

UNIVERSIDAD ANDINA SIMÓN BOLÍVAR  
SEDE ECUADOR

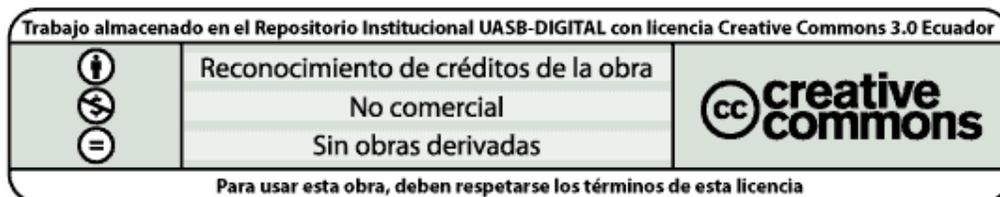
ÁREA DE DERECHO

PROGRAMA DE MAESTRÍA EN DERECHO MENCIÓN DERECHO FINANCIERO, BURSÁTIL  
Y DE SEGUROS

“LOS *CREDIT DEFAULT SWAP* (CDS) O SEGUROS CONTRA CESACIÓN DE PAGOS Y SU  
ESTRUCTURACIÓN LEGAL COMO GARANTÍA PARA LOS INVERSIONISTAS”

Alfonso Rivadeneira Zambrano

2014



## CLAUSULA DE CESIÓN DE DERECHO DE PUBLICACIÓN DE TESIS

Yo, Alfonso Antonio Rivadeneira Zambrano, autor de la tesis intitulada "LOS CREDIT DEFAULT SWAP (CDS) O SEGUROS CONTRA CESACIÓN DE PAGOS Y SU ESTRUCTURACIÓN LEGAL COMO GARANTÍA PARA LOS INVERSIONISTAS", mediante el presente documento dejo constancia de que la obra es de mi exclusiva autoría y producción, que la he elaborado para cumplir con uno de los requisitos previos para la obtención del título de Magíster en la Universidad Andina Simón Bolívar, Sede Ecuador.

1. Cedo a la Universidad Andina Simón Bolívar, Sede Ecuador, los derechos exclusivos de reproducción, comunicación pública, distribución y divulgación, Universidad Andina Simón Bolívar, Sede Ecuador Pautas para la elaboración de la tesis de maestría durante 36 meses a partir de mi graduación, pudiendo por lo tanto la Universidad, utilizar y usar esta obra por cualquier medio conocido o por conocer, siempre y cuando no se lo haga para obtener beneficio económico. Esta autorización incluye la reproducción total o parcial en los formatos virtual, electrónico, digital, óptico, como usos en red local y en internet.

2. Declaro que en caso de presentarse cualquier reclamación de parte de terceros respecto de los derechos de autor/a de la obra antes referida, yo asumiré toda responsabilidad frente a terceros y a la Universidad.

3. En esta fecha entrego a la Secretaría General, el ejemplar respectivo y sus anexos en formato impreso y digital o electrónico.

Fecha: 21 de Octubre del 2014

Firma: .....

UNIVERSIDAD ANDINA SIMÓN BOLÍVAR  
SEDE ECUADOR

ÁREA DE DERECHO

PROGRAMA DE MAESTRÍA EN DERECHO MENCIÓN DERECHO FINANCIERO, BURSÁTIL  
Y DE SEGUROS

"LOS *CREDIT DEFAULT SWAP* (CDS) O SEGUROS CONTRA CESACIÓN DE PAGOS Y SU  
ESTRUCTURACIÓN LEGAL COMO GARANTÍA PARA LOS INVERSIONISTAS"

ALFONSO RIVADENEIRA ZAMBRANO

TUTOR: DR. RAMÓN RODRÍGUEZ BORJA

2014

SAN FRANCISCO DE QUITO

## RESUMEN

La crisis financiera del 2008 provocó la pérdida de riqueza y el derrumbe de los mercados bursátiles y de la economía real, traducida en desempleo, reducción de la productividad, recesión profunda, e incertidumbre en los mercados financieros. En el marco de la crisis de deuda soberana europea, es cuestionable también el grado de certeza de los CDS (*Credit Default Swap*) como garantía para los inversionistas, considerando las negociaciones existentes entre emisores y bancos europeos para evitar el *default* de estos instrumentos y por tanto, evitar la indemnización a los inversionistas en su calidad de acreedores. Remontándonos, la crisis financiera internacional del año 2008 tuvo como uno de sus orígenes a las hipotecas denominadas como "subprime". Estas hipotecas fueron "empaquetadas" junto a otras de alta calificación, en grupos de hipotecas para ser titularizadas y colocadas en el mercado bursátil, mediante instrumentos denominados CDO (Collateralized Debt Obligations), y a aseguradas en algunos casos, través de los CDS (*Credit Default Swap*), siendo principalmente estos últimos instrumentos financieros, blanco de las críticas y señalados como uno de los culpables de la crisis financiera internacional.

Bajo estas consideraciones, se pretende en esta investigación, analizar específicamente los CDS (*Credit Default Swap*), para determinar su naturaleza jurídica como verdaderos seguros contra cesación de pagos, o como permutas de incumplimiento crediticio. Comprender su estructuración legal como instrumento de garantía para los inversionistas institucionales o particulares, considerando el acontecimiento de la quita de los bonos griegos, la crisis de deuda soberana europea y el *default* de la deuda argentina, así como las consideraciones del ISDA (International Swaps and Derivatives Association) en estos puntos; su marco legal, su contribución en la reducción del riesgo, su papel especulativo y su incidencia real en la crisis financiera del año 2008.

## **AGRADECIMIENTO**

Agradezco a mi Señor Jesús por haberme permitido emprender esta dura tarea con voluntad, paciencia y perseverancia, hasta culminar con éxito mi Tesis de Maestría.

## **DEDICATORIA**

A mi esposa Valeria, a mi hijo Felipe Alfonso y a mis padres, ya que gracias a su apoyo y aliento incondicional, logré culminar con éxito esta Tesis de Maestría.

## INDICE

INTRODUCCIÓN.....	10
CAPÍTULO I.....	13
2.1. DEFINICIONES .....	13
2.2. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL DEL 2008 .....	22
2.2.1. LAS HIPOTECAS SUBPRIME.....	22
2.2.2. EL COLAPSO DE LEHMAN BROTHERS HOLDINGS INC.....	36
2.2.3. EL RESCATE FEDERAL A AIG.....	44
2.2.4. LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EUROPEA.....	49
CAPÍTULO II.....	57
3.1. LOS DERIVADOS DE CRÉDITO.....	57
3.1.1. CONCEPTO.....	57
3.2. CLASES DE DERIVADOS DE CRÉDITO.....	67
3.3. LOS CREDIT DEFAULT SWAP – CDS .....	73
3.3.1. DEFINICIÓN .....	73
3.3.2. NATURALEZA JURÍDICA.....	75
3.3.2.1. LOS CDS COMO PERMUTAS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO.....	85
3.3.2.2. LOS CDS COMO PRODUCTO DE SEGURO .....	87
3.3.3. LOS CONTRATOS DE CDS.....	92
3.3.3.1. CLASES.....	93
3.3.3.1.1. CREDIT DEFAULT SWAP BÁSICOS O DE COBERTURA.....	93
3.3.3.1.2. CREDIT DEFAULT SWAP EN DESCUBIERTO O ESPECULATIVOS.....	94
3.3.3.2. ELEMENTOS.....	98
3.3.3.2.1. NOMINAL.....	99
3.3.3.2.2. PRIMA DE RIESGO.....	99
3.3.3.2.3. CONFIRMACIÓN.....	100

3.3.3.2.4. ENTIDAD DE REFERENCIA .....	101
3.3.3.2.4.1. OBLIGACIONES DE LA ENTIDAD DE REFERENCIA .....	101
3.3.3.2.4.2. SUCESOS DE CRÉDITO .....	102
3.3.3.2.5. CARACTERÍSTICAS .....	107
3.3.3.2.6. PARTES INTERVINIENTES .....	111
3.3.4. OPERACIÓN Y ESTRUCTURACIÓN LEGAL DE GARANTÍAS.....	112
3.3.5. CONDICIONES ESPECIALES DE CONTRATACIÓN .....	118
3.3.6. EL ISDA MASTER AGREEMENT .....	118
3.3.7. RIESGO EN LOS CONTRATOS MARCO DE DERIVADOS FINANCIEROS .....	125
3.3.8. MARCO REGULATORIO.....	129
3.3.8.1. MARCO REGULATORIO ESTADOUNIDENSE .....	133
3.3.8.2. MARCO REGULATORIO EUROPEO .....	140
3.3.8.3. EL ISDA .....	149
3.3.8.3.1. FUNDACIÓN.....	149
3.3.8.3.2. MIEMBROS .....	150
3.3.8.3.3. ÁREAS FUNCIONALES .....	151
3.3.8.3.4. REGIONES .....	151
3.3.8.3.5. COMITÉS.....	151
3.3.8.3.6. CLASES DE ACTIVOS .....	153
3.3.8.3.7. FUNCIONES.....	154
CAPÍTULO III .....	155
4.1. LOS CDS COMO MEDIO DE GARANTÍA.....	155
4.1.1. BENEFICIOS DE LOS CDS COMO MEDIO DE GARANTÍA .....	157
4.1.2. LOS CDS COMO INDICADORES DE RIESGO DE CRÉDITO .....	158
4.1.3. EJECUCIÓN DE GARANTÍAS .....	160
4.1.4. LA QUITA GRIEGA .....	160

4.1.5.LIQUIDACIÓN DEL CDS.....	165
4.2. LOS CDS COMO MEDIO DE ESPECULACIÓN .....	169
4.2.1.FUNCIONAMIENTO.....	169
4.2.2.CASOS DE ESPECULACIÓN INTERNACIONAL .....	173
4.2.2.1. BEAR STEARNS, LEHMAN BROTHERS Y AIG .....	175
4.2.2.2. DEUDA ESPAÑOLA, IRLANDESA, ITALIANA Y PORTUGUESA .....	178
4.2.2.3. DEUDA ARGENTINA.....	179
4.2.2.4. DEUDA ECUATORIANA.....	183
CAPÍTULO IV .....	186
5.1. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	186
5.2. BIBLIOGRAFÍA.....	195
5.3 ANEXOS.....	202

## INTRODUCCION

La crisis financiera internacional del año 2008, tuvo su origen principal en la burbuja inmobiliaria desarrollada en Estados Unidos en el año 2006, y acentuada con la crisis de las denominadas *hipotecas subprime* en el año 2007. Estas hipotecas de alto riesgo fueron empaquetadas, titularizadas y colocadas en el mercado, a través de derivados financieros denominados CDO (*Collateralized Debt Obligations*), derivados que fueron creados por la ingeniería financiera para diversificar los riesgos.

