COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 24.7.2020
COM(2020) 284 final

INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO

sobre la creación de un marco específico para la titulización sintética simple, transparente y normalizada, circunscrito a la titulización sintética dentro de balance

(Texto pertinente a efectos del EEE)

{SWD(2020) 120}

1. ANTECEDENTES Y MOTIVACIÓN

El artículo 45, apartado 1, del Reglamento (UE) 2017/2402[1] (en lo sucesivo, «Reglamento de titulizaciones») exige que la Autoridad Bancaria Europea (en lo sucesivo, «ABE») publique un informe sobre la viabilidad de un marco específico para la titulización sintética simple, transparente y normalizada (en lo sucesivo, «STS»), circunscrito a la titulización sintética dentro de balance. Las titulizaciones sintéticas dentro de balance (en lo sucesivo, «TSDB») son operaciones de titulización en las que la originadora, normalmente un banco, utiliza garantías financieras o derivados de crédito para transferir a terceras partes el riesgo de crédito de un conjunto específico de activos que mantiene en su balance y para el que, en la gran mayoría de los casos, también era el prestamista original. Los activos subyacentes son normalmente préstamos a empresas, préstamos a pymes o financiación comercial (activos que, por diversos motivos, para la originadora es más difícil o menos atractivo titulizar de forma tradicional). Como tal, las TSDB pueden distinguirse claramente de las titulizaciones sintéticas de arbitraje, que implican activos subyacentes que no son propiedad de la originadora de la titulización. En lugar de cubrir el riesgo de crédito, el principal objetivo de una operación sintética de arbitraje es buscar el arbitraje entre el margen de la calidad crediticia de un conjunto de activos o de índices de producción y el margen del producto titulizado resultante.

Asimismo, el considerando 24 del Reglamento de titulizaciones invita a la ABE a determinar criterios pertinentes para dicho marco específico «con miras a promover la financiación de la economía real y, en particular, de las pymes, principales beneficiarias de tales titulizaciones».

El artículo 45, apartado 2, del Reglamento de titulizaciones exige que la Comisión presente al Parlamento Europeo y al Consejo un informe sobre la creación de un marco STS específico para la titulización sintética dentro de balance, sobre la base del informe de la ABE anteriormente mencionado, acompañado, si procede, de una propuesta legislativa.

El informe de la ABE se publicó el 6 de mayo de 2020[2]. Este se basa en el anterior informe de la ABE sobre titulización sintética, publicado en diciembre de 2015[3], cuyas recomendaciones ya están reflejadas en el Reglamento sobre requisitos de capital[4] (en lo sucesivo, «RRC»), y en el Documento de reflexión sobre la transferencia significativa del riesgo[5] en titulizaciones, publicado en septiembre de 2017[6]. La transferencia significativa del riesgo (en lo sucesivo, «TSR») es especialmente importante para la titulización sintética, ya que la transferencia de riesgo, y el reembolso del capital asociado, son uno de los motivos para participar en este tipo de titulización.

Para elaborar su informe, la ABE publicó un documento de reflexión en septiembre de 2019 para una consulta de dos meses. Dado que la mayoría de las respuestas expresaban un firme apoyo tanto al análisis del mercado como a la motivación para el desarrollo de un marco STS para titulizaciones sintéticas, el informe de la ABE se basa en un amplio consenso entre las partes interesadas, tanto en lo relativo a la viabilidad de dicho marco como en los criterios pertinentes que harían a las titulizaciones sintéticas formar parte de este.

---

[1] Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 648/2012.

[2] https://eba.europa.eu/eba-proposes-framework-sts-synthetic-securitisation.

[3] https://eba.europa.eu/eba-issues-advice-on-synthetic-securitisation-for-smes.

[4] Reglamento (UE) 2017/2401 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión.

[5] La transferencia significativa del riesgo es necesaria para que el banco originador pueda excluir las exposiciones titulizadas de sus activos ponderados por riesgo, en el caso de titulizaciones tradicionales, o calcular sus activos ponderados por riesgo de conformidad con los artículos 251 y 252 del RRC, en el caso de titulizaciones sintéticas.

[6] https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/discussion-paper-on-the-significant-risk-transfer-in-securitisation.

2. ESPECIFICIDADES DE LA TITULIZACIÓN SINTÉTICA DENTRO DE BALANCE

La titulización sintética y la titulización tradicional/de venta verdadera no presentan diferencias fundamentales en términos de la naturaleza de las exposiciones subyacentes, la división en tramos del riesgo y las estructuras del capital (en cascada). No obstante, difieren considerablemente en la forma de transferir el riesgo de la originadora al inversor.

La titulización tradicional implica la transferencia legal de los activos por parte del emisor de los valores de forma que la propiedad se transfiere a un vehículo especializado en titulizaciones (SSPE) que, por tanto, adquiere el derecho a los flujos de efectivo generados por dichos activos. La TSDB lleva a cabo la transferencia de riesgo a través de una cobertura del riesgo de crédito (derivados de crédito o garantías financieras) entre la originadora y el inversor, de forma que las exposiciones subyacentes en la propiedad de la primera permanezcan en su balance. Por tanto, aunque la titulización tradicional exige tanto un SSPE como la emisión real de valores, ninguno de ellos sería estrictamente necesario para la titulización sintética.

La ejecución de la TSDB suele ser más sencilla que la de la titulización tradicional, debido a la mayor flexibilidad del mecanismo sintético. Además, suele ser más barata en términos de costes, y su gestión suele ser más rápida. Permite a la originadora evitar las dificultades jurídicas y operativas que pueden surgir en el proceso de transferencia de la propiedad de las exposiciones subyacentes en una operación tradicional.

