

# Titulización sintética simple

## Por qué y cómo invertimos en titulaciones sintéticas dentro de balance

### Introducción

El pasado 30 de septiembre de 2015, la Comisión Europea (CE) presentó su Plan de Acción para la Unión de los Mercados de Capitales, en el que se incluían reglamentaciones destinadas a estimular las titulaciones de alta calidad. Dicho estímulo se realiza a través del tratamiento preferente del capital para las titulaciones que cumplan con una determinada serie de criterios. El objetivo de estos criterios es conseguir unas titulaciones simples, transparentes y normalizadas (criterios STS). Tras un estudio pormenorizado y un proceso de consulta con agentes del sector, se ha redactado una normativa sobre los criterios STS para las titulaciones de venta verdadera y las titulaciones ABCP. Mientras tanto, la CE ha solicitado a la Autoridad Bancaria Europea (ABE) que realice un estudio similar para las titulaciones sintéticas.

**Apoyamos decididamente la iniciativa de redactar unos criterios STS para las titulaciones sintéticas dentro de balance, ya que creemos que estas titulaciones sintéticas pueden contribuir a mejorar la sostenibilidad del sistema financiero, añaden valor a la economía real, son sencillas en términos conceptuales y son adecuadas para ser estandarizadas.** En el presente documento de posición justificaremos nuestra opinión poniendo de relieve los motivos por los que invertimos en titulaciones sintéticas, cuál es nuestra filosofía básica de inversión y cómo nos familiarizamos con los riesgos específicos relacionados.

#### **PGGM y PFZW**

PGGM es uno de los principales proveedores de servicios para fondos de pensiones de los Países Bajos, y en la actualidad gestiona 181 000 millones de euros (a 30 de septiembre de 2015) en activos para varios fondos de pensiones holandeses, de los que 161 000 millones de euros (a 30 de septiembre de 2015) corresponden al fondo de pensiones del sector sanitario y la atención médica (PFZW). Tanto PGGM como PFZW son organizaciones sin ánimo de lucro que creen firmemente que existe una estrecha relación entre la rentabilidad financiera y la responsabilidad social. Por consiguiente, hemos desarrollado un programa social y una filosofía de inversión responsable según la cual invertimos en empresas, proyectos y activos que cumplan con las normas ambientales, sociales y de gobernanza. A través de estas iniciativas tratamos de asumir nuestra responsabilidad como institución financiera y contribuir activamente a la sostenibilidad del sistema financiero.

PFZW ha otorgado a PGGM un mandato exclusivo para invertir hasta el 2,5 % de sus activos en titulaciones dentro de balance, especialmente en titulaciones sintéticas. Normalmente invertimos en los tramos de primeras pérdidas, lo que denominamos 'transacciones de riesgo compartido'. Comenzamos a invertir en el año 2006, y desde entonces hemos realizado nuevas inversiones cada año. Sumando todas las transacciones, la cantidad invertida en dichas transacciones de riesgo compartido supera los 5 000 millones de euros, que corresponden a carteras de préstamos por valor de más de 80 000 millones de euros. De este modo, nos hemos convertido en uno de los inversores activos de mayor experiencia y tamaño en todo el mundo dentro del segmento del mercado de las titulaciones. Nuestra cartera actual está invertida en transacciones que corresponden aproximadamente a 37 000 millones de euros teóricos de carteras subyacentes con exposición a zonas geográficas de todo el mundo. Mediante la realización de transacciones de riesgo compartido, PGGM y PFZW ayudan al sector bancario a gestionar sus exposiciones al riesgo crediticio, lo que reduce el riesgo sistémico y mejora la sostenibilidad del sistema financiero, uno de los pilares de la filosofía de inversión responsable de PGGM.

## ¿Qué son las titulaciones sintéticas?

En una titulación sintética, una entidad bancaria compra protección crediticia para una cartera de créditos a un inversor. Esto significa que, cuando se produce un incumplimiento de pago en un préstamo de la cartera, el inversor reembolsa a la entidad bancaria las pérdidas incurridas por los préstamos de dicha cartera hasta una cantidad máxima, que corresponde a la cantidad invertida. De este modo, esta cantidad proporciona protección crediticia para una parte de la cartera, que a menudo se denomina como 'tramo de primeras pérdidas'. Por lo general, el tamaño de este tramo cubre como mínimo las pérdidas esperadas de la cartera, así como una parte de las pérdidas no esperadas. La entidad bancaria suele quedarse con el resto del riesgo, el denominado 'tramo preferente'.

