizaciones sintéticas de balance y no para las estructuras sintéticas de arbitraje parece haberse basado en gran medida en la diferencia entre sus respectivos resultados

durante la crisis financiera, y en el entendimiento de que el objetivo principal de uno es el objetivo conservador de la transferencia del riesgo, mientras que el otro está impulsado por el deseo más inherentemente arriesgado de obtener beneficios adicionales por la entidad financiera originadora de los activos subyacentes y sus inversores.

En su informe de 2015, la ABE explicó el enfoque regulatorio de la Unión Europea en los productos sintéticos del balance de la siguiente manera:

*«En el mercado de la titulización sintética, los productos sintéticos del balance, es decir, las operaciones estructuradas por las entidades para transferir de su balance las exposiciones originadas en su cartera bancaria, tenían un rendimiento sistemáticamente mejor que los productos sintéticos de arbitraje y, por lo general, estaban estructurados para ser mucho menos complejos que estos últimos. Además, si bien los productos sintéticos del 'balance' cumplen, como objetivo principal, el auténtico objetivo de transferencia de riesgos reconocido para la titulización en la regulación prudencial, las operaciones sintéticas de arbitraje están estructuradas principalmente para lograr objetivos de arbitraje de rendimiento impulsados por inversores y gestores de activos»<sup>29</sup>.*

Figura 6. Tasa de impago vitalicio de los diferentes tramos de titulizaciones sintéticas emitidas en Europa (balance y arbitraje) y tradicionales de 2000 a 2014<sup>30</sup>



La figura 6 muestra la tasa de impago vitalicio para los tramos sintéticos del balance de emisión europeo, los tramos sintéticos de arbitraje y los tramos tradicionales de verdadera venta, de 2000 a 2014. La tasa de impago vitalicio mide el porcentaje de tramos calificados inicialmente a un nivel determinado que no cumplieron en cualquier momento de su vida útil.

29. The EBA Report on Synthetic Securitisation (2015), p. 14.

30. Fuente: EBA, The EBA Report on Synthetic Securitisation (2015), p. 17. Según la EBA: «El análisis comparativo se basa en el desempeño histórico de las calificaciones emitidas por Standard & Poor's. Standard & Poor's emitió la mayoría de sus calificaciones sobre operaciones de titulización sintética entre 2000 y 2008, con muy pocas calificaciones emitidas antes de 2000 y después de 2008. La muestra global de S&P utilizada para los fines de este análisis se compone de 5952 tramos de titulización sintética, donde, reflejando la composición del mercado sintético europeo, la mayoría de los tramos clasificados pertenece a la categoría de titulización sintética de arbitraje» (*Ibid.*, p. 16).

El gráfico muestra que las operaciones sintéticas de arbitraje rindieron peor en cada clase de tramo que las titulaciones sintéticas de venta real y de balance, mientras que las estructuras sintéticas de balance rindieron mejor que las titulaciones de venta real en todos los tramos excepto en el AAA (donde su rendimiento fue aproximadamente comparable).

## V. EL RÉGIMEN SINTÉTICO STS EN EL REGLAMENTO

### 1. LOS CRITERIOS GENERALES STS PARA LAS TITULIZACIONES SINTÉTICAS

Si bien el enfoque principal de la regulación STS en las titulaciones de venta real se centra abrumadoramente en la protección del inversor (ya que los activos subyacentes han salido del balance de la originadora), las reglas en la titulación sintética del balance deben prestar la misma atención a mitigar los riesgos potenciales para ambas partes. El contenido del acuerdo de protección es crucial para mantener este equilibrio. Si bien el vendedor de protección (y/o los inversores cuando se emiten bonos vinculados al crédito) necesita estar debidamente informado sobre todo pertinente a los activos subyacentes, el comprador de protección debe estar igualmente protegido contra el riesgo del incumplimiento de la contraparte.