En los últimos años se ha producido una simplificación significativa de las prácticas del mercado de TSDB, y los datos del sector sugieren que la documentación que acompaña al instrumento ha descendido de unas quinientas páginas antes de la crisis financiera mundial a menos de cincuenta hoy día, lo cual indica una importante reducción de la complejidad. [7]

La transferencia de riesgo en una titulización sintética no solo depende de la estructura del capital de la operación (es decir, la división en tramos) y de los posibles mecanismos de apoyo de la originadora (como es el caso de la titulización de venta verdadera), sino también de las características de la cobertura del riesgo de crédito contraída por las partes, así como de la solvencia del inversor. El recurso a la cobertura del riesgo de crédito, en particular si es con garantías personales y es ofrecida por vendedores de cobertura privados, expone a los bancos individuales a riesgo de contraparte y puede crear, en caso de que haya una alta concentración de vendedores de cobertura, una interconexión en el sistema financiero que puede tener implicaciones sistémicas (como se demostró en la crisis financiera de 2008-2009). A pesar de ello, cuando ambas partes realizan la operación con pleno conocimiento de los riesgos subyacentes, el riesgo de discordancia de intereses entre las originadoras y los inversores es reducido ya que la gestión del riesgo es igualmente importante tanto para el vendedor de la cobertura como para el comprador de esta.

La titulización sintética también difiere de la titulización tradicional a efectos del propósito. De hecho, el uso de la titulización sintética se ha convertido en un instrumento útil para un gran número de bancos en sus actividades en materia de riesgo de crédito y de gestión del capital, ya que les permite transferir riesgo de crédito a los mercados de capitales privados de forma eficiente, liberando por tanto capital y límites de crédito, y permitiéndoles continuar con las actividades de préstamo, mientras que la titulización tradicional se usa más comúnmente para obtener financiación de la venta de activos, más que como un instrumento para la gestión del riesgo de crédito.

3. COMPORTAMIENTO DEL MERCADO

Dinámica del mercado

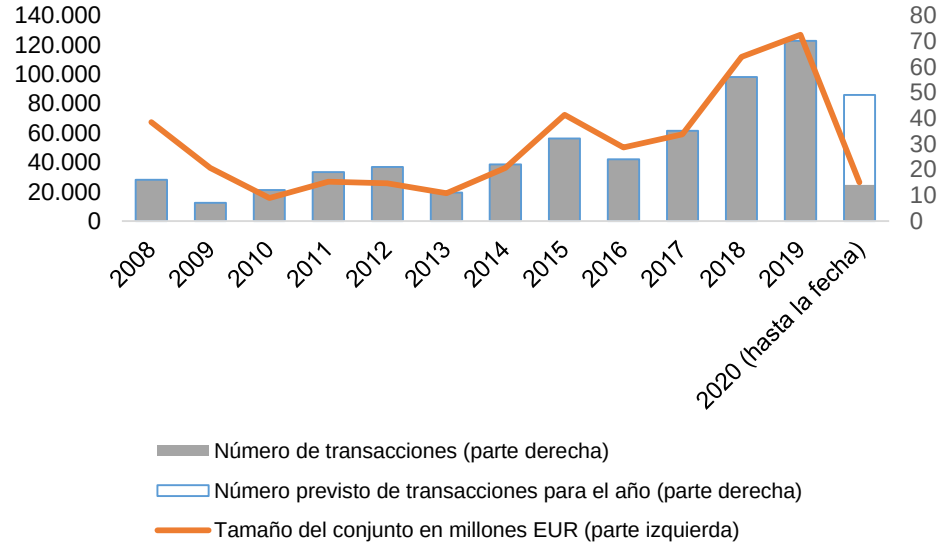
[7] «Synthetic securitisation: Making a silent comeback» [«Titulización sintética: una vuelta silenciosa», documento en inglés], Deutsche Bank EU Monitor, 21 de febrero de 2017.

La falta de datos exhaustivos sobre la evolución del mercado y el comportamiento de las titulizaciones sintéticas fue uno de los factores clave que provocó la limitación de la etiqueta STS a las titulizaciones tradicionales en el Reglamento (UE) 2017/2402. La ABE subsanó esta deficiencia recogiendo i) datos sobre el volumen de operaciones de TSDB del periodo 2008-principios de 2019; ii) datos sobre el comportamiento de impago de las TSDB para el mismo periodo; iii) datos de supervisión sobre operaciones que hayan logrado TSR; y iv) información recogida del sector en una mesa redonda en marzo de 2019, así como otros análisis del mercado. No obstante, a pesar de este importante esfuerzo, el cuadro no está totalmente completo, en gran medida debido al carácter bilateral y privado de estos tipos de operaciones en los años posteriores a la crisis financiera mundial. Además, muchas de las operaciones comunicadas se originaron en los últimos años y, por tanto, aún no han pasado por todo el ciclo económico. Por último, algunos de los datos fueron recogidos mediante encuestas de participantes en el mercado y, por tanto, puede que no sean plenamente representativos de todo el mercado.

La información recogida demostró que la crisis financiera de 2008 había reconfigurado profundamente el mercado de las titulizaciones sintéticas. Antes de la crisis, las titulizaciones sintéticas europeas alcanzaron su punto máximo en 2004-2005 con volúmenes superiores a los 180 000 millones EUR debido a la gran provisión de operaciones sintéticas de arbitraje. Esta últimas sufrieron grandes pérdidas durante la crisis, lo cual refleja su complejidad, falta de transparencia y concordancia imperfecta de intereses, y parece que han desaparecido en gran medida, ya que hoy día el mercado está formado principalmente por operaciones dentro de balance.

Los datos sobre emisiones apuntan a una tendencia positiva. Tras unos cuantos años de moderada actividad tras la crisis financiera, lo cual refleja el estigma asociado al instrumento de titulización, el mercado sintético se ha ido recuperando los últimos años, con un aumento constante del número de transacciones y de su volumen. Según los datos recogidos por la International Association of Credit Portfolio Managers (IACPM), en 2018 se iniciaron unas cuarenta y nueve operaciones con un volumen total de 105 000 millones EUR, el más elevado desde la crisis financiera (véase la ilustración 1).