El banco y el inversor acuerdan los términos de la transacción antes de su cierre, tales como la cantidad por la que se arriesga el inversor, la duración del contrato y los préstamos que reúnen los requisitos de inclusión en la cartera. La elección de los préstamos aptos para ser incluidos dentro de la cartera puede realizarse de forma no confidencial, cuando el inversor conoce los nombres concretos de los prestatarios, o a ciegas, cuando el inversor no conoce sus identidades. En este último caso, la elección de los préstamos se basa en criterios tales como el tipo de préstamos, el sector, el ámbito geográfico, el riesgo crediticio, etc.

El término 'sintético' se deriva del hecho de que, al contrario que en una transacción de venta verdadera, los préstamos titulizados no son vendidos por el banco sino que son referenciados, lo que significa que permanecen dentro del balance del banco. De este modo el banco reduce el riesgo crediticio correspondiente a los préstamos titulizados, al tiempo que mantiene la gestión de los préstamos y la relación crediticia con el propio cliente.

Las titulaciones sintéticas se suelen utilizar para cubrir el riesgo crediticio de préstamos cuya venta es complicada. Algunos ejemplos de ello son las líneas de crédito renovables, los préstamos a pequeñas y medianas empresas y la financiación comercial, ya que a menudo requieren un volumen de gestión operativa que solo está al alcance de un banco y es difícilmente asumible por una entidad no bancaria.

## Titulación sintética frente a titulación de venta verdadera

La titulación sintética tiene una finalidad distinta a la titulación de venta verdadera. En una titulación de venta verdadera, el banco vende los préstamos a una Sociedad Instrumental (SI), y por lo tanto recibe **financiación** al comienzo de la transacción. El banco suele quedarse con el tramo de primeras pérdidas. El inversor suele asumir únicamente el riesgo en el tramo preferente, que conlleva un menor riesgo.

En una titulación sintética, el tramo de primeras pérdidas normalmente es transferido al inversor, mientras que el banco se queda con el resto del riesgo. La cantidad invertida suele ser superior al capital que el banco estaría obligado disponer para dicha cartera. Debido a que la titulación ofrece una cobertura total, la entidad bancaria puede beneficiarse de una **reducción de los requisitos de capital** gracias a la transacción de titulación sintética.

No obstante, dado que los préstamos no son vendidos, el banco solo puede recibir una remuneración cuando se produce una pérdida en la cartera. Por consiguiente, la principal finalidad de la titulación sintética es la cobertura del riesgo crediticio y la gestión del capital, no la financiación.

### Titulación de venta verdadera frente a sintética

	Titulación de venta verdadera	Titulación sintética
Venta de activos	Sí	No
Finalidad para el banco	Financiación	Cobertura del riesgo crediticio/Gestión del capital
¿Se necesita una SI?	Sí	Posible, no imprescindible
Propiedad de los activos	SI	Banco emisor
Tipos de activos habituales	Préstamos al consumo, derechos de cobro de tarjetas de crédito, hipotecas	Exposiciones corporativas, préstamos a PYME, financiación comercial
Rendimiento del inversor	Basados en los flujos de efectivo de los préstamos subyacentes	Basado en una prima de riesgo crediticio previamente establecida
Riesgo de tipo de interés en los préstamos subyacentes	Cubiertos por separado	No es aplicable
Riesgo de tipo de cambio en los préstamos subyacentes	Cubiertos por separado	No es aplicable

*1 Esto se conoce como 'titulación dentro de balance', ya que los préstamos titulizados permanecen en el balance del banco. La técnica de la titulación sintética también se puede utilizar para comprar protección crediticia para los activos de los que el comprador no es el verdadero propietario, lo que se conoce como titulaciones de arbitraje. Por lo tanto, las ventajas de la titulación sintética derivadas del hecho de que el banco mantiene la propiedad de los préstamos titulizados no son aplicables en el caso de las titulaciones de arbitraje. Nosotros no invertimos en titulaciones de arbitraje, sino únicamente en titulaciones dentro de balance. Por ello, todas las explicaciones incluidas en este documento son aplicables únicamente a las titulaciones dentro de balance.*

## Complejidad

Una de las principales reservas respecto a las titulaciones sintéticas es su complejidad. No está totalmente injustificada, ya que el mecanismo legal de la transferencia de riesgos crediticios de las titulaciones sintéticas tiene una estructura intimidante y es difícil de comprender plenamente a primera vista. Debido a ello, analizamos minuciosamente la estructura adecuada para la transacción (más detalles a continuación).