Los requisitos de simplicidad son en general similares a los examinados anteriormente para las titulaciones de «venta verdadera» y tienen la misma justificación básica. Las exposiciones que una entidad originadora ha generado y que formarán los activos subyacentes del acuerdo de protección crediticia deben haberse creado como parte de su actividad principal, y si la originadora ha adquirido los activos de un tercero, está obligada a garantizar que se han aplicado y se aplicarán a estos créditos las mismas políticas relativas a la suscripción, servicio y reestructuración de la deuda que la originadora aplicaría normalmente a sus propias exposiciones. Se prohíbe a la entidad originadora cubrir su exposición al riesgo de crédito de las exposiciones subyacentes más allá de la protección ofrecida por el propio acuerdo de protección crediticia (evitando la excesiva complejidad de la estructura de titulación y el riesgo que se crearía así una cadena de contrapartes, incrementando el riesgo crediticio con posibles implicaciones sistémicas). Los criterios de simplicidad también prohíben la gestión activa de la cartera de las exposiciones a las que se hace referencia en el acuerdo de protección crediticia. Una vez más, esto está diseñado tanto para evitar la selección adversa deliberada de las exposiciones subyacentes (a perjuicio de los inversores) como evitar las dificultades en la modelización de exposiciones elegidas según la discreción de un gestor de activos. Las exposiciones subyacentes tienen que ser homogéneas en términos del tipo de activo (cumpliendo con los criterios específicos de homogeneidad establecido por cada clase de activo), sujeto a las condiciones en la documentación de la transacción. Estos activos deben tener flujos de pago periódicos definidos

y las normas STS excluyen los valores transferibles distintos de los bonos corporativos no cotizados y las posiciones de titulización (por ser una re-titulización).

Al igual que con los criterios de simplicidad STS, los criterios de normalización para las titulaciones sintéticas son similares a los criterios de normalización de «verdadera venta» examinados anteriormente, pero existen criterios adicionales introducidos para las estructuras sintéticas. En el caso de un evento de crédito con respecto al comprador de protección, el vendedor de protección tiene derecho a tomar medidas de ejecución y/o rescindir el acuerdo de protección crediticia. Si la titulización sintética se financia, entonces cualquier garantía debe devolverse a los inversores en orden de la prelación de los títulos. Si se ha empleado un SSPE, entonces el efectivo no debe quedar atrapado dentro de la estructura (más allá de cualquier dinero necesario para garantizar que el SSPE continúe funcionando para el pago de las primas de protección que aún se están resolviendo y el reembolso ordenado de los inversores).

Cómo visto anteriormente en el caso de titulaciones de venta verdaderas, si la operación tiene características que permitan la prioridad no secuencial de los pagos (como los pagos prorrateados), también debe contar con activadores que obliguen a la reversión a pagos secuenciales y jerárquicos relacionados con el rendimiento de las exposiciones subyacentes. Estos factores desencadenantes deben incluir los casos en que un aumento del importe acumulado de las exposiciones en situación de impago o el aumento de las pérdidas acumuladas, superen un determinado porcentaje del importe pendiente de la cartera subyacente.

La documentación de la transacción debe especificar claramente las obligaciones contractuales de todas las partes y garantizar que existan disposiciones para reemplazar a las contrapartes pertinentes. Al igual que las titulaciones reales de venta, en el caso de las titulaciones sintéticas financiadas, la documentación de la operación debe incluir disposiciones para la resolución de conflictos entre diferentes clases de tenedores de títulos, especificar sus derechos de voto y definir las responsabilidades del fiduciario (o entidad equivalente).

En cuanto a los criterios de transparencia, la originadora debe poner a disposición de los inversores potenciales datos sobre impagos históricos estáticos y dinámicos y pérdidas por exposiciones similares a las que son objeto del acuerdo de protección crediticia. Estos datos deben abarcar un período de al menos cinco años. Una muestra de las exposiciones subyacentes debe someterse a verificación externa. Además, la originadora debe proporcionar a los inversores un modelo de flujo de caja del pasivo que represente la relación entre las exposiciones subyacentes y los pagos entre la originadora, los inversores, el SSPE (en su caso) y terceros. Este modelo debe ponerse a disposición de los inversores.

## 2. LOS CRITERIOS ESPECÍFICOS PARA LA TITULIZACIÓN SINTÉTICA

Los criterios específicos STS ponen hincapié en el acuerdo de protección. Esto debe cubrir, como mínimo, una serie de eventos de crédito específicos que varían dependiendo de si la transferencia de riesgo se logra mediante garantías o derivados de crédito. En el caso de las garantías, deberán cubrirse los eventos de crédito a que se refiere el artículo 215, apartado 1, letra a), del Reglamento (UE) 575/2013. Este artículo se refiere al impago o incumplimiento del deudor subyacente. En el caso de los derivados, los eventos de crédito a que se refiere el artículo 216, apartado 1, letra a), del Reglamento (UE) 575/2013. Este artículo se refiere a:

(i) La falta de pago de las cantidades adeudadas en virtud de la obligación subyacente.