Estos instrumentos permitieron que fondos de inversión de todo el mundo adquirieran bonos considerados *basura*, con un alto rendimiento, pero con un nivel de riesgo igualmente alto, a pesar de las calificaciones positivas de grado de inversión que recibieron por parte de las principales agencias calificadoras de riesgo como *Standard & Poor's Rating Services, Fitch Ratings o Moody's Investors Service*.

Por consiguiente aquellos inversionistas que adquirieron estos derivados financieros, como fondos de inversión, instituciones financieras, bancos, y en general inversionistas particulares, no tuvieron o no comprendieron la naturaleza de las garantías que respaldaban tales títulos, lo que provocó que muchos de ellos, tuvieran grandes pérdidas. La crisis desatada provocó la pérdida de riqueza y el derrumbe de los mercados bursátiles, con las consecuentes pérdidas en la economía real, traducidas en eliminación de empleos, reducción de la productividad, y en general llevando a la economía mundial a una recesión profunda, con una consecuente incertidumbre en los mercados financieros.

Los inversionistas para protegerse del riesgo crediticio, adquirieron, entre otros instrumentos, los denominados *CDS (Credit Default Swap)* como garantía de sus inversiones, no obstante, estos instrumentos también fueron utilizados como arma especulativa en contra de determinados títulos de deuda pública o privada, como es el caso de las acciones llevadas en

contra de los bancos de inversión *Bear Stearns* y *Lehman Brothers* en el año 2008 y su consecuente adquisición forzosa por parte de JP Morgan en el primer caso, y el derrumbe en el segundo. En este contexto, es cuestionable la insuficiente regulación que tienen los *CDS* (*Credit Default Swap*), especialmente en los denominados *CDS al descubierto*, que fueron ya catalogados por *Warren Buffet* como “*instrumentos financieros de destrucción masiva*”.<sup>1</sup>

Por otra parte, en el marco de la crisis de deuda soberana europea, iniciada en Grecia y extendida a Portugal, Irlanda, Italia y España, con repercusiones y contagio en una escala mayor al resto del orbe, es cuestionable también el grado de seguridad que brindaron los CDS como garantía para los inversionistas, considerando la actuación inicial del *ISDA* (*International Swap Derivatives Association*) o *Asociación Internacional de Permutas y Derivados*, como entidad reguladora y determinadora de su activación para los cobros de indemnizaciones; con las circunstancias de las negociaciones que se llevaron entre el Gobierno de Grecia, como emisor y los inversionistas que adquirieron los bonos soberanos griegos, como bancos, fondos de inversión, entre otros, con la finalidad de evitar el *default* de estos instrumentos y por tanto, evitar la indemnización a los inversionistas, al asumir éstos pérdidas en el valor nominal de sus títulos, con plazos más largos de pago y a menores tasas de rentabilidad.

Con estos antecedentes, se pretende analizar a los *Credit Default Swap*, denominados también como seguros contra cesación de pagos, o permutas de incumplimiento crediticio, como una clase de derivados de crédito que tienen como finalidad asegurar y cubrir el riesgo de crédito de los inversionistas en instrumentos financieros y transferirlos a un tercero que esté dispuesto a asumir ese riesgo. La crisis financiera internacional del 2008 y la crisis de deuda soberana de Europa, con Grecia a la cabeza, han traído consecuencias que, como definió el ex Secretario de

---

<sup>1</sup> William A. Fleckenstein, Frederick Sheehan, *Las Burbujas de Alan Greenspan, Su paso por la Reserva Federal*, México, Mc Graw Hill, 2009.

Defensa estadounidense, *Donald Ramsfeld*<sup>2</sup>, sobre las tres probabilidades existentes del conocimiento: *lo que sabemos, lo que sabemos que no sabemos, y lo que no sabemos que no sabemos*, esta última probabilidad, es precisamente la que ha marcado y marca el desenlace de alta incertidumbre en el mercado financiero y en la economía mundial en general.

Bajo estas consideraciones, y a la luz de las negociaciones de deuda que sostuvieron el Gobierno de Grecia y los inversionistas, con la participación de la Unión Europea, en la cual, se acordó la estructuración de la deuda y el canje de bonos, a cambio de un “renunciamento voluntario” de más del 50% del valor nominal de los bonos originales, con el pronunciamiento del ISDA en primera instancia de que dicha reestructuración no constituía un evento de crédito, aunque posteriormente sí lo determinó, colocó a los CDS en entredicho como garantía de inversión.

La indefinición del ISDA creó dudas en el mercado respecto a si los seguros contra cesación de pagos constituyen una garantía adecuada, al haberse obligado a los inversionistas de deuda griega a aceptar el canje de bonos soberanos griegos, por otros de menores condiciones a las inicialmente pactadas, al activar las denominadas cláusulas de acción colectiva (CAC), siendo éste, un evento crediticio que se configuró como un *default*, como finalmente aceptó el ISDA.

Estos puntos, sus antecedentes, estructura, así como la regulación anterior a las crisis financieras, y las posteriores iniciativas principalmente de Estados Unidos de América y de la Unión Europea, así como las demás consideraciones, referentes a la naturaleza jurídica de los CDS, su incidencia en las mencionadas crisis y su utilidad como instrumento de cobertura y de especulación, trataremos más adelante como parte de la presente investigación.

---

<sup>2</sup> Guillermo de la Dehesa, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI, Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*, Madrid, Alianza Editorial, 2010, P. 88.

## 2. CAPITULO I

### 2.1 DEFINICIONES

Con la finalidad de lograr una mayor comprensión, es necesario conocer algunos términos importantes que serán tratados y nombrados a lo largo de la presente investigación, es por ello que me permito incluir las siguientes definiciones que han sido tomadas de distintos fuentes escritas y digitales en internet, algunas definiciones están transcritas textualmente de su fuente original, otras han sido de una u otra forma modificadas o abreviadas de sus fuentes principales:

Activo Subyacente.- Es un activo que, en los mercados de productos derivados, está sujeto a un contrato normalizado y es el objeto de intercambio. Es decir, es aquel activo sobre el que se efectúa la negociación de un activo derivado.<sup>3</sup>

Banco Central Europeo (BCE).- Es el banco central de la Unión Monetaria Europea, con sede en Frankfurt (Alemania). Supervisa la política monetaria, emite moneda y establece tipos de interés a corto plazo con el objetivo principal de lograr estabilidad de precios y controlar la inflación.<sup>4</sup>

Big Bang Protocol.- Protocolo de procedimientos para eventos de crédito efectivizado el 8 de abril de 2009 por el ISDA.<sup>5</sup>

Bono.- Es un título de deuda, conocido también como una inversión de ingreso fijo, mediante el cual el inversionista presta dinero a un gobierno, a una empresa o a otra entidad, denominados "emisores". Como contraprestación, el emisor acuerda pagar un tipo de interés

---

<sup>3</sup> Superintendencia de Compañías y Valores del Ecuador, *Glosario de Términos*, en [http://www.supercias.gob.ec/bd\\_supercias/descargas/mv/Glosariomv.pdf](http://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/Glosariomv.pdf)

<sup>4</sup> AFME/Investing in bonds Europe, Finance for Europe, *Glossary of Bond Terms*, en <http://www.investinginbonds.eu/Pages/Glossary.aspx?LangType=1034>

<sup>5</sup> Zoomnews, Finanzas y Mercados, Guía definitiva para entender los CDS, en <http://www.zoomnews.es/economia/finanzas-y-mercados/guia-definitiva-entender-que-es-cds-credit-defaultswap-seguros-contra-impago-deuda>

concreto durante la vigencia del bono y devolver el valor nominal del bono (del principal), una vez que el mismo "madure" a su vencimiento.<sup>6</sup>

Calificación del crédito.- Las denominaciones que utilizan las agencias de calificación del crédito para otorgar indicaciones relativas de la calidad crediticia de los emisores de bonos a partir de una evaluación formal del emisor acerca de una serie específica de criterios objetivos tales como la solvencia financiera de la sociedad y la habilidad para devolver las obligaciones de deuda. Cada servicio de calificación de renombre en Europa y en los EE.UU., tales como Standard & Poor's Ratings Services, Moody's Investors Service and Fitch Ratings, utilizan algún criterio diferente para evaluar a los emisores, aunque tales criterios de evaluación se resumen en una calificación que transcurre por un espectro que va desde la calificación de solvencia de mayor calidad hasta el grado especulativo, esto es, desde el AAA (Aaa) hasta el D. Los bonos calificados como pertenecientes a la categoría BBB o superior se consideran con calificación de solvencia; los valores con calificaciones que pertenecen a la categoría BB e inferior se consideran de "alto rendimiento" o por debajo de la calificación de solvencia. Las calificaciones suelen influir en el tipo de interés que el emisor de un bono debe pagar para atraer a los inversores. Así, los emisores con calificaciones más bajas pagarán los tipos más altos.<sup>7</sup>

Cláusulas de Acción Colectiva (*Collective action clause*).- Condición contractual de un bono que permite a un número determinado de titulares forzar determinados cambios sobre de los términos y condiciones del mismo, que luego se convierten en vinculantes para todos los tenedores, incluso aquellos que no votan a favor del cambio. Para ello es necesario alcanzar un porcentaje determinado del total de la emisión, por lo general el 66% o 75%, pero puede en

---

<sup>6</sup> AFME/Investing in bonds Europe...en <http://www.investinginbonds.eu/Pages/Glossary.aspx?LangType=1034>

<sup>7</sup> AFME/Investing in bonds Europe...en <http://www.investinginbonds.eu/Pages/Glossary.aspx?LangType=1034>

ocasiones ser inferior. Si no hay CAC, el 100% de los titulares que tienen estar de acuerdo con los cambios.<sup>8</sup>

Colateral.- Garantía que el prestatario constituye a favor del prestamista, con la finalidad de respaldar una obligación de deuda o una transacción derivada, con objeto de mejorar la solvencia crediticia del prestatario de la otra parte contratante.<sup>9</sup>

Credit event.- Evento de crédito definido como el suceso detonante de la liquidación o pago compensatorio del CDS por parte del vendedor de protección. Habitualmente, los tipos de eventos vinculantes son aquellos por los que se confirma públicamente la quiebra, suspensión de pagos, reestructuración y moratoria o repudiación de las deudas contraídas.<sup>10</sup>

Default.- Término empleado para explicar cuando un país endeudado no genera recursos suficientes para afrontar los compromisos con sus acreedores, y deja de pagarles. En tal caso se afirma que entró en "default" o cesación de pagos.<sup>11</sup>

Derivado de crédito.- Los derivados de crédito o derivados crediticios son instrumentos financieros negociados en mercados OTC (Over the Counter) cuyo valor depende del riesgo de crédito de uno o varios créditos de referencia (empresas o emisores), o de uno o varios activos de referencia (bonos o préstamos) Los derivados de riesgo de crédito ofrecen nuevas posibilidades para gestionar el riesgo de crédito transfiriéndolo a otras entidades de crédito u otros intermediarios financieros y/o asumiendo nuevo riesgo.<sup>12</sup>

Derivado financiero.- Se denomina "productos derivados" a una familia o conjunto de instrumentos financieros cuya principal característica es que están vinculados con un valor

---

<sup>8</sup> Javier Flores, Inversión finanzas.com, *Grecia y cómo funcionan las cláusulas de acción colectiva*, 7 de marzo del 2012, en [http://www.finanzas.com/noticias/analisis/2012-03-07/675309\\_grecia-clausulas-accion-colectiva.html](http://www.finanzas.com/noticias/analisis/2012-03-07/675309_grecia-clausulas-accion-colectiva.html)

<sup>9</sup> La gran enciclopedia de Economía en <http://www.economia48.com/spa/d/colateral/colateral.htm>

<sup>10</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 21.