Dicho esto, creemos que las titulaciones sintéticas dentro de balance o 'transacciones de riesgo compartido' son **bastante simples conceptualmente**: un inversor asume el riesgo crediticio de una cartera seleccionada de préstamos de un banco hasta una cantidad previamente acordada. A cambio de este riesgo crediticio, el inversor recibe una rentabilidad proporcional en forma de pago de un cupón periódico. En lo esencial, eso es todo.

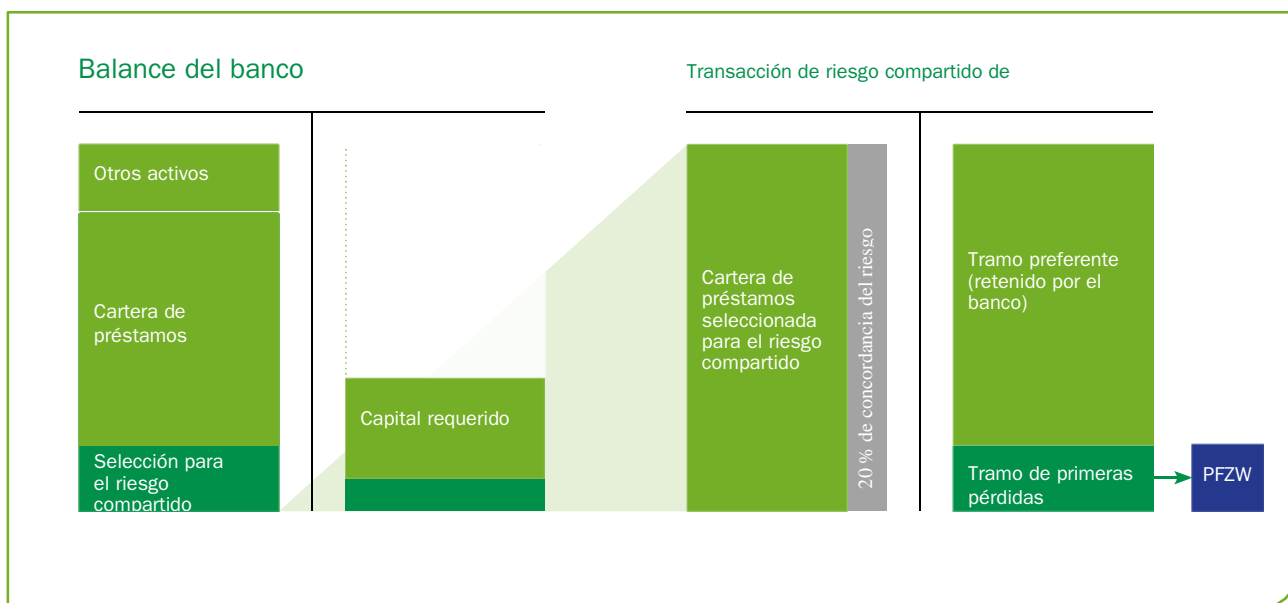
La siguiente figura muestra el esquema típico de nuestras transacciones de riesgo compartido. En colaboración con la entidad bancaria, acordamos una selección de préstamos de una cartera en concreto incluida en el balance del banco que cumpla con los requisitos necesarios para ser incluida en la cartera de riesgo compartido (parte izquierda de la figura). De dicha cartera de préstamos, normalmente invertimos en el tramo de primeras pérdidas, mientras que la entidad bancaria se queda con el tramo preferente. Asimismo, nos aseguramos de que exista una fuerte concordancia de intereses, la cual estructuramos exigiendo al banco que mantenga una exposición de al menos el 20 % al mismo riesgo crediticio que nosotros. De este modo, las dos partes 'sufrimos' cuando tiene lugar una pérdida crediticia. Creemos que de este modo se consigue un perfil de riesgo/rentabilidad relativamente sencillo y fácil de comprender.