Ilustración 1: Emisión de titulizaciones dentro de balance tras la crisis financiera mundial

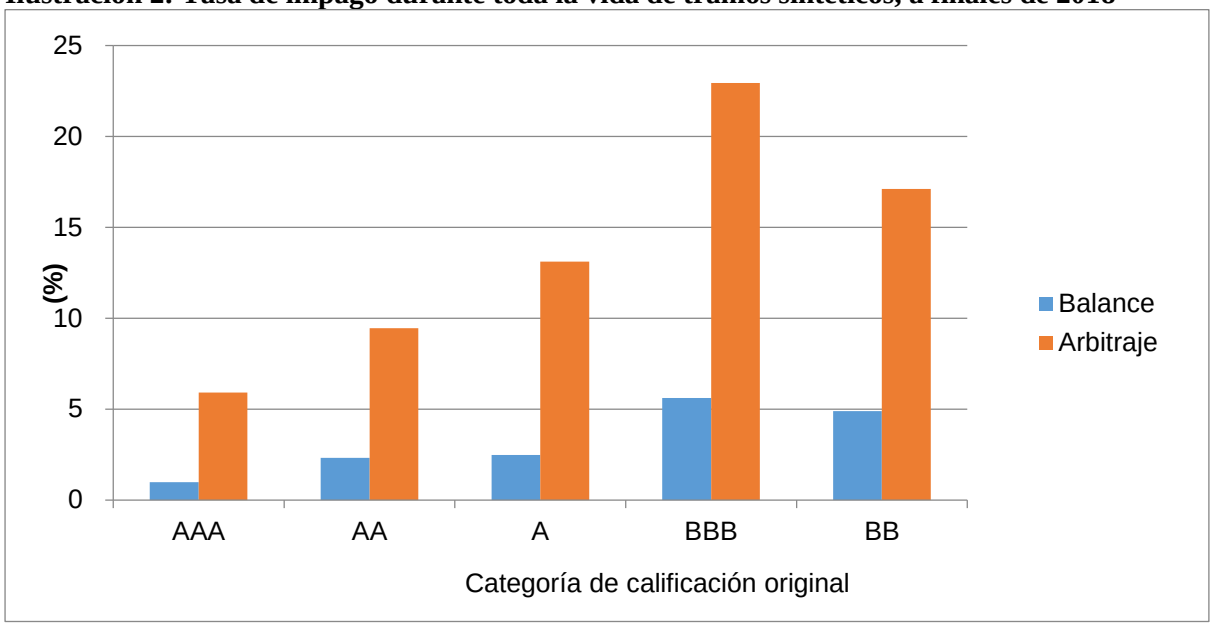


Fuente: ABE, IACPM

El cambio en el carácter del mercado europeo de titulizaciones sintéticas y la prevalencia del segmento dentro de balance puede explicarse por las bajas tasas de impago del instrumento incluso a lo largo de la crisis financiera de 2008. Según los datos recogidos por la ABE, los inversores en operaciones en balance han soportado pérdidas considerablemente menores que aquellos en operaciones sintéticas de arbitraje (véase la ilustración 2). De hecho, las tasas de impago durante toda

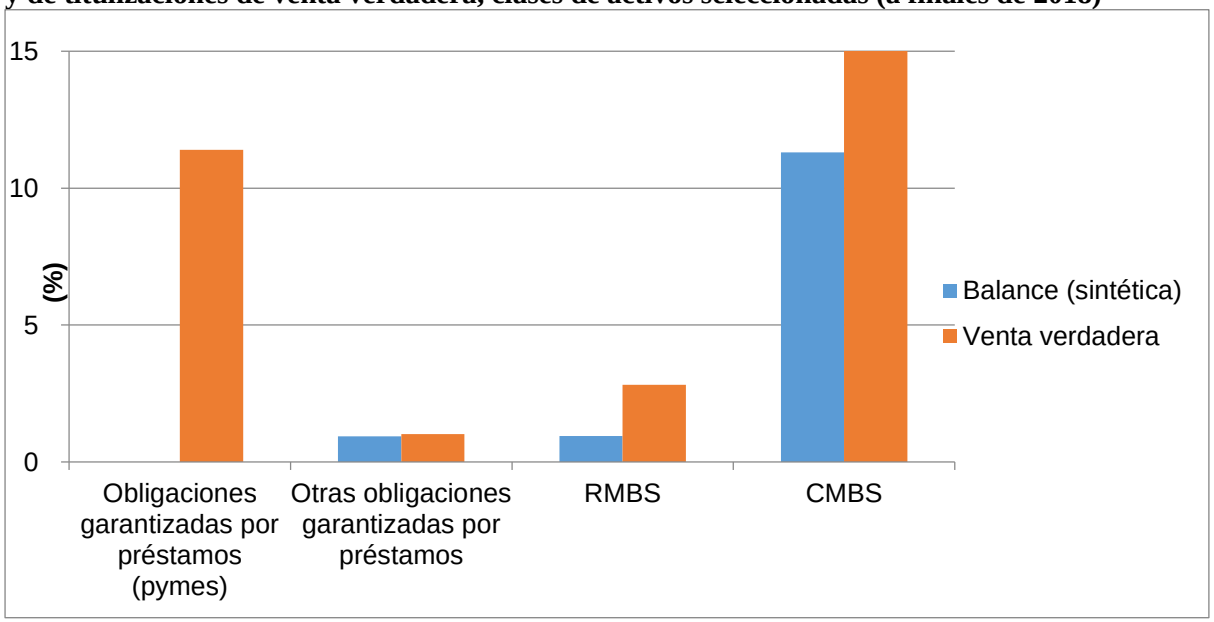
la vida de las operaciones en balance también tendieron a superar las de las titulizaciones tradicionales, para todas las calificaciones crediticias y clases de activos (véase la ilustración 3).