<sup>11</sup> Ing.Mba. Ricardo Rodríguez Arriagada, *Diccionario Financiero* en <http://printfu.org/diccionario+financiero>

<sup>12</sup> Arturo Labanda Puerta, *Análisis Financiero, Los derivados de crédito*, en [http://www.ieaf.es/new/component/k2/item/download/186\\_059df2579d3ba8e4ab9807091c010fd0.html](http://www.ieaf.es/new/component/k2/item/download/186_059df2579d3ba8e4ab9807091c010fd0.html).

subyacente o de referencia.<sup>13</sup> Son instrumentos financieros que derivan su valor de los cambios en el valor de otro activo o instrumento.<sup>14</sup>

Deuda garantizada.- La deuda garantizada (titularización, productos estructurados y bonos cubiertos) es un tipo de pagaré respaldado por una garantía, un valor o cualquier otro tipo de compensación en caso de incumplimiento que tiene el prestatario. La garantía o el valor pueden proceder de una o de más fuentes, tales como hipotecas, créditos, bonos/deuda o valores respaldados por activos.<sup>15</sup>

Especulación.- Proceso por el cual, en los mercados de valores, un inversor asume una posición de riesgo esperando un beneficio a corto plazo, como resultado de la fluctuación del precio de los activos.<sup>16</sup>

International Swap and Derivatives Association (ISDA).- Conocida por el acrónimo ISDA. Inicialmente conocida como Asociación Internacional de Agentes de Swap. ISDA es una asociación sectorial con sede en Nueva York que se ocupa de asuntos de interés común para los agentes de derivados que la componen. Esta organización asumió un papel de liderazgo a la hora de desarrollar documentación normalizada para contratos de derivados del mercado extrabursátil.<sup>17</sup>

Inversión financiera.- Inversión realizada en activos financieros de cualquier clase cuya tenencia tiene relación con el ejercicio del control o la influencia sobre otras empresas, y/o con la obtención de los réditos, dividendos y plusvalías derivados de estas inversiones.<sup>18</sup>

---

<sup>13</sup> Gabriel Alejandro Daga, *Contratos financieros derivados*, Buenos Aires, Editorial Abaco de Rodolfo Depalma, 2005. P. 36.

<sup>14</sup> Organización de las Naciones Unidas, *Aspectos de la tributación internacional de los nuevos instrumentos financieros*, en <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/un/unpan001949.pdf>.

<sup>15</sup> AFME/Investing in bonds Europe...en <http://www.investinginbonds.eu/Pages/Glossary.aspx?LangType=1034>

<sup>16</sup> Superintendencia de Compañías y Valores del Ecuador, *Glosario de Términos*, en [http://www.supercias.gob.ec/bd\\_supercias/descargas/mv/Glosariomv.pdf](http://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/Glosariomv.pdf)

<sup>17</sup> <http://www.economia48.com/spa/d/asociacion-internacional-de-swaps-y-derivados/asociacion-internacional-de-swaps-y-derivados.htm>

<sup>18</sup> La gran enciclopedia de Economía en <http://www.economia48.com/spa/d/inversion-financiera/inversion-financiera.htm>

ISDA Master Agreement.- Contrato marco de referencia establecido por la ISDA, para regular las operaciones entre instituciones financieras en el mercado de derivados. El contrato marco establece las definiciones y condiciones generales de negociación, así como los anexos referentes a las particularidades contractuales.

Itraxx Crossover.- Índice que mide el coste anual de asegurar deuda corporativa o soberana frente a un posible impago. Mide los cincuenta principales *Credit Default Swap* (CDS). Cuanto más bajo esté el índice, el costo de asegurarse con una permuta de incumplimiento crediticio es más barato; y al contrario, cuanto más alto, el costo es mayor. El índice en consecuencia está asociado a la prima de riesgo que debe pagar cada país en la emisión de sus bonos soberanos.<sup>19</sup>

Liquidez.- Capacidad de pago que tiene una persona natural o jurídica para responder en un corto plazo sus obligaciones financieras de cualquier tipo como consecuencia de disponer activos fácilmente convertibles en dinero efectivo. Facilidad de ciertos títulos valores que disponen las entidades financieras para transformarlos en forma inmediata en dinero efectivo, sin que ello produzca baja alguna en el valor patrimonial de la empresa.<sup>20</sup>

Monolines o compañías aseguradoras monoline.- Garantizan el reembolso puntual del capital de los bonos y del interés cuando un emisor omite el pago. Se las conoce como monolines porque aseguran una sola categoría de riesgo y proporcionan garantías financieras, o protección de seguro, a compradores de una amplia variedad de instrumentos del mercado de capital y financiero, incluyendo los del sector público y los destinados a proyectos de infraestructuras. AMBAC y MBIA son las mayores aseguradoras de deuda de EE.UU.<sup>21</sup>

Mortgage Backed Security (MBS).- Son obligaciones de deuda que representan flujos de efectivo de un grupo o "pool" de préstamos hipotecarios titularizados para ser colocados en el

---

<sup>19</sup> RealbolxaTime, *Itraxx*, en <http://bolxa.blogspot.com/2009/07/itraxx.html>

<sup>20</sup> Patricio Martínez D., *Diccionario Práctico de Términos Económicos Financieros*, Impresión Grafitex Cía. Ltda., P. 202.

<sup>21</sup> AFME/Investing in bonds Europe...en <http://www.investinginbonds.eu/Pages/Glossary.aspx?LangType=1034>

mercado bursátil. La mayoría de MBSs son emitidas por el Gobierno de la Asociación Nacional de Hipotecas (Ginnie Mae), un organismo de gobierno de EE.UU., o la Asociación Federal Nacional Hipotecaria (Fannie Mae) y la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), EE.UU. empresas patrocinadas por el gobierno federal.<sup>22</sup>

Netting.- Mecanismo para compensar todas las prestaciones debidas entre las contrapartes respecto de operaciones celebradas bajo un mismo contrato marco para la realización de operaciones de derivados financieros.<sup>23</sup>

Nombre de referencia.- Es la entidad sobre la que se realiza el derivado de crédito.<sup>24</sup>

Obligaciones de Deuda Garantizada (CDO).- Es un tipo de titularización, en la que un fondo común de préstamos o valores se diversifica en secciones respaldadas por los flujos de caja del fondo común de activos. Las Obligaciones de Deuda Garantizada pueden pagar, dos veces por año, en forma trimestral o mensual un cupón fijo o variable, con la mayor parte de la deuda preferencial calificada desde "AAA a A" y la subordinada desde "BBB a B" o una "sección de primera pérdida" sin calificar. Hay muchas clases de Obligaciones de Deuda Garantizada. Algunas están respaldadas por un fondo común de clases sencillas de activos (diversificados en hipotecas, en préstamos a la pequeña y a la mediana empresa, a las grandes empresas) o de una mezcla de clases de activos. Debido a su complejidad, algunas Obligaciones de Deuda Garantizada pueden ser relativamente volátiles en lo que se refiere a las calificaciones y a su valor de mercado. Por ejemplo, las Obligaciones de Deuda Garantizada que hallan respaldo en las secciones de otras titularizaciones, en especial los préstamos subprime o de grado inferior, han resultado ser muy volátiles y muchas de ellas se han degradado. Otras Obligaciones de

---

<sup>22</sup> Economía de mercado, ¿Que son los títulos respaldados por hipotecas o "Mortgage-backed securities" (MBS)?, en <http://economíade.com/2009/06/%C2%BFque-son-los-titulos-respaldados-por-hipotecas-o-mortgage-backed-securities-mbs/>

<sup>23</sup> Sebastián Luegmayer, Derivados financieros, Netting, Qué es el netting? en <http://derivadosotc.blogspot.com/2007/11/netting.html>

<sup>24</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P.21.

Deuda Garantizada, tales como las respaldadas por préstamos corporativos, han resultado ser relativamente estables y continúan ofreciendo rendimientos altos con estabilidad razonable.<sup>25</sup>

Obligaciones de Hipoteca Garantizada (CMO).- Son inversiones de renta fija respaldadas por hipotecas o por fondos comunes de hipotecas. Es un valor respaldado por una hipoteca con un tipo de interés y con una fecha de vencimiento. Las Obligaciones de Hipoteca Garantizada respaldadas por hipotecas se dividen en cuatro secciones, y cada sección tiene un tipo de interés y un plazo distinto. Al igual que con todos los valores respaldados por una hipoteca, las Obligaciones de Hipoteca Garantizada se hallan sujetas a un riesgo de tipo de interés en el que una variación en los tipos puede influir en el valor del mercado y en el tipo para la devolución.<sup>26</sup>

Payoff.- Es el pago generado por el derivado.<sup>27</sup>

Permuta (Swap).- Cambio, canje o trueque de una cosa por otra equivalente y necesaria en virtud de un convenio o contrato que establecen las partes. Transacción financiera a largo plazo donde se intercambian de mutuo acuerdo flujos monetarios en determinados intervalos durante cierto tiempo.<sup>28</sup>

Posición corta.- Es la que tiene un inversor que ha vendido un activo, o que ha asumido un compromiso de venta.<sup>29</sup>

Posición larga.-Es la que tiene un inversor que ha comprado un activo, o que ha asumido un compromiso de compra.<sup>30</sup>

Prima de riesgo.- Es un concepto utilizado en economía que indica el recargo o gravamen que el inversor reclama al deudor en función del mayor o menor riesgo que exista (o que puede ser interpretado) de que este último no pueda satisfacer las obligaciones contraídas

---

<sup>25</sup> AFME/Investing in bonds Europe...en <http://www.investinginbonds.eu/Pages/Glossary.aspx?LangType=1034>

<sup>26</sup> AFME/Investing in bonds Europe...en <http://www.investinginbonds.eu/Pages/Glossary.aspx?LangType=1034>

<sup>27</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P.21.

<sup>28</sup> Patricio Martínez D. *Diccionario Práctico de Términos Económicos Financieros*, Ecuador, Grafitext Cía. Ltda. 2009, P.244.