## Reservas

No obstante, sigue habiendo algunas reservas justificadas. Desde el punto de vista del banco, la principal reserva es si la transferencia del riesgo crediticio a través de la estructura se realiza de forma adecuada. Desde el punto de vista de un inversor, existen reservas concretas acerca de:

- **el riesgo crediticio:** ¿a qué tipo de riesgos crediticios está expuesto el inversor?
- **el riesgo moral:** ¿seguirá el banco atendiendo los préstamos una vez que estén cubiertos?
- **la selección adversa:** ¿solo se incluirán préstamos dudosos en la titulación?
- **el riesgo operacional:** ¿funcionará la estructura de la titulación?
- **el riesgo de contraparte:** ¿está el inversor expuesto al riesgo de impago del banco?
- **el riesgo estructural:** ¿qué otros riesgos provoca la estructura?

Comprendemos estas reservas, las cuales compartimos en nuestra calidad de inversores. En la siguiente sección, describiremos en primer lugar cuáles son nuestros planteamientos fundamentales, tras lo cual explicaremos el modo en que abordamos los diferentes elementos implicados y la forma en que nosotros (y nuestro cliente) nos familiarizamos con estos riesgos.



2 Esta reserva se aborda en las directrices acerca de la transferencia de riesgos significativos, y no se tratará por separado en este documento.

## Nuestros planteamientos fundamentales

Como ya señalamos anteriormente, a nivel interno nos referimos a nuestras inversiones en titulaciones sintéticas dentro de balance como 'transacciones de riesgo compartido'. El uso de este término pone de relieve nuestro planteamiento fundamental de que la transacción debe compartir realmente el riesgo crediticio: todas las pérdidas que suframos como inversores dentro de la transacción deben ser lo más parecidas posible a las pérdidas sufridas por el banco emisor en los préstamos titulizados.

Partiendo de esta base se explican algunos de

- nuestros planteamientos fundamentales:
  - Creación de una colaboración a largo plazo con la entidad bancaria
- En la que compartimos el riesgo crediticio relacionado únicamente con sus actividades principales;
- En actividades en las que el banco goza de reconocimiento en el mercado;
- Invertiendo en una cartera de riesgo compartido que refleje fielmente la cartera de préstamos subyacente;
- Con una verdadera concordancia de intereses que garantice que las pérdidas sean compartidas; y
- Sin un riesgo de contraparte significativo para ninguna de las partes.

## Cómo hacer frente a las reservas

Como inversores experimentados en titulaciones sintéticas, hemos reflexionado mucho acerca del modo de hacer frente a las reservas anteriormente señaladas, con objeto de sentirnos cómodos, procedemos a la estructuración de transacciones sólidas con un perfil de riesgo/rentabilidad atractivo y sencillo para nuestro cliente.

En primer lugar, tratamos de establecer una **colaboración a largo plazo**, en la que compartimos las pérdidas del banco en sus carteras de créditos principales en la misma medida en la que las experimenta la entidad bancaria. Por lo tanto, nuestro objetivo es siempre compensar las pérdidas finales en la cartera de riesgo compartido al mismo nivel que el banco las declara en su cuenta de resultados, en concordancia con el modo en que los accionistas se enfrentan a dichas pérdidas. Asimismo, al ser un socio a largo plazo, tenemos un gran conocimiento de la entidad bancaria con la que compartimos los riesgos. Así pues, al vencimiento de una transacción siempre podemos negociar una nueva transacción y garantizar que el banco pueda disfrutar de una protección crediticia constante para las carteras de préstamos correspondientes. En nuestros casi 10 años de experiencia, hemos establecido varias relaciones de este tipo en las cuales renovamos las transacciones a su vencimiento y seguimos tratando de entablar nuevas relaciones.

Como punto de partida para una transacción individual, creemos que se debe **compartir exclusivamente el riesgo crediticio** de la cartera de préstamos. Como precio para el riesgo crediticio fijamos una cuota única que se debe abonar periódicamente. Preferimos claramente un **precio sencillo**, evitando los excesos correspondientes al diferencial u otros mecanismos complejos. Por lo tanto, el precio que exigimos es totalmente independiente del tipo de interés de los préstamos subyacentes<sup>3</sup> siendo exclusivamente una prima de riesgo vinculada al riesgo crediticio percibido de los préstamos. El resultado neto para el inversor es, en resumen, la prima de riesgo de la cartera de préstamos pendientes menos las pérdidas esperadas. Otros riesgos, tales como el riesgo de tipo de cambio, el riesgo de tipo de interés y el riesgo de contraparte se atenúan mediante la estructura. A continuación, explicaremos la forma en que hacemos frente a estos riesgos.