Ilustración 2: Tasa de impago durante toda la vida de tramos sintéticos, a finales de 2018



Fuente: ABE, S&P

Ilustración 3: Tasa de impago durante toda la vida de titulizaciones sintéticas dentro de balance y de titulizaciones de venta verdadera, clases de activos seleccionadas (a finales de 2018)



Fuente: ABE

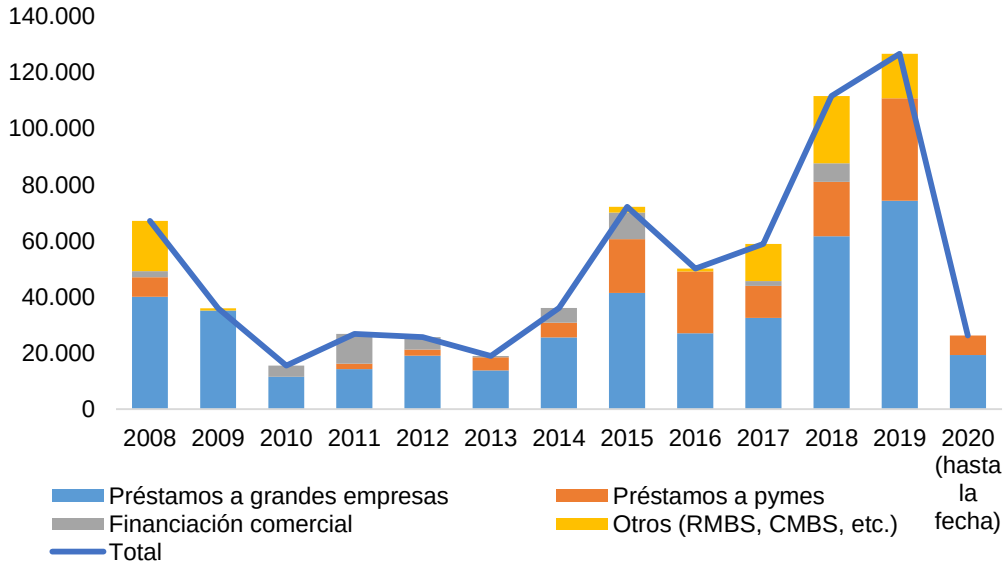
Composición, compradores y vendedores de activos

Los datos recogidos por la ABE muestran que las TSDB parecen usarse para transferir riesgo corporativo desde bancos hacia mercados de capitales en mucha mayor medida que las titulizaciones

tradicionales. Las principales clases de activos en operaciones dentro de balance son préstamos a grandes empresas y a pymes, seguidos de financiación comercial (véase la ilustración 4)[8].

Para maximizar el objetivo relativo al reembolso del capital, las originadoras de TSDB suelen seleccionar clases de activos con elevadas ponderaciones de riesgo. Además, el análisis de la ABE indica que las originadoras de TSDB suelen seleccionar carteras que representan su actividad principal, lo cual podría reflejar la demanda de los inversores para garantizar la concordancia de intereses. De hecho, es menos común incluir los activos deteriorados o con un apalancamiento excesivo en TSDB que en titulizaciones tradicionales, lo cual podría explicar parcialmente la diferencia observada en términos de tasas de impago. Las exposiciones minoristas, como los títulos con garantía hipotecaria residencial (RMBS) o los préstamos al consumo, también suelen aparecen con menos frecuencia en TSDB ya que tienen ponderaciones de riesgo inferiores, ofreciendo de ese modo un menor beneficio en términos de reembolso del capital, y tienen una mayor probabilidad de estar sujetos a límites de concentración internos, como en términos de ubicación geográfica, tipo de prestatario o sector económico, lo cual los hace más aptos para la titulización tradicional.

Ilustración 4: Desglose por clases de activos, millones EUR



Fuente: ABE, IACPM

Características de mercado

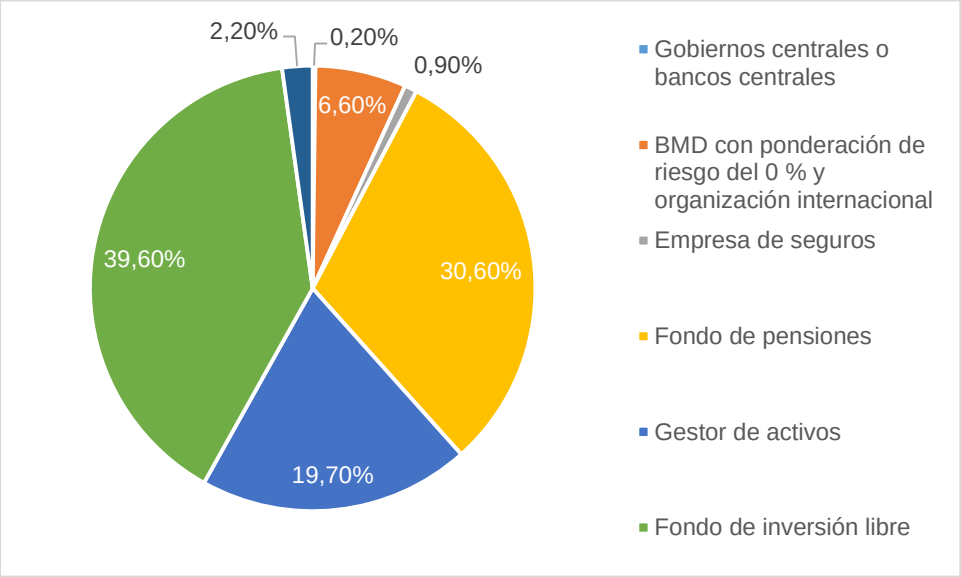
Actualmente, la mayoría de las originadoras son bancos, en particular bancos de gran tamaño y sistémicamente importantes que usan modelos basados en calificaciones para calcular los requisitos de capital. Las principales razones para que una originadora intente acceder a una TSDB son la gestión del riesgo de crédito y liberar capital. La segunda razón está adquiriendo importancia a la luz de los avances normativos, como la adopción del marco regulador Basilea III y la aplicación de la NIIF 9.