<sup>29</sup> Superintendencia de Compañías y Valores del Ecuador, *Glosario de Términos*, en [http://www.supercias.gob.ec/bd\\_supercias/descargas/mv/Glosariomv.pdf](http://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/Glosariomv.pdf)

<sup>30</sup> Superintendencia de Compañías y Valores del Ecuador, *Glosario de Términos*, en [http://www.supercias.gob.ec/bd\\_supercias/descargas/mv/Glosariomv.pdf](http://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/Glosariomv.pdf)

con el inversor. Los inversores teóricamente exigirán una mayor prima de riesgo a un Estado por comprar su deuda, si existen mayores dudas de que no pueda después devolver ese dinero con sus intereses correspondientes. Por tanto, la prima de riesgo es la diferencia en intereses que un país debe pagar al comprador de bonos con respecto al bono tomado como referencia por ser el más estable y seguro, que es el bono alemán.<sup>31</sup>

Probabilidad de default.- Probabilidad de que el nombre de referencia incurra en alguno de los eventos de crédito en un período determinado.<sup>32</sup>

Rating.- Es la calificación de la solvencia de los emisores de renta fija, emitidos por agencias de calificación de riesgo, como Standard & Poor's Ratings Services, Fitch Ratings y Moody's Investors Service.<sup>33</sup>

Recovery rate.- Tasa de recuperación o porcentaje de recuperación de un capital en caso de *default* por parte del nombre de referencia.<sup>34</sup>

Riesgo País.- Se entiende como "riesgo-país" el riesgo que se asume el inversionista al mantener o comprometer recursos en algún país extranjero, por los eventuales impedimentos para obtener su recuperación debido a factores que afectan globalmente al país respectivo, distintos del riesgo de crédito u otros riesgos propios de las operaciones realizadas con sus residentes, cuyo análisis y reconocimiento contable se realiza con prescindencia de las consideraciones relativas a eventuales dificultades en la repatriación de los recursos y que son ajenas a la liquidez, solvencia o comportamiento de las contrapartes. El riesgo-país comprende el "riesgo soberano" y el "riesgo de transferencia". En el caso de las operaciones de crédito, el primero corresponde a las dificultades que podrían presentarse para ejercer acciones contra el prestatario o último obligado al pago por razones de soberanía, en tanto que el segundo se

---

<sup>31</sup> Prima de Riesgo, Portal económico-financiero, en <http://www.primaderiesgo.com/>

<sup>32</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P.21.

<sup>33</sup> Expansión.com, *Diccionario básico de la crisis* en <http://www.expansion.com/2008/03/02/inversion/1095784.html>

<sup>34</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P.21.

refiere a la incapacidad general de los deudores de un país para hacer frente a sus obligaciones con acreedores extranjeros, por carecer de divisas.<sup>35</sup>

Riesgo de crédito.- Es el riesgo que corren quienes invierten en bonos en el caso de que el emisor omita el pago de su obligación (riesgo de mora), o que el valor del bono se devalúe y/o que la actuación del precio del bono se compare de manera desfavorable con otros bonos contra los que la inversión se compare debido a, por un lado, la percepción de un aumento del riesgo de que un emisor omita el pago de su obligación (riesgo diferencial de crédito) o, por otro lado, que la calificación del crédito de la sociedad se devalúe (riesgo de devaluación).<sup>36</sup>

Seguro.- Contrato por el que un asegurador se hace cargo del riesgo de un asegurado, por lo que recibe el pago de una prima; bajo la condición que de hacerse efectivo lo que en un momento se consideró riesgo, el asegurador deberá hacerse cargo de la reposición total o parcial de las pérdidas sufridas por el asegurado.<sup>37</sup>

Seguro de inversión, seguro de garantía financiera.- Un seguro de inversión, en ocasiones también conocido como seguro de garantía financiera, puede aumentar la calidad crediticia. Las empresas especializadas de seguros que satisfacen los mercados de ingreso fijo garantizan el pago puntual del capital y el interés de los bonos que aseguran. La mayoría de los aseguradores de bonos obtienen, por lo menos, una calificación de triple "A" por parte de una agencia calificadora reconocida, la cual da fe de su solvencia financiera aunque algunos aseguradores de bonos poseen calificaciones crediticias más bajas. En cualquier caso, los bonos asegurados reciben a su vez la misma calificación según el capital del asegurador y los recursos disponibles para el pago de siniestros. Un bono de garantía es una póliza de seguros que proporciona una compañía aseguradora calificada y regulada para reembolsar el ABS ante cualquier pérdida

---

<sup>35</sup> Ricardo Rodríguez Arriagada, *Diccionario Financiero, ING.MBA.*

<sup>36</sup> AFME/Investing in bonds Europe...en <http://www.investinginbonds.eu/Pages/Glossary.aspx?LangType=1034>

<sup>37</sup> Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador, *Glosario de Términos Financieros*, en [http://www.sbs.gob.ec/practg/sbs\\_index?vp\\_art\\_id=70&vp\\_tip=2#s](http://www.sbs.gob.ec/practg/sbs_index?vp_art_id=70&vp_tip=2#s)

sufrida. El asegurador proporciona, a menudo, su garantía únicamente para valores que ya gozan de, por lo menos, una calificación de solvencia (esto es, "BBB/Baa" o superior).<sup>38</sup>

Spread.- Término inglés utilizado en los mercados financieros para indicar el diferencial de precios, de rentabilidad, entre otros, de un activo financiero respecto a otro. Diferencia entre las cotizaciones de compra y venta. El spread se utiliza para medir la liquidez. Cuanto más bajo es el spread más alta es la liquidez.<sup>39</sup>

Subprime.- En contraposición a las denominadas hipotecas prime, las también llamadas hipotecas de alto riesgo, consistían en el otorgamiento de crédito hipotecario por parte de bancos estadounidenses a clientes de limitada solvencia crediticia, y con elevados índice de impagos. El empaquetamiento de las *hipotecas subprime* junta a las de mejor calidad crediticia, mediante titularizaciones, dispersó el riesgo pero también afectó y multiplicó las pérdidas que se produjeron como consecuencia de los impagos.<sup>40</sup>

Titularización o ABS (Asset Backed Securities).- Proceso de emisión de títulos respaldados por un fondo común de activos ya existentes, para colocarlos entre los inversores. Es un mecanismo financiero que consiste en la conversión de ciertos activos en títulos de renta fija negociables en un mercado secundario de valores.<sup>41</sup>

## 2.2 LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL DEL 2008

### 2.2.1 LAS HIPOTECAS SUBPRIME

La crisis financiera internacional del 2008 tuvo sus orígenes en el año 2006, con el desarrollo de la llamada burbuja inmobiliaria en EE.UU. Hablamos que el año 2008 es el período

---

<sup>38</sup> AFME/Investing in bonds Europe... en <http://www.investinginbonds.eu/Pages/Glossary.aspx?LangType=1034>

<sup>39</sup> Expansión.com, *Diccionario básico de la crisis* en <http://www.expansion.com/2008/03/02/inversion/1095784.html>

<sup>40</sup> Expansión.com, *Diccionario básico de la crisis* en <http://www.expansion.com/2008/03/02/inversion/1095784.html>

<sup>41</sup> AFME/Investing in bonds Europe...en <http://www.investinginbonds.eu/Pages/Glossary.aspx?LangType=1034>

en el cual se manifestaron las consecuencias de una serie de acontecimientos que llevaron a provocar la mayor crisis financiera mundial desde la Gran Depresión de 1929.<sup>42</sup>

Existen puntos críticos que contribuyeron a la preparación el campo de la crisis financiera del año 2008, y que principalmente son: El desarrollo desmesurado de la burbuja inmobiliaria en EE.UU., principalmente, motivado por el otorgamiento de las denominadas *hipotecas subprime*, es decir, créditos a favor de los llamados sujetos "NINJA" (No income, no job, no assets, es decir, personas sin ingresos fijos, sin empleo y sin propiedades)<sup>43</sup>.

Específicamente el origen más temprano de la crisis financiera es la quiebra del *Ownit Mortgage Solutions* el 5 de Agosto del 2006, banco estadounidense especializado en el otorgamiento de créditos hipotecarios de alto riesgo –subprime-, que al no cumplir los deudores sus obligaciones hipotecarias en otras instituciones financieras, acudían a esta entidad para obtener créditos por el mismo monto hipotecario, y que al no poder cancelar sus obligaciones miles de estadounidenses perdieron sus casas a manos de los bancos.

Parte de las razones que desataron la burbuja inmobiliaria como detonante de la posterior crisis financiera internacional, fue indudablemente las extremadamente bajas tasas de interés fijadas por la Reserva Federal de EE.UU., el equivalente a cualquier banco central en otros países. A pesar de que ya el 17 de Abril de 2002 Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal, en una comparecencia ante el Congreso estadounidense declaró: *"La permanente fortaleza del mercado de vivienda ha incrementado las preocupaciones acerca de la posible emergencia de una burbuja en los precios de los hogares"*<sup>44</sup>, su política en la Reserva Federal fue especialmente dirigida, consciente o inconscientemente, para fijar las tasas de interés a

---

<sup>42</sup> La Gran Depresión inició el 29 de Octubre de 1929, fecha en la cual se produjo el denominado crash bursátil, conocido también como "Martes Negro", tuvo efectos devastadores y provocó una profunda recesión económica mundial.

<sup>43</sup> Leopoldo Abadía Sr., *La crisis Ninja*, en <http://leopoldoabadia.blogspot.com/>.

<sup>44</sup> William A. Fleckenstein, Frederick Sheehan, *Las Burbujas de Alan Greenspan...* P. 119

niveles cercanos a cero, con las consecuentes estímulos a un endeudamiento barato y dinero disponible en el mercado, especialmente al inmobiliario.

Alan Greenspan señaló también, por qué, en su opinión, el mercado de bienes raíces estaba *“especialmente mal equipado para desarrollar una burbuja”*.<sup>45</sup> Sin embargo, a pesar de esta perspectiva mal concebida, sabemos como terminó el desarrollo del mercado inmobiliario estadounidense, y cómo desató la crisis, a raíz de la explosión de la burbuja y del paralelo empaquetamiento de las *hipotecas subprime* junto a tramos de otras de alta calidad, mediante titularizaciones, su colocación en el mercado bursátil, y venta a distintos actores de los mercados financieros.

Estos créditos estaban siendo expuestos exponencialmente a otros de origen tóxico, es decir, con tramos importantes de impagos. El desarrollo del mercado de vivienda provocó que la historia se repita al igual que el colapso del mercado de valores de 1987, creándose una peligrosa burbuja de crédito ocasionada por innovaciones financieras defendidas por Greenspan creando irresponsables prácticas de préstamos para adquisición de bienes raíces.<sup>46</sup>

Es importante señalar que la burbuja de bienes raíces no se hubiera podido desarrollar sin una baja en los estándares de concesión de créditos, circunstancia respaldada por la desregulación financiera promovida por el mismo Alan Greenspan, en su calidad de Presidente de la Reserva Federal. La flexibilización en los requerimientos necesarios para el otorgamiento de créditos, permitió que muchas instituciones financieras permitan el acceso de personas sin un historial crediticio sólido, y como se ha dicho, personas sin un trabajo estable, y sin activos que respalden su deuda, puedan adquirir una vivienda por primera vez, o segundas o terceras o más, simplemente por la denominada *“exuberancia irracional”*.<sup>47</sup>

---

<sup>45</sup> William A. Fleckenstein, Frederick Sheehan, *Las Burbujas de Alan Greenspan...*P. 119

<sup>46</sup> William A. Fleckenstein, Frederick Sheehan, *Las Burbujas de Alan Greenspan...*P. 166.