Para comprender el **riesgo crediticio** de la transacción, llevamos a cabo una diligencia debida exhaustiva con relación a la cartera de préstamos y la entidad bancaria, teniendo especial cuidado a la hora de estructurar la transacción. En primer lugar, es fundamental comprender el tipo de riesgo crediticio subyacente. Si no comprendemos el riesgo subyacente, no realizaremos la inversión.

En segundo lugar, nos centramos en el riesgo crediticio proveniente de una **actividad principal** desarrollada con éxito por el banco, en la cual ostenta una **posición reconocida dentro del mercado**. Para nosotros es importante que la actividad esté profundamente arraigada en el ADN de la entidad bancaria, que reciba una gran atención por parte de los altos directivos y que el banco disponga de medios para garantizar la adecuada gestión del riesgo dentro de la compañía.

Asimismo, prestamos gran atención a los **procesos** del banco relacionados con la actividad de crédito de la cual pretendemos compartir el riesgo crediticio. Invertimos mucho tiempo en comprender perfectamente todos los procesos relevantes dentro del banco, quiénes son las principales personas involucradas y la trayectoria del banco en este tipo de procesos. Algunas de las áreas de especial atención son la emisión, supervisión, reestructuración, gestión del riesgo, adecuación dentro de la estrategia general, etcétera. En efecto, al participar en una transacción de riesgo compartido con cada entidad bancaria nos 'suscribimos' a estos procesos.

Conocer cómo se llama realmente cada una de las entidades subyacentes dentro de la cartera de riesgo compartido no es importante para nosotros. Lo que necesitamos saber son las características del riesgo de cada partida, como la calificación crediticia interna, el sector industrial, el país, el vencimiento, etc. Desde este punto de vista, preferimos comenzar con una cartera de referencia que **refleje con exactitud** la cartera total de la entidad bancaria, que más adelante adaptaremos para reducir determinados riesgos de concentración<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Queremos separar el precio de la transacción de los tipos de interés de los préstamos subyacentes. Un banco puede fijar el precio de un préstamo en función de todo el conjunto de servicios que ofrece al cliente. Por consiguiente, puede haber descuentos que se compensen a través de otros negocios del banco.

<sup>4</sup> Algunos ejemplos de los criterios a los que debe atenerse una cartera de referencia son los límites de grupos de deudores únicos, límites sectoriales, límites de categorías de clasificación y límites geográficos.

La cartera de riesgo compartido resultante es una cartera diversificada, en la que la mayoría de las posiciones son títulos ilíquidos. Insistimos en la existencia de una fuerte **concordancia de intereses** entre las partes, según la cual el banco debe mantener al menos el 20 % del mismo riesgo crediticio en sus libros sin cobertura. Este requisito de concordancia de intereses debe ser tal que las posibles pérdidas no puedan ser fácilmente cubiertas mediante las comisiones por suscripción anticipadas y el pago de intereses. Los efectos no deseados del modelo 'emitir para distribuir' se ven significativamente reducidos mediante la insistencia en que el suscriptor exponga suficientes recursos propios. Asimismo, al asegurarse de que los préstamos de la cartera de referencia sean el reflejo de una actividad principal de la entidad bancaria, se garantiza que el banco siga atendiendo la totalidad de la cartera referenciada. Al mismo tiempo, el requisito de la concordancia de intereses garantiza el compromiso del banco a nivel de los préstamos de la cartera de referencia. Todo ello sirve para reducir el **riesgo moral**.

Con el fin de reducir la **selección adversa** en la medida de lo posible, exigimos que la calificación crediticia interna de cada préstamo incluido en la cartera de referencia esté actualizada. Además, insistimos en que se utilice una serie predeterminada de criterios de selección para añadir nuevas exposiciones a la cartera de riesgo compartido, normalmente que normalmente son ejecutados por un programa informático automatizado o un algoritmo. Se debe evitar en todo momento la selección de créditos no discrecional por parte de personas concretas.

Para abordar el **riesgo operacional**, el algoritmo de este programa automatizado es sometido a una nueva diligencia debida por parte de nuestro equipo especializado en diligencia debida operacional. Asimismo, cualquier evento de crédito en la cartera que provoque una reclamación por pérdida por parte del banco será verificado por un agente de verificación independiente, con el fin de garantizar que la reclamación se ha realizado de forma válida antes de que tenga lugar ninguna liquidación de pérdidas. La forma de estructurar la transacción evita el **riesgo de contraparte** para ambas partes.