La mayoría de los inversores en titulizaciones sintéticas no son entidades bancarias y normalmente están muy especializados en inversiones en créditos y tienen experiencia en diligencia debida de carteras. El conjunto de inversores está formado principalmente por fondos de inversión libre, fondos de pensiones y gestores de activos, mientras que las empresas de seguros representan una minoría insignificante (véase la ilustración 5). En los últimos años hemos asistido a la entrada de bancos

[8]Los datos de los últimos años indican una mayor diversificación de las clases de activos para incluir financiación especializada (incluidos préstamos para infraestructuras), bienes inmuebles comerciales, bienes inmuebles residenciales, créditos de la cartera comercial, préstamos para la compra de automóviles, así como clases más exóticas como micropréstamos y préstamos agrícolas.

multilaterales de desarrollo[9] y organizaciones internacionales (incluidos el BEI y el FEI, que siguen siendo inversores importantes en el mercado de las pymes).

Ilustración 5: Inversores, en términos del % de volumen de tramos distribuidos a lo largo del periodo 2008-2019



Fuente: IACPM, ABE; Nota: BMD (banco multilateral de desarrollo)

Los mecanismos de cobertura del riesgo de crédito usados en TSDB evolucionaron de forma sustancial después de la crisis financiera mundial. Los mecanismos de cobertura del riesgo de crédito con garantías personales (contratos de derivados de crédito bilaterales, negociados de forma privada, como las permutas de cobertura por impago) han sido sustituidos casi en su totalidad por la cobertura con garantías reales o instrumentos similares (que supone el pago anticipado al comprador de la cobertura, eliminando por tanto la exposición en riesgo de contraparte, como los bonos vinculados a crédito). De hecho, la ABE destaca en su informe que el 90 % de la cobertura del riesgo de crédito ofrecida por los inversores privados es actualmente cobertura del riesgo de crédito con garantías reales o instrumentos similares.

Más allá de esta garantía adicional ofrecida por el cambio en el uso de los mecanismos de cobertura del riesgo de crédito, la crisis financiera dio lugar a importantes cambios en la forma de compartir y transferir el riesgo dentro del mercado. Según el análisis de la ABE, las originadoras tienden actualmente a transferir los elementos subordinados o semisubordinados del riesgo de crédito de la cartera y mantener el tramo preferente de esta. El tramo preferente es normalmente el de mayor tamaño y representa de media el 87 % del volumen total de la operación. Esto supone un cambio importante en comparación con el periodo anterior a la crisis, cuando el tramo «súper» preferente[10] se colocaba normalmente entre los inversores. La ABE observó que, en respuesta a la entrada en vigor del nuevo marco de titulizaciones, los tramos subordinados parecen haber aumentado su grosor, lo cual podría atraer a nuevos inversores al mercado.

En términos de distribución geográfica, muchas de las operaciones de mayor tamaño se han concentrado en unos cuantos Estados miembros (Reino Unido, Alemania, España, Francia e Italia), aunque también se han realizado operaciones en otros Estados miembros de la UE. Asimismo, el

[9] Los bancos multilaterales de desarrollo, cuando las exposiciones a estos puedan recibir una ponderación de riesgo del 0 %, están enumerados en el artículo 117, apartado 2, del RRC.

[10] Designar un tramo «súper» preferente fue una técnica utilizada por las originadoras de titulizaciones sintéticas antes de la crisis financiera mundial, con el fin de destacar el carácter considerado libre de riesgo del tramo más preferente en la estructura de titulización. Normalmente, el tramo inferior al «súper» preferente recibiría la calificación AAA, asignando de este modo al tramo «súper» preferente el apodo de «calificación AAAA».

análisis de la ABE muestra que la mayoría de las operaciones contienen exposiciones multijurisdiccionales, y la mayoría de ellas implican exposiciones fuera de Europa.

4. ¿SE REQUIERE UN MARCO STS ESPECÍFICO PARA LAS TITULIZACIONES SINTÉTICAS DENTRO DE BALANCE?

Análisis de la conveniencia

El análisis de las ventajas y desventajas realizado por la ABE sugiere que es probable que la introducción de un marco STS específico para TSDB aporte muchos beneficios a largo plazo para los mercados financieros y la economía real, y, en ese sentido, se espera que mejore la estabilidad financiera mundial.

Los principales beneficios de ampliar la etiqueta son, como su nombre indica, mejorar la simplicidad, la transparencia y la normalización del producto de titulización sintética. Esto abordaría algunas de las principales preocupaciones que se han asociado a la titulización sintética, como su aparente complejidad, el riesgo, la probabilidad de arbitraje y fraude, y las asimetrías que supone en materia de información. Asimismo, mejoraría la evaluación de riesgos por las partes implicadas, así como por los supervisores, y se facilitaría enormemente la supervisión general del mercado. Aunque el mercado siga siendo mayormente personalizado y bilateral, se comunicarían a las autoridades competentes todas las operaciones que soliciten la etiqueta STS, y dichas autoridades tendrían la oportunidad de realizar un seguimiento de las partes implicadas. Por último, la normalización del mercado facilitaría la entrada en el mercado de nuevas originadoras, lo cual podría atraer a más inversores.

Además, la aplicación de los elementos finales de la reforma de Basilea III aumentaría la importancia de los instrumentos para la gestión del riesgo de crédito y del capital, como las TSDB. En este contexto, garantizar que el mercado avanza dentro de los parámetros del sólido marco STS evita el riesgo de que vuelvan a emerger las prácticas nocivas del pasado y sería beneficioso para la estabilidad financiera.

No obstante, la ABE advierte de que la introducción de un marco STS específico para TSDB ha de ir debidamente acompañada de su supervisión con el fin de evitar consecuencias negativas. En particular, como ocurre con la etiqueta STS de la titulización de tesorería, el riesgo moral, como las negligencias por parte de inversores con menos experiencia, podría aumentar debido a la posible percepción de que la etiqueta STS implica inherentemente un producto de bajo riesgo independientemente de las diferencias entre operaciones individuales o las posiciones dentro de las operaciones.