<sup>47</sup> Término acuñado por Alan Greenspan, ya en la crisis del mercado accionario estadounidense, en el colapso del mercado de valores de 1987.

Mientras los precios de las viviendas seguían subiendo, todo el sistema funcionaba, desde la entidad financiera, hasta los corredores de venta de las hipotecas, sistema que fue aupado por las bajas tasas de interés que imponía la Reserva Federal, así todos los agentes financieros que intervenían en las negociaciones de *hipotecas subprime*, no tenían conocimiento del alto riesgo que asumían, y entendían o mas bien dicho, mal entendían que los tipos de interés bajos y otorgamiento de crédito barato, se mantendría indefinidamente, endeudándose masivamente, pero con un riesgo desmedido al menor cambio en las tasas o de estructura de mercado.

Las entidades financieras, otorgantes del dinero necesario para la compra de las viviendas, alimentaban dicha demanda, y por tanto, la subida de los precios, circunstancia que para los bancos estaba más que justificada, al convertirse de otorgantes y administradores de préstamos en su calidad de acreedores, a meros otorgantes, al titularizar sus créditos, a empaquetarlos juntos, créditos prime de alta calidad de pago, con los subprime de baja calidad crediticia, y colocarlos en el mercado y venderlos a un vasto mercado de inversionistas. De esta forma se deshacían de sus créditos y no tenían en consecuencia que provisionar en el caso de impagos.

Sus ganancias en consecuencia, no estaban en las bajas tasas de interés que cobraban por los préstamos, sino ahora, en la venta de dichos créditos "titularizados" a otros inversionistas esperanzados y seguros del continuo aumento en los precios de las viviendas que alimentaban dichos títulos. Los bancos consiguieron así, mayores ganancias en un cortísimo plazo, en relación con los préstamos de largo plazo convencionales que significaba el mantener en sus balances los créditos originalmente otorgados.

De esta forma los prestamistas literalmente inundaron de dinero el mercado, con la finalidad de impulsar el mercado de bienes raíces, se creó así, un enorme número de propietarios que obtenían más dinero del que podían pagar, con el agravante incluso que se

extendió la práctica de conceder préstamos más altos que el valor mismo del bien inmueble, con la esperanza de que éste subiría a futuro su valor, circunstancia que fue totalmente contraria.

Alan Greenspan diría: “Como se refleja en la evolución del crédito a consumidores en EE.UU., debemos concluir que la innovación y el cambio estructural en la industria de servicios financieros han sido críticos para proporcionar acceso casi sin restricciones al crédito a la vasta mayoría de los consumidores”.<sup>48</sup>

Por tanto, en consideración al impulso que le dio la Reserva Federal con sus tasas de interés extremadamente bajas, el mercado inmobiliario estadounidense inició un aumento progresivo en sus precios, desatando la burbuja de viviendas. Posteriormente a la inversa, cuando la Reserva Federal inició el paulatino aumento en las tasas de interés, con la consiguiente elevación de las cuotas de las hipotecas de los créditos de vivienda, empezaron a provocar las cesaciones en los pagos hipotecarios de aquellos créditos subprime.

En virtud a que las titularizaciones de créditos que incluían las *hipotecas subprime*, fueron colocadas y transferidas mediante ventas de bonos a fondos de inversión, éstos asumieron la totalidad del riesgo transferido desde la entidad financiera y sacados de sus balances.

Con estas circunstancias, entre las consecuencias de la crisis financiera están: la reducción de la ponderación del riesgo, bajas tasas de interés respaldadas por la Reserva Federal, calificaciones de riesgo triple A incorrectas para los títulos respaldados por *hipotecas subprime* o de alto riesgo, encausados éstos, por una ingeniería financiera creadora de instrumentos complejos y difíciles de entender, aún para aquellos inversionistas considerados sofisticados.

Los rumores de alarma en los mercados por el aumento de la morosidad y las continuas ejecuciones hipotecarias, provocaron lo que se denomina como *credit crunch* o contracción del

---

<sup>48</sup> William A. Fleckenstein, Frederick Sheehan, *Las Burbujas de Alan Greenspan...*P.145

crédito, aumentando la desconfianza en los mercados de inversionistas, y desatando, por tanto una peligrosa volatilidad en los índices bursátiles.

En esencia la caída de los precios de las viviendas aumentó la morosidad en los créditos hipotecarios, bajó el rating de los títulos garantizados con ellas, y cayeron como consecuencia también, los títulos garantizados por créditos de vehículos y tarjetas de crédito. El mercado de las titularizaciones de ABS o MBS sufrió de iliquidez y posteriormente para agravar más las cosas, también el mercado interbancario.

En consecuencia, la crisis financiera del año 2008 tuvo principalmente los siguientes factores importantes, sin perjuicio de otros que también incidieron de una u otra forma, por un lado y como se ha manifestado, la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos, conforme las condiciones de tasas de interés bajas, política nacional de incentivar una vivienda propia a cada familia y en consecuencia una enorme liquidez en el mercado.

Otro factor importante fue la política nacional implementada por el Gobierno de Bill Clinton, que se tradujo en la *Ley Community Reinvestment Act (CRA)* cuyo objetivo era facilitar el otorgamiento de créditos a población de origen afroamericano, residentes indocumentados y desocupados, obligando así a las instituciones financieras a conceder un cupo de créditos a estos grupos marginales, aun cuando no ofrecieran las garantías suficientes de pago.

Otras leyes que contribuyeron a la burbuja inmobiliaria y por ende, a la crisis financiera internacional del año 2008, están: la *Gramm-Leach-Bliley Act (1999)*, esta ley autorizó a los bancos comerciales a convertirse en "*industria financiera*", pudiendo ofrecer diversidad de "*productos financieros*", a modo de ejemplo, está el *Citigroup*, entidad bancaria que impulsó su visión de convertirse en un "*supermercado financiero a nivel mundial*", primó de esta forma, el afán de lucro desmedido y desregularizado, participando los bancos comerciales en otros segmentos, amparados en los derivados financieros, emisiones de bonos, fusiones y adquisiciones.

Otra ley, emitida igualmente durante el Gobierno de Bill Clinton, permitió que los bancos tuvieran garantías federales en todas las *hipotecas subprime* de empresas constructoras, esta garantía se canalizó a través de las *Hud's Regulation of Government Sponsored Enterprises* (GSeS - 1995-2001) que garantizaban los activos tóxicos a través de las gigantescas hipotecarias *Fannie Mae* (que al momento de su quiebra presentaba activos de hipotecas subprime por USD 882,5 mil millones) y *Freddie Mac* (quien tenía hipotecas similares por USD 794,3 mil millones). En total 1,7 trillones de dólares (USD 1.700.000.000.000).<sup>49</sup>

Estos créditos con riesgo de insolvencia como se ha señalado, eran cubiertos por las instituciones financieras, mediante la titularización, securitización o paquetización de los derivados financieros, a través de los cuales se podían envolver en otros créditos de mejor calidad crediticia, atrayendo así, a inversionistas de toda índole. Por otro lado, es importante señalar también que la adquisición de viviendas no estaba sujeto a familias que buscaban su primer inmueble, sino que también, estaba impulsado por personas que buscaban su segunda, tercera o más propiedad, con fines especulativos, en consideración a que el precio de compra de la vivienda iba a subir posteriormente, de acuerdo con la lógica del comprador - especulador, y que por tanto, esas compras estaban apalancadas en nuevas hipotecas.

Cuando estalló la burbuja inmobiliaria, y los precios empezaron a caer, muchos de los deudores hipotecarios tenían deudas más altas que los precios reales de sus viviendas, a pesar de que las instituciones financieras, amparadas en el auge inmobiliario, otorgaban créditos mayores al costo real de la vivienda, con la esperanza de que las mismas, valdrían mucho más. La política ambigua y contradictoria de la Reserva Federal, que a raíz del estallido de la burbuja tecnológica, las denominadas "punto com", provocó una desinversión de capitales en los

---

<sup>49</sup> Antonio I. Margariti, Liberalismo militante, *Las reglas progresistas incuban la crisis* (nota II de IV), en <http://rigofa.blogdiario.com/85>

mercados, sumado a los atentados del 11 de septiembre del 2011, supuso la baja de las tasas de interés con la finalidad de reactivar el consumo mediante la concesión fácil de créditos.

No obstante, la subida de la inflación, provocó a su vez que la misma Reserva Federal inicio el proceso de control de la inflación, con la subida paulatina de los tipos de interés, con las consecuencias para el mercado inmobiliario que ya se han manifestado. El instrumento de *titularización* denominado también *titulización*, permitió sacar del balance de los bancos a los préstamos hipotecarios, al empaquetarlos, en tramos de hipotecas prime, de buen pago y las subprime o dudosa capacidad de pago.

Tipos de interés bajos, precios de vivienda altos y agentes y corredores agresivos para colocar y vender los créditos hipotecarios, a los primerizos y a las segundas hipotecas, volvió absolutamente atractivo el mercado. Las compras de viviendas con fines especulativos fue uno de los principales detonantes de la crisis financiera, al ser éstas financiadas con hipotecas, que apalancadas a otra hipoteca, eran canceladas para nuevamente adquirir otra vivienda con una nueva hipoteca.

Como se ha indicado, al subir los tipos de interés, los precios de las viviendas empezaron a bajar, y las consecuentes ejecuciones hipotecarias crecieron abruptamente, circunstancia que en muchas entidades financieras poseedoras de dichos créditos, empezaron a tener problemas de liquidez, sin poder devolver o pagar intereses o capital a los inversionistas de tales títulos, iniciando así, las señales de rumores y desconfianza en los mercados financieros.

Los precios de la vivienda desde el 2006 cayeron más de un 30% incluso en el 2011, con un 4%, en cuyo año, no se han pagado préstamos por más de USD 150.000 millones, con unas 10 millones de personas deben a las entidades financieras, más de lo que valen sus casas.<sup>50</sup>

---

<sup>50</sup>Reportaje *Los Aspectos en materia de hipotecas para tenerlos en cuenta*, en Revista Líderes, Quito, 16 de abril de 2012.

Ante tales circunstancias, medio centenar de entidades otorgantes de hipotecas quebraron en el año 2006.<sup>51</sup>

Los bancos obtuvieron liquidez al sacar de sus activos a los préstamos hipotecarios, mediante las mencionadas titularizaciones de tramos de créditos que incluían tanto créditos de hipotecas prime y subprime, operación que se desarrolló principalmente mediante los denominados CDOs, instrumentos financieros respaldados precisamente por dichas hipotecas.