En primer lugar, siempre financiamos totalmente la transacción mediante la transferencia a una cuenta independiente de una cantidad igual al valor teórico total de la inversión al comienzo de la transacción. Por consiguiente, cuando se produce un evento de crédito el banco tiene garantizada la disponibilidad de efectivo para satisfacer la reclamación, independientemente de la solvencia del inversor. Para mayor garantía de que nosotros, en calidad de inversores, no corramos riesgo de contraparte con respecto a la entidad bancaria, este dinero en efectivo previamente desembolsado suele estar en poder de una tercera parte depositaria e invertido en garantías colaterales a corto plazo con alta calificación y prácticamente sin riesgo alguno: normalmente pagarés a tres meses de emisores con calificación AAA o AA+ en la divisa correspondiente. Algunos ejemplos son las letras del tesoro de Alemania o EE.UU. o los pagarés emitidos por KfW o EIB. Si el banco incumple el pago de la protección crediticia, dicha protección finaliza y el inversor recibe el importe invertido restante procedente de los beneficios de la garantía, tras la deducción de las pérdidas reclamadas por eventos de crédito. Dado que las garantías colaterales vencen cada tres meses, esta estructura tampoco lleva asociado ningún riesgo de liquidez.

Por último, en términos de **riesgos estructurales**, nos encontramos con que las titulizaciones sintéticas son en realidad más fáciles de evaluar que las **titulizaciones de venta verdadera**. Dado que los préstamos en sí mismos no son transferidos, sino únicamente referenciados en la transacción, y que la cobertura afecta únicamente al riesgo crediticio, el inversor no está expuesto al riesgo de tipo de interés ni al riesgo de tipo de cambio de los préstamos subyacentes. En una titulación sintética, el tamaño real y el calendario de los flujos de efectivo de los préstamos subyacentes no tienen ninguna importancia para el inversor mientras que no haya ningún evento de crédito. También se evitan los riesgos operacionales y legales en lo que respecta a la transferencia de la propiedad de los préstamos. Mediante este enfoque, hemos logrado familiarizarnos con la complejidad estructural aparente de las titulizaciones sintéticas dentro de balance. Las normas que hemos desarrollado internamente han demostrado que podemos crear inversiones sólidas y atractivas para nuestro cliente en diferentes situaciones económicas.



## Por qué desarrollar unos criterios STS para las titulaciones sintéticas

Por lo general, las titulaciones dentro de balance son una herramienta de gestión del riesgo que los bancos emplean para cubrir exposiciones ya existentes. La titulación sintética permite al banco cubrir exposiciones que son difíciles o incluso imposibles de vender, y que por lo tanto no pueden ser cubiertas a través de una titulación de venta verdadera, como las líneas de crédito renovables, los préstamos a pequeñas y medianas empresas y la financiación comercial. Las titulaciones sintéticas suelen cubrir los riesgos crediticios relacionados con un segmento crediticio completamente distinto al de las titulaciones de venta verdadera. Debido a ello, se complementan con los criterios STS actualmente propuestos.

Además, el tratamiento preferente que se concedería a las titulaciones de venta verdadera utilizando los criterios STS podría afectar a la igualdad de condiciones entre las titulaciones de venta verdadera y las titulaciones sintéticas. Con ello, el enfoque podría cambiar hacia las titulaciones de venta verdadera, en detrimento no solo del mercado de titulaciones sintéticas, sino también de segmentos del mercado de crédito principal que no son adecuados para la titulación a través de una venta verdadera, entre ellos los préstamos a pequeñas y medianas empresa y la financiación comercial, tal como se ha señalado anteriormente.

Asimismo, a través de estas transacciones se elimina del sector bancario una importante parte del riesgo crediticio, ya que este es compartido por inversores no bancarios. Gracias a ello es posible reducir el riesgo sistémico y contribuir a que el sistema financiero sea más sostenible. Para garantizar que las titulaciones sintéticas cumplen con estos objetivos, es fundamental que estén debidamente estructuradas. Los criterios STS pueden ayudar a conseguir este objetivo.

Por último, los criterios STS pueden ayudar en mayor medida a crear un mercado para las titulaciones sintéticas que sea más accesible, normalizado y

transparente. Si bien los fundamentos de muchas titulaciones sintéticas son similares, siguen existiendo variantes en su aplicación. Esto se debe en cierta medida a las diferentes preferencias de los inversores y los bancos, así como a los distintos requisitos de los respectivos reguladores bancarios. Creemos que una estrategia más armonizada sería beneficiosa tanto para los inversores como para las entidades bancarias y los reguladores.