Además, se plantea la cuestión de si la introducción de un marco STS para TSDB podría llevar a una menor emisión de titulizaciones STS tradicionales. Sin embargo, la probabilidad de que este riesgo se materialice no es significativa. Asimismo, la ABE señala que, dadas las diferentes funciones y objetivos (tanto para las originadoras como para los inversores) de los dos instrumentos, no se debe esperar un impacto considerablemente significativo sobre la titulización tradicional.

Por último, cabe señalar que, actualmente, el marco internacional para la titulización simple, transparente y comparable, desarrollado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), excluye la titulización sintética de su ámbito. Sobre la base de los datos recopilados y el análisis técnico realizado por la ABE, hay pruebas prudenciales para contemplar un marco STS específico para TSDB.

Análisis de la viabilidad

Según la ABE, un marco STS específico para TSDB debería tener en cuenta las especificidades estructurales del producto que se diferencien de la titulización tradicional. En particular, estas incluyen el riesgo de crédito de contraparte, las modalidades de la transferencia de crédito, así como las diferentes motivaciones y perspectivas para los compradores y vendedores de la cobertura.

Basándose en los actuales criterios STS para titulizaciones de venta verdadera, la ABE ha identificado un conjunto de criterios STS que pueden aplicarse a las TSDB, al tiempo que abordan las especificidades de estas. Los criterios identificados también pretenden garantizar que los activos arriesgados que no entran en el ámbito de las titulizaciones STS tradicionales, como los préstamos dudosos, los títulos con garantía hipotecaria corporativa o las obligaciones garantizadas por préstamos, sigan fuera del ámbito de la etiqueta STS.

En materia de simplicidad y transparencia, muchos de los criterios de titulizaciones STS de venta verdadera pueden aplicarse también a las operaciones sintéticas. Algunos necesitarán modificarse o sustituirse ya que no son pertinentes en las operaciones sintéticas. Por ejemplo, el criterio de «venta verdadera» y su aplicación deben sustituirse por una definición de «sintética dentro de balance», cuidadosamente elaborada para excluir las operaciones de arbitraje, y los requisitos necesarios para garantizar la solidez de la cobertura del riesgo de crédito. Algunos criterios nuevos, como especificar primas de la cobertura del riesgo de crédito y circunstancias de cancelación anticipada, también se han considerado necesarios.

La ABE propone una revisión más sustancial de los criterios de normalización, ya que solo algunos criterios generales serán pertinentes en las operaciones sintéticas, como el requisito sobre retención de riesgo. Otros, como la reducción de los riesgos de tipo de interés y de tipo de cambio o la asignación de pérdidas y amortización de tramos, se han modificado para reflejar de mejor forma el carácter de las prácticas TSDB. Por último, una serie de nuevos criterios especifican aspectos clave como los mecanismos de cobertura del riesgo de crédito, el exceso de margen sintético, los eventos de crédito y los pagos de la cobertura del riesgo de crédito. La normalización de este mercado ampliamente personalizado se ha considerado uno de los desafíos clave para crear un marco STS eficiente. El conjunto de criterios propuestos tiene en cuenta las actuales mejores prácticas del mercado con el fin de establecer una norma prudente y viable.

El anexo II ofrece una lista completa de los criterios STS identificados por la ABE.

De igual manera que con las titulizaciones STS de venta verdadera, no debería interpretarse que la etiqueta de titulización sintética STS significa que la titulización en cuestión esté exenta de riesgo, sino más bien que el producto respeta un número de criterios y que un comprador y un vendedor de cobertura diligentes, así como una autoridad nacional competente, podrán analizar el riesgo que conlleva. Los criterios identificados tienen en cuenta los diferentes objetivos de las titulizaciones sintéticas, es decir, se hacen a efectos de gestión de capital/riesgos a diferencia de la financiación, las transferencias que no son de venta verdadera de activos subyacentes, la exposición al riesgo de crédito de contraparte, etc. y, por tanto, pretenden garantizar la cobertura de las originadoras y de los inversores (dado que la originadora también es un inversor en la operación, que mantiene el tramo preferente). Por el contrario, el marco STS de venta verdadera pretende maximizar la cobertura solo para el inversor, dado que la venta de activos a un SSPE hace que la cobertura para la originadora sea menos pertinente.

5. TRATAMIENTO PREFERENTE DEL CAPITAL

Desde un punto de vista prudencial, las titulizaciones sintéticas se tratan actualmente como titulizaciones que no sean STS tradicionales (de venta verdadera). La única excepción a este enfoque se prevé en el artículo 270 del RRC para las titulizaciones sintéticas de préstamos a pymes. El

artículo 270 se centra en el tramo preferente mantenido por la originadora de titulizaciones sintéticas que cumplan un conjunto de criterios delimitadores:

- que al menos el 70 % de las exposiciones titulizadas sean exposiciones frente a pymes, como prevé el artículo 501 del RRC;
- que la titulización cumpla los criterios STS de venta verdadera tal como se aplican a una titulización sintética;
- que el riesgo de crédito no mantenido por la originadora se transfiera a través de una garantía, o contragarantía, lo cual cumple los requisitos del RRC sobre reducción del riesgo de crédito, y que el garante/contragarante sea a) un gobierno central o un banco central de un Estado miembro, un banco multilateral de desarrollo o una organización internacional a los que les corresponda un régimen de ponderación de riesgo del 0 % en virtud del enfoque normalizado para el riesgo de crédito; o b) un inversor institucional siempre que la garantía o la contragarantía esté plenamente cubierta por efectivo en depósito en la originadora.