(ii) La quiebra, insolvencia o incapacidad del deudor para pagar sus deudas.

(iii) La reestructuración de la obligación subyacente que implique la condonación o el aplazamiento del principal, los intereses o las comisiones que resulten en un evento de pérdida crediticia. El requisito de cubrir estos eventos no impide que las partes acuerden eventos de crédito adicionales.

El pago de la cobertura del riesgo de crédito que sigue a la ocurrencia de un evento de crédito debe calcularse sobre la base de la pérdida real realizada sufrida por la originadora o el prestamista original. Obviamente, desde la perspectiva de la originadora es importante que el importe pagado no sea inferior a los importes de las pérdidas, al igual que para los inversores o la contraparte, se debe pagar sólo en los casos de los eventos de crédito estipulados. El derecho del comprador de protección a recibir el pago de protección debe ser exigible, y el importe del pago debe estar claramente definido y ser capaz de cálculo. La decisión sobre si se ha producido un evento de crédito o no será tomada por un agente de verificación externa, que puede basar su decisión sobre una muestra de las exposiciones (en lugar de examinar cada exposición subyacente de forma individual).

Sin embargo, dado que la liquidación de las pérdidas totales puede ser un proceso largo, y para garantizar que un originador no tenga que seguir pagando la cobertura del crédito sobre todas las exposiciones cuando ya ha ocurrido un evento de crédito en relación con ciertas de ellas, la ley requiere que se realice un pago provisional dentro de los seis meses posteriores a la ocurrencia de un evento de crédito. Cuando se ha efectuado dicho pago intermedio, el pago final se ajustará para incluir las cantidades ya desembolsadas. El método de cálculo de los pagos provisionales y finales de protección debe especificarse en el acuerdo de protección.

Por lo que respecta a la prima pagada a los inversores, estas deben depender del tamaño y el riesgo de crédito del tramo protegido, y estructurarse como un porcentaje fijo del saldo vivo residual del tramo protegido

en cada fecha de pago (reflejando así las amortizaciones del tramo o las amortizaciones debidas a pérdidas incurridas). Las primas que no son contingentes, es decir, que no son una función estricta del tamaño pendiente y el riesgo de crédito de un tramo, no están permitidas en la titulización sintética.

Los criterios también establecen las circunstancias en las que la entidad originadora puede rescindir anticipadamente el contrato de cobertura del riesgo de crédito (antes de su vencimiento previsto). Estas se limitan, con el fin de preservar la integridad del acuerdo, a:

- i) la insolvencia del proveedor de la protección;
- ii) la falta de pago por parte del proveedor de protección de las cantidades adeudadas en virtud del acuerdo;
- iii) los actos normativos pertinentes. Entre ellas se incluyen una serie de circunstancias como:
  - (a) Cambios imprevisibles en cualquier ley o reglamento (o su interpretación oficial), o el tratamiento fiscal o contable de una transacción que podría tener un efecto adverso en la cantidad de capital que el comprador de protección está obligado a mantener en relación con la titulización en comparación con el anticipado en el momento de la realización de la transacción. Esto excluye otros factores que podrían afectar a la eficiencia económica de la operación, como las rebajas de calificación de una agencia de calificación.
  - (b) La determinación por parte de una autoridad competente de que el comprador de la protección (o cualquiera de sus filiales) ya no está autorizado a reconocer una transferencia de riesgo significativa de conformidad con el artículo 245, apartados 2 o 3, del Reglamento (UE) 575/2013 con respecto a la titulización.
- (iv) El ejercicio de una opción de compra de la operación cuando el plazo medido desde la fecha de cierre de la operación es igual o superior a la vida media ponderada de la cartera de referencia inicial en la fecha de cierre de la operación;
- (v) El ejercicio de una opción de extinción como define el artículo 242.1 del Reglamento (UE) 575/2013.
- vi) En el caso de las coberturas del riesgo de crédito con garantías personales, cuando el inversor ya no reúna las condiciones para ser considerado proveedor de cobertura admisible.

Los criterios STS también restringen el uso del exceso de margen sintético, una forma de mejora crediticia que hace que la inversión sea más atractiva, ya que la entidad originadora sólo requiere que los inversores absorben las pérdidas en escenarios extremos, pero que conlleva el riesgo que en realidad no existe una transferencia efectiva del riesgo crediticia.