## Observaciones finales

Según nuestra experiencia, las transacciones de riesgo compartido en las que hemos participado han sido mutuamente beneficiosas para los bancos y para nuestro cliente. Las entidades bancarias obtienen una cobertura total para los títulos de la cartera de referencia y, a menudo, también una reducción de los requisitos de capital. Con ello fortalecen su balance, lo que permite al banco reciclar ese capital en nuevos préstamos y utilizar su red organizativa y sus recursos de la manera más conveniente. PFZW, como inversor, consigue diversificar sus inversiones a través del acceso a riesgos crediticios que no están disponibles en el mercado público, con un atractivo perfil de riesgo/rendimiento. Los rendimientos durante los últimos 10 años han sido sólidos, incluso durante la crisis financiera. Por último, la sociedad puede beneficiarse de un aumento de la actividad crediticia en las principales relaciones con los bancos y de una reducción del riesgo en el sector bancario, lo que da lugar a un fortalecimiento de la economía y un aumento de la sostenibilidad del sistema financiero.

En este documento hemos expresado nuestra opinión acerca de las titulaciones sintéticas dentro de balance y del modo en que estas 'transacciones de riesgo compartido' se pueden estructurar adecuadamente a fin de mitigar las principales inquietudes. Confiamos en que facilite la comprensión para familiarizarse con las titulaciones sintéticas, así como con la forma en que la normalización puede hacer frente a las inquietudes existentes respecto a estas transacciones. **Creemos que a través de un número de criterios relativamente limitado es posible normalizar las titulaciones sintéticas dentro de balance y convertirlas en unas inversiones sencillas y transparentes.**

## Desmitificación de las titulaciones sintéticas: terminología

Una gran parte de la aparente complejidad de las titulaciones sintéticas se debe a la jerga empleada en el sector. Este anexo tiene como objetivo desmitificar parte de esta jerga.

<i>Protección crediticia</i>	Protección para el riesgo crediticio, que es la base de las titulaciones sintéticas.
<i>Comprador de protección</i>	La parte que quiere recibir protección crediticia para los préstamos que ofrece, normalmente una entidad bancaria.
<i>Vendedor de protección</i>	La parte que ofrece la protección crediticia, en otras palabras el inversor o los inversores.
<i>Evento de crédito</i>	Cuando un prestatario no puede cumplir con sus obligaciones de pago. Normalmente se divide en tres categorías: 'Imposibilidad de pagar', 'Quiebra' y 'Reestructuración'.
<i>Permuta de Incumplimiento crediticio</i>	Un contrato financiero a través del cual se suelen estructurar las titulaciones sintéticas. En este contrato, el comprador de la protección paga un tipo de interés fijo (la 'prima de permuta de incumplimiento crediticio o CDS') a cambio de una remuneración 'variable' por parte del vendedor de la protección. Esta 'remuneración variable' sería el importe de la pérdida reclamado por el comprador de la protección tras un evento de crédito de uno de los préstamos de la cartera. Su abreviatura es CDS ( <i>credit default swap</i> ).
<i>Cartera de referencia</i>	La cartera de préstamos referenciada en la titulación sintética. Todas las pérdidas en esta cartera serán compensadas por el inversor, hasta una cantidad máxima previamente acordada.
<i>Tramo</i>	La parte del riesgo asumida en una titulación. El tramo de 'primeras pérdidas' o 'capital' asume las pérdidas iniciales, y el tramo 'preferente' asumirá las últimas pérdidas, en caso de que las haya. Entre ellos puede haber otros tramos, que pueden recibir la denominación de 'segundas pérdidas', 'intermedio' u otros términos. En su conjunto, los préstamos forman la estructura del pasivo de la transacción. A la derecha se puede ver un ejemplo de la estructura por tramos.

Tramo preferente (el último 70 %-80 % de las pérdidas)
Tramo intermedio (el 10 %-20 % de las pérdidas)
Tramo de primeras pérdidas (primer 10% de las pérdidas)

### PGGM

Corporate Communicatie  
Noordweg Noord 150  
P.O. box 117, 3700 AC Zeist  
T +31 (0)30 277 99 11  
[www.pggm.nl](http://www.pggm.nl)



Voor een waardevolle toekomst