A pesar de algunas limitaciones en términos de datos recogidos y experiencia práctica con el marco de titulizaciones STS tradicionales, el análisis técnico realizado por la ABE podría permitir concluir que los riesgos inherentes asociados a las TSDB que cumplen los criterios STS ajustados podrían exigir la revisión del RRC para que este ofrezca un tratamiento del capital más sensible al riesgo del tramo preferente de dichos instrumentos, ajustándolo al tratamiento preferencial de las titulizaciones STS tradicionales. Como observó la ABE, esto quedaría justificado por el buen comportamiento de las TSDB en comparación con las titulizaciones sintéticas de arbitraje y las titulizaciones tradicionales, en particular con respecto a las bajas tasas de impago y de pérdida. Además, la ampliación de la etiqueta STS permitiría apreciar mejor las titulizaciones sintéticas más sencillas, normalizadas y transparentes, con las que se pueden esperar unos menores riesgos de agencia y de modelo.

Como se mencionaba en el informe de la ABE, las TSDB no forman parte actualmente del marco STS desarrollado por el Comité de Basilea, que se centra en las titulizaciones tradicionales. No obstante, esta desviación de las normas de Basilea estaría motivada prudencialmente por los datos y el análisis técnico que justifican la solidez prudencial de una ampliación del marco STS a las TSDB.

Esta ampliación permitiría a las TSDB beneficiarse del tratamiento preferente del capital establecido para los productos STS. No obstante, esto podría enmarcarse en una revisión específica del artículo 270 del RRC que a) garantizara una ampliación del tratamiento preferente del capital ofrecido por dicho artículo a todas las TSDB que cumplan los criterios STS, independientemente del tipo de exposición subyacente (eliminando disposiciones que limitan actualmente este artículo a las TSDB compuestas al menos de un 70 % de exposiciones titulizadas en pymes), al tiempo que b) mantuviera el ámbito limitado existente del tratamiento preferente del capital para el tramo preferente mantenido por la originadora, que se considera menos arriesgado. Como consecuencia de estos ajustes, el tramo preferente mantenido por la originadora estaría sujeto a una ponderación de riesgo mínima del 10 %.

En general, la revisión combinada del marco STS y el RRC en el caso de las TSDB, permitiendo un tratamiento prudencial diferenciado de las TSDB que cumplan los criterios STS frente a las que nos los cumplen y las titulizaciones de arbitraje, aumentaría la sensibilidad al riesgo del marco prudencial y reforzaría el atractivo del marco STS.

6. CONCLUSIONES

El análisis llevado a cabo por la ABE muestra que es posible establecer normas para la titulización sintética que permitan mitigar los principales impulsores del riesgo de estructuración, como los riesgos de modelo y de agencia, de la misma manera que la titulización tradicional, creándose así un subconjunto de titulización sintética que es comparable a la titulización STS tradicional. De hecho, los datos muestran que el comportamiento histórico de las titulizaciones sintéticas dentro de balance tiende a superar al de las titulizaciones tradicionales para la misma clase de activos. En realidad,

desde una perspectiva técnica, no existe ninguna prueba que pudiera sugerir que la estructura de la titulización sintética dé lugar de forma inherente a mayores pérdidas que la estructura de la titulización tradicional. Una estructura sintética no afecta negativamente al comportamiento de la titulización.

El análisis no arroja consecuencias negativas significativas que pudieran estar previsiblemente generadas por la creación de un marco de titulización STS específico para las titulizaciones sintéticas dentro de balance. Por otra parte, reactivar el mercado de titulizaciones sintéticas y garantizar que se desarrolla dentro del sólido marco STS entraña una serie de beneficios para los bancos, el mercado financiero y la estabilidad financiera en general. La transferencia de riesgo de los bancos al sector no bancario es uno de los principales objetivos de la unión de los mercados de capitales y, al facilitar la disponibilidad de crédito para aquellos que lo necesitan, podría fomentar el crecimiento económico.

A partir del análisis de la ABE, es posible crear un marco específico para titulizaciones sintéticas dentro de balance STS y establecer un tratamiento normativo diferenciado, limitado al ajuste del mínimo prudencial para el tramo preferente, que debería mantener la entidad originadora de crédito, a un nivel equivalente al marco STS tradicional.

ANEXOS

Anexo I: Sinopsis comparativa del mercado sintético antes y después de la crisis

	Mercado sintético antes de la crisis	Mercado sintético después de la crisis
Mercado	Público	Privado o bilateral
Tipo de titulización	Arbitraje y dentro de balance	Casi exclusivamente dentro de balance
Privado/Público	Principalmente público y con calificación	Principalmente privado y bilateral
Activos	Principalmente empresas	Principalmente empresas, diversificación y adición de nuevas clases de activos
Entidades originadoras	Bancos de gran tamaño y de nivel intermedio, bancos normalizados que están pasando a IRB	Bancos de gran tamaño, principalmente entidades financieras de importancia sistémica
Inversores	Rango amplio, principalmente ABS	Rango estrecho, principalmente alternativos
Estructura	Estructura sintética completa (preferente + subordinado)	Solo subordinado/semisubordinado
Mecanismo de cobertura del riesgo de crédito	Con garantías personales	Con garantías reales o instrumentos similares, y con garantías personales para el público

Fuente: ABE, Integer Advisors

Anexo II: Resumen de criterios STS y comparación con criterios STS para la titulización tradicional