Lógicamente que para colocar dichos instrumentos en el mercado y transferir el riesgo de las *hipotecas subprime* a los fondos de inversión, de pensiones e inversionistas en general, se debió contar con las correspondientes calificaciones de crédito otorgadas por las principales agencias, como son *Standard's & Poor's Ratings Services, Moody's Investors Service, Fitch Ratings* u otras análogas, las mismas que contrario a toda lógica, calificaron con notas bastante altas, garantizando de alguna forma el grado de inversión en dichos instrumentos, circunstancia que contribuyó a la extensión de la crisis financiera a través del orbe.

Otros hechos relevantes, son el informe del propio Fondo Monetario Internacional, que ya alertaba en el mes de abril del 2007, sobre el mercado de *hipotecas subprime*, privilegiado sobre las denominadas hipotecas prime, calculaba que en "enero de 2007 existían en EE.UU. 4,2 billones de euros en bonos ligados a las hipotecas de alto riesgo, de los cuales 624.000 millones de euros pertenecían a mediados de 2006 a inversores no estadounidenses".<sup>52</sup>

Posteriores hechos condujeron a la crisis financiera del año 2008, como el cierre de un fondo de inversiones por parte de *Bear Stearns*, en agosto del 2007, y el quiebre consecutivo de importantes entidades financieras estadounidenses como son: *American Home Mortgage, Blackstone, National City Home Equity, Countrywide*, y traspasó las fronteras estadounidenses para situarse en Europa, a través de crisis del banco alemán *IKB*.

---

<sup>51</sup> 10 millones de personas deben más de lo que cuesta su casa, Revista Líderes, en [http://www.revistalideres.ec/informe-semanal/millones-personas-deben-cuesta-casa\\_0\\_681531874.html](http://www.revistalideres.ec/informe-semanal/millones-personas-deben-cuesta-casa_0_681531874.html)

<sup>52</sup> La crisis de *hipotecas subprime*, en [http://www.abc.es/20070820/economia-economia/advirtio-abril-riesgo-billones\\_200708200246.html](http://www.abc.es/20070820/economia-economia/advirtio-abril-riesgo-billones_200708200246.html)

A partir de entonces, los hechos relevantes se sucedieron a un ritmo inimaginable, la percepción de nerviosismo y de crisis se trasladó rápidamente a las bolsas de valores del mundo, que vieron caer sus índices, por las masivas ventas de acciones impartidas por nerviosos inversionistas. Las pérdidas de las mayores e importantes entidades financieras se volvieron reiteradas en todo el orbe, como aquellas sucedidas al banco francés *BNP Paribas*, o el alemán *Deutsche Bank*, expuestos a fuertes pérdidas por fondos vinculados a las *hipotecas subprime*.

Como medio de paliar la falta de liquidez en el mercado, en una acción coordinada de los principales bancos centrales mundiales, encabezados por la FED, el Banco Central Europeo, y principalmente los de Canadá y Japón, inyectaron gran cantidad de dinero en el sistema, con la finalidad de dar los medios necesarios a los bancos para incentivar el crecimiento de las economías de dichos países, y por extensión del resto del mercado.

La crisis financiera iniciada por la crisis de las *hipotecas subprime*, tiene en la mira a varios actores responsables, entre éstos y como principales a las propias entidades financieras que otorgaron créditos sin un suficiente análisis ni medición del riesgo, a los agentes o corredores inmobiliarios, de las calificadoras de riesgo que precisamente otorgaron calificaciones con alto grado de inversión, como consecuencia de lo cual, el riesgo se trasladó y extendió a través de todo el mercado.

El alcance y contagio de la crisis de las *hipotecas subprime* se verificó, al confirmarse ya el 24 de agosto del 2007, la información de la exposición de los dos principales bancos chinos, el *Commercial Bank of China (ICBC)* y el *Bank of China*, ambos con una cartera de 8.000 millones de euros en inversiones hipotecarias de origen subprime, así como también, en Inglaterra dos bancos *Victoria Mortgages* y el *Northern Rock*, que sufrieron las consecuencias de su exposición a las *hipotecas subprime*.

Otras entidades como el banco suizo *UBS*, y los estadounidenses *Merrill Lynch* y *Citigroup* que colocó más de USD 18.000 millones a cuentas incobrables ligadas a las *hipotecas subprime*; y los españoles *BBVA*, *Banco Sabadell* y *Popular* anunciaron pérdidas significativas, ligadas a su exposición a las *hipotecas subprime*, debiendo algunos de ellos, como el *Norther Rock*, ser intervenidos y nacionalizados por las autoridades públicas.

Como un hecho relevante y como consecuencia de las crisis hipotecaria subprime, fue la histórica caída bursátil del 21 de Enero del 2008, que arrastró a todas las bolsas del mundo, con la excepción de la *NYSE* que coincidentalmente estuvo cerrada por ser un día festivo dentro del calendario estadounidense.

Otro hecho relevante fue la adquisición del quinto banco de inversión *Bear Stearns* por parte de *JP Morgan*, lo cual, lejos de fortalecer y calmar el mercado, provocó la caída en un 90% de las acciones de dicha entidad, precisamente por la percepción del mercado de que al adquirir a *Bear Stearns*, *JP Morgan* asumía los riesgos contraídos por las *hipotecas subprime*.

La respuesta gubernamental se extendió en los principales países industrializados, y comprendió desde la rebaja de los tipos de interés, para incentivar el crecimiento económico, la inyección de capital de los Bancos Centrales en el mercado de divisas, hasta la nacionalización de los bancos insolventes, garantizando grandes porcentajes de los dineros de los depositantes.

En Julio del 2008 la FED se vio obligada a rescatar a las dos principales entidades hipotecarias estadounidenses, *Fannie Mae (Asociación Federal de Hipotecas Nacionales)* y a *Freddie Mac (Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios para la Vivienda)*, dichos rescates han sido considerados como los mayores de la historia en términos financieros, con una inyección de capital cercano a los USD 200.000 millones.

Hay que señalar que ya desde el año 2003, el Wall Street Journal Américas, titulaba: "Los problemas en la cúpula de un gigante hipotecario hacen temblar a Wall Street"<sup>53</sup>, así se evidenciaban los problemas en la gigante hipotecaria *Freddie Mac*, al ser sacudida su cúpula por problemas poco claros. Al ser esta entidad uno de los colosos dedicados a la compra de cartera hipotecaria para darle liquidez al mercado, se medía ya la incidencia de sus operaciones en el mercado bursátil y en la economía real en general.

Ya en esa fecha, y a pesar de los problemas descritos en *Freddie Mac*, los inversionistas de bonos seguían siendo optimistas, entidades como *Fidelity Mgmt.*, *Alliance Capital Mgmt.*, *Barclays Glo. Investors*, *Putnam Invest. Mgmt.*, *Goldman Sachs Asset*, *Pacific Fin'l Research*, *SSGA Funds Mgmt.* y *Oppenheimer Capital* se constituían en sus mayores inversionistas institucionales,<sup>54</sup> sin saber o sabiendo que la inversión en los títulos de la hipotecaria acarrearía un riesgo mayor, al otorgar préstamos subprime y comprar también precisamente títulos de *hipotecas subprime* otorgados por otras prestamistas de hipotecas.

Ya entre los años 2000 y 2003, el Gobernador del Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, Edward M. Gramlich, advirtió una y otra vez a Alan Greenspan, de los peligros y excesos de las *hipotecas subprime* y su titularización, y se estaba produciendo lo que él denominó un otorgamiento de "préstamos predatorios", originados por unas 75.000 entidades prestamistas, entre éstos, un mínimo de bancos y de cajas de ahorro, y una mayoría de corredores, uniones o cooperativas de créditos, compañías hipotecarias y prestamistas individuales, sometidos mínimamente y en pequeño porcentaje a la regulación.<sup>55</sup>

---

<sup>53</sup> The Wall Street Journal Americas, "Los problemas en la cúpula de un gigante hipotecario hacen temblar a Wall Street", en Diario El Comercio, Quito, 10 de Junio del 2003.

<sup>54</sup> The Wall Street Journal Americas, "Los problemas en la cúpula de un gigante hipotecario hacen temblar a Wall Street".

<sup>55</sup> Guillermo de la Dehesa, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI...* P. 141.

La crisis financiera del año 2008 es el cúlmen de una serie de acontecimientos que a decir de *Joseph Stiglitz* son “cinco las decisiones desastrosas que nos han llevado a este caos”<sup>56</sup>. La primera fue la decisión del ex Presidente Ronald Reagan de sustituir a Paul Volcker por Alan Greenspan al frente del Consejo de la Reserva Federal, un anti regulador, cuando una de sus tareas era precisamente regular los mercados financieros.

La segunda fue eliminar las murallas entre los bancos comerciales, que otorgan préstamos a hogares y empresas, y los bancos de inversión que colocan bonos y acciones de dichas empresas, se eliminó, por tanto, la *Ley Glass-Steagall* aprobada tras la Gran Depresión para evitar precisamente conflictos de interés entre los dos servicios bancarios. En definitiva se incentivó la mayor toma de riesgos con dinero de los clientes, sabiendo que debían invertirlo más conservadoramente, pero sabiendo también que en caso de pérdidas en activos de alto riesgo, serían rescatados.

Se añade a esta última decisión, la tomada por la *Securities and Exchange Commission (SEC)* de permitir en el año 2004, a los bancos de inversión aumentar su apalancamiento sobre su capital de 12 a 30 veces. La tercera fue la reducción de impuestos propuesta y ejecutada por el gobierno del Presidente George W. Bush, en los años 2001 y 2003, la misma que se implementó con la creencia de mejorar el crecimiento económico y la generación de empleo, sin embargo, lo único que logró fue favorecer directamente a los más ricos. La política de mejoramiento económico estaba destinada a la labor que cumpliría la Reserva Federal con sus bajas de los tipos de interés y con la inyección de liquidez al mercado o denominado también relajamiento cuantitativo.

No obstante, como se ha manifestado, las consecuencias de la política de Alan Greenspan, fue la creación de la burbuja de vivienda. Conforme el mismo *Stiglitz*, se cambiaron los valores de la sociedad, pues, mientras quienes trabajaban duro en la economía real para

---

<sup>56</sup>Guillermo de la Dehesa, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI...P.* 139.

ganar un sueldo eran gravados con altos impuestos, quien pedía un crédito para la adquisición de un inmueble o unas acciones, los intereses se desgravaban y las plusvalías tenían un impuesto menor y a largo plazo, provocando, por tanto, un exceso de petición de préstamos.

La cuarta fue la aprobación de la *Ley Sarbanes-Oxley*, como consecuencia de los escándalos de las empresas *WorldCom* y *Enron* que involucraban a las empresas auditoras. El sistema *stock options* era un sistema de remuneración que premiaba los buenos resultados y también cuando los mismos eran peores si se manipula hábilmente la contabilidad para obtener resultados superiores.