El alcance de la transferencia del riesgo de crédito depende principalmente del riesgo de impago en las titulaciones no financiadas y de la calidad y disponibilidad para el comprador de protección de las garantías reales aportadas en las titulaciones sintéticas financiadas.

El Reglamento (UE) 2017/2402 especifica los tipos de acuerdos de protección crediticia que pueden utilizarse para la titulación sintética STS en el balance.

En el caso de los acuerdos de protección contra el riesgo de crédito con garantías personales, los proveedores de protección contra el riesgo de crédito admisibles se limitarán a las entidades que sean proveedores admisibles de conformidad con el Reglamento sobre los requisitos de capital y que estén ponderadas por riesgo al 0%. Se enumeran esas entidades en el artículo 214, apartado 2, del Reglamento (UE) no 575/2013, una lista que incluye a los bancos centrales las administraciones centrales, las administraciones regionales y las autoridades locales, así como a determinadas entidades del sector público.

En el caso de los acuerdos de protección del riesgo de crédito financiados, la contraparte financiará la cobertura del riesgo de crédito proporcionando garantías reales de alta calidad, como bonos del Estado o efectivo. Con respecto a esta garantía, el Reglamento de titulación determina que el acuerdo de financiación debe estipular:

- i) que el derecho de la originadora a utilizar la garantía para cumplir las obligaciones de pago de la protección sea exigible y esté garantizado mediante acuerdos de garantía adecuados;
- ii) que el derecho de los inversores a que se les devuelvan las garantías reales que no se hayan utilizado para hacer frente a los pagos de protección sea exigible;
- iii) en el caso de que la garantía se haya invertido en valores, que la documentación de la operación haya establecido los criterios de admisibilidad de dichos valores y sus mecanismos de custodia.

## VI. CONCLUSIONES

El Reglamento Europa de Titulación en su conjunto es la respuesta a una interpretación particular de las causas de la crisis financiera, que atribuye la responsabilidad a requisitos de suscripción laxos como consecuencia de la filosofía originar para distribuir, y de estructuras de titulación excesivamente complejas que los inversores institucionales no entendían plenamente. No obstante una interpretación alternativa es que los principales causes fueron: la fuerte dependencia de las entidades financieras de la financiación a corto plazo y la opacidad de las estructuras utilizadas para comercializar el papel comercial, combinado con el avance hacia la



integración vertical de la cadena de producción de las notas de titulización y el uso generalizado de contrapartes de derivados mal capitalizadas para las CDSs, el instrumento clave para la titulización sintética de arbitraje. Dado que contrapartes de las permutas de cobertura por impago estaban escasamente capitalizadas, cuando experimentaron problemas, esto empujó las calificaciones crediticias de las notas de CDO hacia abajo.

Inicialmente, las contrapartes de las permutas de cobertura por impago de las obligaciones de deuda garantizadas no estaban obligadas a depositar garantías ni a mantener grandes reservas de capital para garantizar sus posiciones. Cuando las llamadas colaterales significativas vinieron como resultado de las rebajas de la agencia de calificación de los títulos que aseguraron, muchas compañías de seguros monoline cerraron el negocio, mientras que AIG requirió un préstamo considerable de fondos públicos para evitar la insolvencia.

Los problemas experimentados por estas contrapartes de CDS tuvieron un efecto negativo significativo en las calificaciones de los CDO, tanto regulares como sintéticas.

Los SIV patrocinados por los bancos compraban carteras de valores, obligaciones de deuda garantizadas y otros tipos de deuda titulizada y emitirían pagarés comerciales a corto plazo. El SIV se beneficiaba de la diferencia entre los ingresos por los valores que poseía y los intereses más bajos que pagaba por los pagarés que emitía a los inversores. Los patrocinadores utilizaban el dinero que recibían de la venta de activos a las SIV para comprar activos para convertir en títulos. Las instituciones financieras invertían en papel comercial tanto tradicional como sintético respaldado por activos porque estaba altamente calificado y era líquido. Los SIVs necesitaban que los inversores renovaran periódicamente su papel comercial. Al crear los SIV, los bancos podían pedir dinero prestado para comprar activos, titularlos como RMBS o CDO y reembolsar el dinero prestado cuando vendía estos valores a los SIV. Sin embargo, cuando los deudores hipotecarios comenzaron a incumplir a partir de 2006, las calificaciones de los CDOs tradicionales y sintéticos comenzaron a rebajarse. Los SIV eran opacos en el sentido de que los inversores no tenían forma de saber qué activos contenían. Una pérdida de confianza en los SIV significó que tuvieron que ser liquidados y sus activos vendidos, lo que a su vez condujo a una espiral descendente de precios. Al no poder vender los activos, los patrocinadores se vieron obligados a volver a admitirlos en sus balances como pérdidas.