Criterio	Comparación con criterios para titulizaciones tradicionales (no pagarés de titulización) (referencias a artículos del Reglamento de titulizaciones)
Sencillez	
Criterio 1: Titulización sintética dentro de balance, reducción del riesgo de crédito	Sustitución del criterio sobre venta verdadera/asignación/asignación en una fase posterior, disposiciones rescisorias, declaraciones y garantías sobre la ejecución de la venta verdadera (artículo 20, apartados 1 a 5 del Reglamento de titulizaciones) —con la definición de titulización sintética dentro de balance y el requisito de garantizar la solidez de la cobertura del riesgo de crédito (criterios de reducción del riesgo de crédito)
Criterio 2: Declaraciones y garantías	Adaptación del criterio de declaraciones y garantías (artículo 20, apartado 6): ampliación de las declaraciones y garantías necesarias y adaptación de su objetivo y contenido
Criterio 3: Criterios de admisibilidad, gestión de cartera no activa	Adaptación del criterio sobre criterios de admisibilidad, gestión de cartera no activa (artículo 20, apartado 7): adaptación de las técnicas de gestión de cartera permitidas, inclusión de condiciones adicionales para la eliminación de exposiciones subyacentes en la titulización
Criterio 4: Homogeneidad, obligaciones exigibles, pleno derecho de recurso frente a los deudores, flujos de pago periódicos	*Similar (artículo 20, apartado 8)*
Criterio 5: Valores no negociables	*Similar (artículo 20, apartado 8)*
Criterio 6: No retitulización	*Similar (artículo 20, apartado 9)*
Criterio 7: Criterios de concesión y cambios significativos de estos	Adaptación del criterio sobre los criterios de concesión y los cambios significativos de estos (artículo 20, apartado 10): aclaración adicional sobre los tipos de deudores admisibles y sobre la concesión de exposiciones subyacentes
Criterio 8: Préstamos autocertificados	*Similar (artículo 20, apartado 10)*
Criterio 9: Solvencia del prestatario	*Similar (artículo 20, apartado 10)*
Criterio 10: Competencia técnica de la originadora	*Similar (artículo 20, apartado 10)*
Criterio 11: Exposiciones que no estén en situación de impago o exposiciones sujetas a litigios pendientes	*Similar (artículo 20, apartado 11)*
Criterio 12: Al menos un pago realizado	*Similar (artículo 20, apartado 12)*
NUEVO criterio: Primas de la cobertura del riesgo de crédito	Especificar que las primas de la cobertura del riesgo de crédito deben ser contingentes, es decir, el importe real de la prima pagada debe ajustarse al tamaño y al riesgo de crédito del tramo cubierto. No se deben permitir las primas

	garantizadas, los pagos de primas iniciales, los mecanismos de corrección u otros mecanismos de carácter similar
NUEVO criterio: Circunstancias de cancelación anticipada	Especificar un número exhaustivo y limitado de circunstancias de cancelación anticipada
Normalización	
Criterio 13: Requisitos sobre retención de riesgo	*Similar (artículo 21, apartado 1)*
Criterio 14: Reducción adecuada de los riesgos de tipo de interés y de tipo de cambio	Adaptación del criterio sobre reducción adecuada de los riesgos de tipo de interés y de tipo de cambio (artículo 21, apartado 2): especificar las medidas para una reducción adecuada de los riesgos de tipo de interés y de tipo de cambio, adaptadas a la titulización sintética
Criterio 15: Pagos de intereses vinculados	*Similar (artículo 21, apartado 3)*
Criterio 16: Requisitos tras notificación de ejecución o de exigibilidad	Adaptación del criterio sobre requisitos tras notificación de ejecución o de exigibilidad (artículo 21, apartado 4): adaptado para reflejar que no todas las titulizaciones sintéticas usan un SSPE
Criterio 17: Asignación de pérdidas y amortización de tramos	Adaptación del criterio sobre requisitos para la prioridad no secuencial de los pagos (artículo 21, apartado 5): adaptado con requisitos adicionales para la amortización prorrateada y la asignación de pérdidas
Criterio 18: Cláusulas de amortización anticipada o desencadenantes que implicarán la terminación del período de renovación	Adaptación del criterio sobre cláusulas de amortización anticipada o desencadenantes que implicarán la terminación del período de renovación (artículo 21, apartado 6): adaptado con requisitos adicionales para la amortización anticipada solo en caso de uso de un SSPE
Criterio 19: Documentación de la operación	Adaptación del criterio sobre documentación de la operación (artículo 21, apartado 7): con requisitos adicionales para las normas y procedimientos de administración
Criterio 20: Competencia técnica del administrador	*Similar (artículo 21, apartado 8)*
Criterio 21: Registro de referencias	Sustitución del criterio sobre definiciones, medidas correctoras en la documentación de la operación (artículo 21, apartado 9): los requisitos para que la documentación de la operación especifique las condiciones de pago se cubren en criterios independientes
Criterio 22: Oportuna resolución de conflictos entre inversores	*Similar (artículo 21, apartado 10)*
NUEVO criterio: Eventos de crédito	Definiciones de eventos de créditos, incluida la referencia al texto del RRC, y medidas de reestructuración
NUEVO criterio: Pagos de la cobertura del riesgo de crédito	Criterios para los pagos de la cobertura del riesgo de crédito, incluido el relativo a que deben basarse en la pérdida efectiva real
NUEVO criterio: Pagos de la cobertura del riesgo de crédito tras el cierre de posición/liquidación definitiva en el último vencimiento legal del acuerdo de cobertura del	Criterios específicos para garantizar un nivel mínimo de puntualidad en los pagos de la cobertura del riesgo de crédito

riesgo de crédito	
NUEVO criterio: Exceso de margen sintético	Especificar las condiciones en las que se permitiría a la originadora comprometerse a un exceso de margen sintético en la operación. Se debe especificar la interacción entre el exceso de margen sintético y una posible evaluación del supervisor del logro de una transferencia significativa y acorde del riesgo.
NUEVO criterio: Cobertura del riesgo de crédito admisible, contrapartes y garantía real	Especificar un conjunto claro de normas para el sistema de cobertura del riesgo de crédito y la garantía real en la operación.
Transparencia	
Criterio 23: Datos sobre el comportamiento histórico en materia de impagos y pérdidas	*Similar (artículo 22, apartado 1)*
Criterio 24: Verificación externa de la muestra	*Similar (artículo 22, apartado 2)*
Criterio 25: Modelo de flujos de efectivo de los pasivos	*Similar (artículo 22, apartado 3)*
Criterio 26: Comportamiento ambiental de los activos	*Similar (artículo 22, apartado 4)*
Criterio 27: Cumplimiento de los requisitos de transparencia	*Similar (artículo 22, apartado 5)*
NUEVO criterio: Agente de verificación	Establecer la necesidad de designar un agente de verificación tercero independiente para verificar elementos específicos de la notificación de crédito para cada exposición subyacente.

Fuente: ABE