La quinta fue la política discriminatoria implementada por el gobierno federal de George W. Bush, al rescatar con fondos de los contribuyentes, a las entidades *Bearn Stearns*, *AIG*, *Fannie Mae* y *Freddy Mac*, salvándolos de las quiebras, y por tanto, a sus accionistas, y por otro, el no rescate al banco de inversión *Lehman Brothers*, con todas las consecuencias que ellas derivaron. Como dice el mismo *Stiglitz*, todas estas desastrosas decisiones se resumen en una sola: la creencia en que los mercados se *autoajustan o autorregulan*, y el papel mínimo que debe tener el Estado.

Se puede concluir en este apartado que la crisis financiera del año 2008, ha sido consecuencia de una serie de acontecimientos y decisiones nucleares, por un lado, la caída y baja de los precios de las viviendas en el mercado inmobiliarios estadounidense, aunado a la política federal de que cada familia tenga su vivienda, impulsando por tanto, el otorgamiento de créditos subprime; por otro, el traspaso u ocultamiento del riesgo, a través de las titularizaciones de dichos créditos subprime, y por extensión, los de vehículos y tarjetas de crédito y consumo en general, y posteriormente, la adquisición de los títulos respaldados con activos riesgosos subprime, amparados y avalados con altas calificaciones de crédito otorgadas inexplicablemente por las agencias calificadoras de riesgo internacionales.

## 2.2.2 EL COLAPSO DE LEHMAN BROTHERS HOLDINGS INC.

Con los antecedentes descritos sobre las *hipotecas subprime*, el colapso del cuarto mayor banco de inversión de EE.UU., *Lehman Brothers Holdings Inc.*, fue la consecuencia directa de una serie de acontecimientos que desencadenaron su caída y fue el detonante para la crisis financiera mundial del año 2008.

El 15 de Septiembre del 2008, *Lehman Brothers* se declaró en quiebra, a esa fecha gestionaba el valor de USD 46.000 millones en títulos respaldados por hipotecas, iniciando así el mayor proceso de bancarrota en la historia de EE.UU. La no intervención federal para rescatar al cuarto banco de inversión estadounidense, desató una debacle financiera a nivel mundial, y esa medida es cuestionada, en virtud del doble criterio que tuvo el gobierno estadounidense, al rescatar a otras entidades como *Bear Stearns*, *Merrill Lynch*, o las hipotecarias *Fannie Mae* y *Freddy Mac*.

El colapso de *Lehman Brothers* fundado en 1850, -el banco de inversión más antiguo de EE.UU.-, con unos ingresos de USD 59.003 millones al 2007 y unos beneficios de USD 6.013 millones al mismo año, y con una plantilla de más de 25.000 empleados, podría haberse considerado como, un banco de inversión demasiado grande como para haberlo dejado colapsar. Las *hipotecas subprime* lastimaron demasiado a *Lehman Brothers*, un banco tan grande que, era inevitable su interconexión con otras entidades financieras, que al declarar su bancarrota, provocó sencillamente un riesgo sistémico, y generó una terrible desconfianza en todos los mercados financieros, contribuyendo a la recesión económica mundial.

Como se ha manifestado en apartados anteriores, la subida de los tipos de interés, con la finalidad principal de controlar los excesos inflacionarios, condujo a que los prestamistas de créditos hipotecarios subprime, caigan en mora, lo cual, a su vez, provocó que los títulos respaldados por dichas hipotecas, pierdan su calidad crediticia y calificación de riesgo, inicialmente alta.

*Lehman Brothers* al poseer una cartera demasiado grande de estos títulos, de hecho era el mayor suscriptor de titularizaciones derivadas de hipotecas en EE.UU., acumuló enormes pérdidas, calculadas en USD 613.000 millones de dólares, al no lograr cubrir sus pérdidas, la entidad representada por *Richard Fuld Jr.*, emprendió una infatigable búsqueda de un banco que adquiriera a *Lehman Brothers*, con la esperanza de evitar el declararse en bancarrota, con este propósito dos fueron sus cortejos, uno al *Barclays PLC* y otra al *Bank of America Corp.*

Sin embargo, el Gobierno federal contradictoria e inexplicablemente, no le dio las garantías necesarias que pedían los posibles bancos adquirentes. Se pensaba que al haber rescatado a otros gigantes como *Fannie Mae* y *Freddy Mac*, o *AIG*, el Gobierno federal seguiría la misma línea, pero esta indefinición o decisión mal calculada u otra causa no necesariamente financiera ni política, provocó finalmente la debacle financiera a nivel mundial. Se habló y se argumenta incluso hasta hoy día, que contribuyó a la caída de *Lehman Brothers* los ataques especulativos mediante los CDS en manos de adversarios de este banco de inversión, que prefirieron su quiebra a una compra apalancada o un rescate con recursos de los contribuyentes, en virtud precisamente de las apuestas a la quiebra de *Lehman*.

No se cumplió la doctrina sobre los bancos *demasiado grandes para caer*, la misma que lo cataloga como un problema que existe y que acarrea un riesgo moral. *Allan Meltzer, Gary Stern y Ron J. Feldman (2004)*,<sup>57</sup> plantean que, bien porque desde el punto de vista económico, porque el coste de que caigan es inmenso y superior al coste de salvarlos, o desde el punto de vista político, la presión, se señala, es demasiado grande, lo cual implica la necesidad de encontrar una solución para que no vuelva a ocurrir, que implica una adecuada regulación que evite estas circunstancias que ponen en riesgo al mismo sistema financiero y comprometen los recursos de los contribuyentes.

---

<sup>57</sup> Guillermo de la Dehesa, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI...*

Es importante señalar que al declararse en quiebra una entidad de estas características, no solo que afecta a quienes mantuvieron una relación directa con dicho banco, sino que muy posiblemente arrastra al resto de entidades financieras a una situación límite muy peligrosa.

Estas circunstancias dice el mismo autor, hacen que un banco muy grande, sabiendo que siempre va a ser rescatado por el Estado, se incentive para aumentar su tamaño y para tomar mayores riesgos, se verifica así, un riesgo moral grande, en la que el banco grande siempre sale ganando, en definitiva si toma más riesgo aumenta los beneficios de sus accionistas, y si pierde por exceso de riesgo, sus pérdidas son asumidas por el Estado con dinero de los contribuyentes, es decir el capitalismo se aplica en las ganancias y las pérdidas son sociabilizadas entre quienes pagan los impuestos.

Esta doctrina en sí, fue aplicada con *Bearn Stearns*, *Fannie Mae*, *Freddy Mac* y *Merrill Lynch*, pero no en el caso de *Lehman Brothers*. Es posible que el factor político haya incidido decididamente, sencillamente porque, quien presidía el Departamento del Tesoro estadounidense en la época de la crisis financiera internacional, *Henry Paulson*, fue el antiguo presidente ejecutivo de un rival acérrimo de *Lehman Brothers*, *Goldman Sachs*.

A raíz de la crisis financiera, y como parte de su reforma del sistema financiero, el 21 de Julio de 2010, a través de la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, la erradicación del *too big to fail*,<sup>58</sup> el gobierno federal de Barack Obama, incluyó la propuesta de limitar el tamaño de los bancos estadounidenses, al decir en una conferencia de prensa: "El contribuyente estadounidense nunca volverá a estar a merced de un banco demasiado grande para caer".<sup>59</sup>

---

<sup>58</sup> Demasiado grande para caer, Ley Reformativa del Sistema Financiero estadounidense Dodd-Frank, aprobada por el Congreso estadounidense, como iniciativa para evitar una nueva crisis financiera como la ocurrida en el año 2008, la citada Ley, contempla un procedimiento especial de liquidación a entidades financieras que contraigan pérdidas descontroladas.

<sup>59</sup> The Wall Street Journal Americas, "La Casa Blanca propone limitar el tamaño de los bancos de EE.UU.", en Diario El Comercio, Quito, 22 de enero de 2010.

En las postrimerías de la quiebra, y tras fracasar un acuerdo con el banco británico *Barclays PLC*, en parte por la negativa del gobierno federal de conceder las garantías necesarias, el presidente ejecutivo de *Lehman Brothers Holdings Inc.*, *Richard Fuld Jr.*, intentó acudir a un único salvador, el domingo 14 de septiembre del 2008, llamó al entonces presidente de la junta de *Bank of America Corp.*, *Keneth D. Lewis*, quien también había manifestado dos días antes que no podría cerrar un acuerdo sin la ayuda del gobierno federal.

La pérdida de *Lehman* en el tercer trimestre del 2008 bordeó los USD 4.000 millones, su banco de compensación *J.P. Morgan* exigía USD 5.000 millones adicionales de colateral, *Lehman* intentó recaudar capital de un banco coreano, situación que no se concretó, ante estas circunstancias, las agencias calificadoras de riesgo advirtieron que si *Lehman* no levantaba capital durante el fin de semana, se vería afectado por una posible rebaja en su calificación, obligándole a presentar más garantías para sus préstamos, elevando el costo del financiamiento.<sup>60</sup> *Lehman* también anunció la escisión de sus activos inmobiliarios comerciales y la venta de una unidad clave, con la finalidad de compensar y limitar las pérdidas ocasionadas por los títulos respaldados por *hipotecas subprime*.

El presidente de la FED, *Bern Bernanke*, junto a *Timothy Geithner*, presidente de la FED en Nueva York, *Henry Paulson*, Secretario del Tesoro, *Cristopher Cox*, Presidente de la Comisión de Bolsa y Valores de EE.UU (SEC) junto a los presidentes ejecutivos *John Mack* de *Morgan Stanley*, *John Thain* de *Merrill Lynch*, *Lloyd Blankfein* de *Goldman Sachs*, y *Greg Curl* jefe negociador de *Bank of America Corp.*, en la tarde del viernes 12 de septiembre del 2008 se reunieron para tratar el tema de *Lehman Brothers*, señalando las autoridades que el gobierno federal no rescataría al atribulado banco, y que era competencia de los jefes de Wall Street, el arreglar el desastre, en caso de que existiera esa posibilidad.

---

<sup>60</sup> The Wall Street Journal Americas, "Los tres días en que murió Wall Street", en Diario El Comercio, Quito, 2 de enero del 2009.

Mientras *Richard Fuld Jr.* Intentaba cortejar sin éxito a *Bank of America Corp.* para llegar a un acuerdo de adquisición, *John Thain*, presidente ejecutivo de *Merrill Lynch* lo hacía también en forma secreta con el mismo banco. En la citada reunión las autoridades gubernamentales dividieron en tres grupos a los asistentes, el primer grupo debatiría las consecuencias de la quiebra de *Lehman*, el segundo, evaluó las inversiones inmobiliarias que tenía en su cartera, y el tercero analizaría un eventual rescate por parte del propio sector.

Finalmente, se concretó la adquisición de *Merrill Lynch*, por parte de *Bank of America Corp.* por un valor de USD 29,00 por acción, operación que se selló a las ocho de la noche del 14 de septiembre del 2008, acuerdo que posteriormente y por las insospechadas pérdidas de *Merrill Lynch*, que a diciembre del 2008 bordeaba los USD 21.000 millones antes de impuestos, o USD 15.310 millones netos, estuvo a punto de cancelarse, de no mediar la presión ejercida por el gobierno federal y el acuerdo de proveerle de USD 20.000 millones en ayuda adicional a los USD 25.000 millones iniciales y asegurar pérdidas sobre los USD 118.000 millones en activos en problemas.