Después del declive dramática en el mercado de titulización en Europa, se puso en marcha una serie de iniciativas europeas para ayudar a revitalizar la industria, la más destacable siendo el Reglamento Europeo de Titulización. Entre los objetivos declarados del Reglamento se encuentran lo de evitar la repetición del modelo originar para distribuir, y abordar los riesgos de una titulización compleja y opaca. El núcleo del Reglamento son

los criterios STS, que hacen referencia a una titulización simple, transparente y normalizada, tanto en su forma tradicional como (desde los finales de 2021) sintética.

La decisión de limitar los criterios STS a la titulización sintética a la de balance demuestra una sana preocupación por los riesgos sistémicos que pueden presentar la titulización sintética de arbitraje, que, por su propia naturaleza, intenta incrementar márgenes de beneficio más que distribuir riesgo de una forma adecuada. Las amplias medidas de protección contenidas en el régimen STS, tanto para los originadores como para los inversores, son una señal que la Unión Europea ha asimilado unas de las lecciones de la crisis financiera de 2008. Queda por ver si serán suficientes para enterrar el estigma que la crisis ha proyectado sobre los productos de titulización sintética.

## VII. BIBLIOGRAFÍA

- ANANDARAJAN, Asokan, CHOU, Benjamin y EHRLICH, Michael: «Structured Investment Vehicles. The unintended consequence of financial innovation: some reasonable ideas and objectives combined to have unexpected effects», *Banking Accounting & Finance*, Vol. 22, Number 6 (2011).
- BALUCH, Faisal, MUTENGA, Stanley & PARSONS, Chris: «Insurance, Systemic Risk and the Financial Crisis», *The Geneva Papers on Risk and Insurance, Issues and Practice*, Vol. 36, Núm. 1 (2011).
- COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, «Criterios para identificar titulizaciones simples, transparentes y comparables». Julio (2015).
- DULANI, Jayasuriya: «The Rise and Fall of the Monoline Bond Assurers. Ícaro del siglo 21», Documento presentado en la Universidad Nacional de Singapur en la 4.<sup>a</sup> Conferencia Nacional de Negocios y Gestión (2016).
- EBA Report on Qualifying Securitisation (2014).
- EBA Report on Synthetic Securitisation (2015).
- EBA Report on STS Framework for Synthetic Securitisation under Article 45 of Regulation (EU) 2017/2402. (2020).
- GRUPO QSV: «EU Securitisation Issuance to Remain Anaemic». Disponible en: <http://www.qsvgroup.com/news-and-blog/eu-securitisation-issuance-to-remain-anaemic>.
- HILL, Howard B.: «Finance Monsters». Merriman (2014).
- JOHNSON, Simon & KWAK, James: *13 Bankers: The Wall Street takeover and the next financial meltdown*, Knopf Doubleday Publishing Group (2010).

- McCOY, Patricia A.; PAVLOV, Andrey; y WACHTER, Susan: «Systemic Risk Through Securitization: The Result of Deregulation and Regulatory Failure». *Connecticut Law Review*, Number 4, May (2009).
- MOLDOGAZIEV, Tima T.: «The Collapse of the Municipal Bond Insurance Market: How did we get here and is there life for the monoline industry beyond the great recession», *Pennsylvania State University Journal of Public Budgeting, Accounting and Financial Management* (2013).
- SALEUDDIN, Rasheed: *Regulating Securitized Products*. Palgrave MacMillan (2018).
- SERVICIO DE INVESTIGACIÓN DEL CONGRESO. *Aseguradoras de Bonos: Temas para el 110.º Congreso*. (2008).
- SEGURA, Anatoli: «Why did sponsor Banks rescue their SIVs? A Signalling Model of Rescues», *Review of Finance*, vol. 22, number 2, March (2018).
- TETT, Gillian: «Fool's Gold. How unrestrained greed corrupted a dream, shattered global markets and unleashed a catastrophe». Hachette Digital (2009).
- TOOZE, Adam: «Crashed-How a Decade of Financial Crises Changed the World». Viking (2018).