

Quince años desde la crisis subprime: ¿Qué aprendimos de la securitización sintética?

Diego Segovia Cisternas
diego.segovia@humphreys.cl

ABACUS 2007-AC1

Fue un CDO sintético estructurado por Goldman Sachs en 2007, cuya cartera incluía derivados de crédito sobre hipotecas subprime. El fondo Paulson & Co. colaboró en la selección de los activos con el objetivo de apostar contra ellos mediante CDS, sin que esta información fuera revelada a los inversores que asumieron la posición larga. La posterior crisis del mercado subprime generó grandes pérdidas para estos inversores y significativas ganancias para Paulson, convirtiendo el caso en un símbolo de los conflictos de interés en la crisis financiera.

Han pasado más de quince años desde que estalló la crisis financiera global de 2007-2009, un evento que sacudió los cimientos del sistema financiero internacional y cuyo impacto sigue influyendo en la regulación, las prácticas de inversión y el diseño de productos financieros. Si bien, las causas fueron multifactoriales, una de las estructuras más controversiales del periodo fue la securitización sintética, una técnica que permitió transferir riesgo crediticio sin necesidad de traspasar la propiedad de los activos subyacentes. Hoy, con mercados más estables y una arquitectura regulatoria más exigente, vale la pena volver sobre su origen, su papel en la crisis y las lecciones que ha dejado a las siguientes generaciones de administradores financieros.

¿Qué es la securitización sintética?

La securitización sintética comenzó a desarrollarse a fines de los años noventa, como respuesta a la necesidad de las instituciones financieras de gestionar mejor su capital y diversificar sus fuentes de fondeo. A diferencia de la securitización tradicional, donde los activos se venden a un vehículo de propósito especial (SPV), en la modalidad sintética los activos permanecen en el balance del originador, pero el riesgo de crédito se transfiere a terceros mediante contratos de derivados financieros, particularmente a través de los *credit default swaps* (CDS). Los CDS fueron introducidos por JP Morgan en 1994 y funcionan de forma análoga a un seguro; el comprador de la protección paga una prima periódica al vendedor, quien asume el compromiso de compensar al comprador en caso de que ocurra un evento de crédito sobre un activo subyacente (como un *default*, reestructuración o incumplimiento de pago), típicamente un bono corporativo o soberano.

¿Qué impactos tuvieron en la crisis?

La mecánica implicaba que un SPV emitía tramos de deuda estructurados que replicaban el perfil de riesgo del portafolio en referencia. Los valores recaudados se invertían en instrumentos líquidos y seguros (aunque en la práctica algunos SPV invirtieron en activos más riesgosos o menos líquidos apostando por mayores retornos) y el vehículo actuaba como vendedor de protección frente a una contraparte, normalmente un banco, respondiendo ante eventos crediticios dentro del portafolio. Este modelo, que prometía eficiencia en capital y coberturas de riesgo, derivó también en la aparición de incentivos riesgosos como el uso especulativo de derivados alejándolos del fin de *hedging*,

estructuras difíciles de valorar y un apalancamiento cada vez mayor, aumentando exponencialmente el riesgo sobre el mismo activo subyacente.

Durante los años previos a la crisis subprime, muchas de estas estructuras comenzaron a tomar como referencia activos que, posteriormente, experimentaron una baja significativa en su calidad, en particular bonos securitizados respaldados con hipotecas subprime. Además, se incluían títulos generados en operaciones de *Collateralized Debt Obligations* (CDO) que permitían agrupar un conjunto de títulos calificados en grado de especulación para respaldar la emisión de instrumentos de deuda con elevada clasificación de riesgo. Así, el debilitamiento de las carteras hipotecarias provocó un "efecto dominó".

Como respuesta, los organismos reguladores introdujeron reformas profundas. En Estados Unidos, la Ley Dodd-Frank exigió la compensación centralizada de derivados estandarizados y elevó los requerimientos de capital y transparencia. Europa hizo lo propio con la normativa EMIR, buscando reducir el riesgo sistémico mediante una supervisión más estricta. Estas reformas redujeron el espacio para operaciones altamente apalancadas o carentes de fundamentos económicos sólidos y promovieron una institucionalidad más robusta.

¿El fin de la securitización sintética?

Hoy, la securitización sintética no ha desaparecido, pero su uso es más acotado y regulado. En Europa, algunas entidades la utilizan como herramienta para liberar capital bajo Basilea III, siempre bajo la figura de "*significant risk transfer*" y con la aprobación explícita de los supervisores correspondientes. Estas operaciones requieren estructuras transparentes, documentación detallada, garantías sólidas y cláusulas contractuales claras sobre la definición de eventos crediticios.

En el contexto latinoamericano, y particularmente en Chile, el desarrollo de este tipo de instrumentos ha sido escaso. No obstante, en un escenario de normalización de tasas, mayor sofisticación financiera y creciente interés por soluciones de gestión de capital, no puede descartarse un resurgimiento del interés por estas estructuras, sus derivados o eventuales variantes, especialmente por parte de actores institucionales con experiencia.