Por otro lado, *Lehman* no pudo concretar la venta a *Barclays*, por cuanto, la junta de accionistas de esta entidad no podía reunirse en día domingo, además, la junta requería que le gobierno estadounidense o británico respaldara la operación, hasta que se realizara la votación, sin perjuicio de que el banco británico quería además desprenderse de USD 52.000 millones de activos problemáticos de *Lehman*, sin embargo, de todas formas, tal respaldo nunca llegó a concretarse.

El acuerdo entre *Merrill Lynch* y *Bank of America Corp.*, también estuvo en el ojo del escrutinio, al comprobarse que en diciembre del 2008, *John Thain* distribuyó entre sus allegados bonificaciones por el valor de USD 3.690 millones, pese a las enormes pérdidas de *Merrill Lynch*, calculadas en USD 13.300 millones en octubre y noviembre del 2008, asumidas contablemente por *Bank of America*, en virtud de su adquisición, lo cual provocó la indignación en la cúpula de

esta entidad y entre los contribuyentes estadounidenses, esta acción, supuso además, el despido de *Thain*, como un capítulo más de la debacle financiera y remezón de cimientos que sufrió Wall Street.

En definitiva, la caída de *Lehman Brothers Holdings Inc.* desató la explosión de la crisis financiera del año 2008, como consecuencia directa de la crisis de las *hipotecas subprime* y el estallido de la burbuja inmobiliaria estadounidense, se creó el pánico en los mercados financieros, los acreedores de corto plazo se negaron a seguir financiando a los bancos, dejándolos al borde del colapso.

Como respuesta, los gobiernos de los principales países occidentales, con EE.UU. a la cabeza, optaron por iniciar programas de inyección de capital a sus bancos, con el propósito de que siga fluyendo capital a la economía mundial. Sin embargo los mercados crediticios privados dejaron de financiar a las empresas y se concentraron en adquirir las enormes emisiones deuda pública, cerrando el grifo de capital a los propios bancos, a las empresas y en general a los créditos de consumo, provocando lógicamente una desaceleración del crecimiento de la economía real, y provocando el aumento en el desempleo.

En definitiva, la intención inicial de inyectar capital a los bancos con fondos públicos, como por ejemplo, el denominado *Programa de Alivio de Activos en Problemas o TARP* por sus siglas en inglés, no logró que el capital fluya directamente a los consumidores en general. De hecho, bajo el *TARP*, el gobierno federal inyectó USD 25.000 millones a *J.P. Morgan Chase*, USD 10.000 millones a *Goldman Sachs* y *Morgan Stanley* cada uno, USD 6.600 millones a *U.S. Bancorp*, entre otros, fondos que permitieron apuntalar a un sector bancario que de acuerdo con la proyección de la FED, tuvo pérdidas que alcanzarían los USD 599.000 millones hasta el 2010. El gobierno federal aprobó en total el valor de USD 700.000 millones como paquete de rescate a la economía estadounidense.

Como consecuencia de la crisis financiera desatada, el gobierno federal inició un ambicioso programa de regulación del sistema financiero, precisamente uno de los cuestionamientos y causas de la crisis, fue la falta de regulación del mercado financiero. Entre las medidas que tomó el gobierno federal fue evaluar la creación de una especie de banco tóxico, alimentado con fondos del TARP, del sector privado y de la Reserva Federal hasta por USD 2 billones, encargado de comprar todos aquellos activos tóxicos relacionados con títulos respaldados por *hipotecas subprime* incobrables. Parte de la financiación que lograría este “banco agregador” sería levantando recursos mediante la venta de deuda respaldada por el gobierno federal u obtener financiamiento de Reserva Federal.

Otras medidas incluyeron la restricción de las remuneraciones de los ejecutivos de la banca, a un tope establecido por el gobierno federal, sin duda, uno de los puntos neurálgicos y más llamativos de las consecuencias de la crisis financiera. Se cuestionó así, esta limitación como un obstáculo para mantener o encontrar talentos dentro de la industria financiera. Las exigencias a la banca pasaron también por pruebas de resistencia para determinar cuánto capital requerían los bancos ante eventuales circunstancias críticas que les permita cubrir eventuales pérdidas, conforme los lineamientos de Basilea III<sup>61</sup>. El seguro contra pérdidas también fue otro de los instrumentos implementados dentro del paquete de rescate financiero, ejecutados por la *Corporación de Seguros de Depósitos (FDIC por sus siglas en inglés)*.

En definitiva el programa de rescate federal incluyó una gama de inyección de capital, de compra de activos tóxicos, para estabilizar a los bancos; financiamiento para préstamos titularizados empaquetados con calificaciones “AAA” utilizando financiación atractiva de la FED; y modificaciones a préstamos hipotecarios, con la finalidad de detener la espiral de ejecuciones

---

<sup>61</sup> El 12 de septiembre del 2010, los supervisores bancarios reunidos en la sede del Banco de Pagos Internacionales, en Basilea, Suiza, establecieron el nuevo acuerdo sobre las reglas de capital de los bancos, con la finalidad de reducir el riesgo y prevenir una nueva crisis financiera. El acuerdo determina que los grandes bancos con una activa presencia internacional deberán mantener en reserva, recursos propios equivalentes a por lo menos 7% de sus activos, con un plazo de implementación hasta el 2013 para llegar al 3.5% de sus activos, 4% en el 2014 y 4,5% en el 2015. El porcentaje adicional del 2.5% se pondrá en marcha a partir del 1 de enero de 2019.

hipotecarias y el descenso de los precios de los bienes inmuebles, medidas que no obstante, fueron criticadas por su falta de detalle, provocó una áspera reacción del mercado.<sup>62</sup>

Al haberse acogido al Capítulo 11 de la Ley de Bancarrotas, el 15 de Septiembre del 2008, *Lehman* inició una nueva fase en su dilatada historia de 158 años, una que tendría como meta, la liquidación final del famoso y antiguo banco de inversión, que pudo sobrevivir a dos guerras mundiales, pero no, a la crisis de las *hipotecas subprime* y sus titularizaciones. Como parte del proceso de bancarrota, *Barclays PLC*, principal pretendiente de la fallida negociación que llevó a cabo, su antiguo CEO, *Richard Fuld Jr.*, adquirió los negocios estadounidenses de la banca de inversión y el segmento de mercado de capitales del atribulado banco, así como la sede central en Nueva York. La otra guinda del pastel, los negocios en Asia – Pacífico, se la llevó el banco de inversión japonés, *Nomura Holdings Inc.*

Justamente luego del largo proceso de restructuración de bancarrota, que fue aprobado por el Juez del Tribunal de Bancarrota de Nueva York, *Janes Peck*, que aceptó el plan de liquidación por USD 65.000 millones, el Presidente y Delegado del Consejo de Administración de *Lehman Brothers*, *John Suckow* declaró el 6 de marzo del 2012, que el banco de inversión salía del Capítulo 11 de la Ley de Bancarrota, y entraba ya en el proceso final de liquidación para el pago a sus acreedores a partir del 17 de abril del mismo año. Dentro de este proceso, fueron resueltos innumerables juicios y siguen pendientes otros litigios, se busca producir los activos con que cuenta todavía el banco, con la finalidad de satisfacer a sus acreedores, así como dar cumplimiento a los pagos en general, conforme el plan aprobado judicialmente.

En total *Lehman Brothers*, fue objeto de más de 65.000 demandas por un valor de USD 875.000 millones en reclamaciones propuestas por inversionistas perjudicados. El banco también fue objeto de una investigación propuesta por un tribunal, el cual estableció que sus balances

---

<sup>62</sup> The Wall Street Journal Americas, "La falta de detalles arruina la recepción del plan de rescate bancario en EEUU.", en El Comercio, Quito, 11 de febrero de 2009.

fueron maquillados, con objeto de ocultar su real situación financiera a inversionistas, reguladores y agencias de calificación.<sup>63</sup>

Precisamente, en este aspecto, el Fiscal General de Nueva York, *Andrew Cuomo*, entabló el martes 21 de diciembre del 2010, una demanda civil contra *Ernst & Young* por fraude, la acusación establece que la firma contable ayudó al banco de inversión *Lehman Brothers* a ocultar a los inversionistas su precaria situación financiera durante siete años antes de su colapso.

*Ernst & Young* estaba al tanto, apoyó y asesoró a *Lehman* sobre sus transacciones conocidas como *Repo 105*, consistente en una maniobra contable en las que se calificó como ventas lo que realmente era deuda de corto plazo, operación realizada, con el propósito de parecer menos riesgosa la firma, dicha maniobra constituyó un masivo fraude contable.<sup>64</sup>

Con esta maniobra, *Lehman* para reducir su balance contable, transfirió hasta un total de USD 50.000 millones de activos de su balance a bancos extranjeros en períodos clave de divulgación de estados financieros, con la promesa de recomprar los valores a un precio con prima días después, con ese dinero en efectivo, *Lehman* cancelaba otras deudas, reduciendo su apalancamiento y aparentando una mejor situación de la que realmente tenía.<sup>65</sup>

### 2.2.3 EL RESCATE FEDERAL A AIG

La crisis de las *hipotecas subprime*, afectó extensamente a *American International Group Inc. (AIG)*, gigantesca organización internacional de seguros, con empresas, filiales y sucursales, con negocios que incluyen seguros de vida, accidentes, enfermedad, sistemas privados de

---

<sup>63</sup> *Lehman Brothers sale de la quiebra*, El Mundo, en <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/03/06/economia/1331052217.html>

<sup>64</sup> The Wall Street Journal Americas, "*Demandan a Ernst & Young por las cuentas de Lehman Brothers*", en Diario El Comercio, Quito, 22 de diciembre de 2010.

<sup>65</sup> The Wall Street Journal Americas, "*Demandan a Ernst & Young por las cuentas de Lehman Brothers*", en Diario El Comercio.

pensiones, coberturas de riesgo crediticio, gestión de patrimonios, fondos de inversión, entre otros, con un alcance global y ramificaciones en todo el mundo.

AIG fue una de las principales instituciones financieras que utilizó los *Credit Default Swap*, como cobertura de riesgo, y en esencia vendió estas permutas de incumplimiento crediticio sobre miles de millones de dólares de deuda respaldados por toda clase de instrumentos, como: créditos hipotecarios de alto riesgo o subprime en su mayor parte, préstamos a compañías, a préstamos automotrices y de tarjetas de crédito.

Como se verá más adelante, AIG a cambio de una prima determinada, proporcionó a sus clientes la cobertura de riesgo de valores de deuda, en virtud del cual, si éstos caían en cesación de pagos, AIG asumía el pago de los mismos, es decir, compensaría a los tenedores de los títulos el impago de sus deudores.

Lo que inicialmente era un negocio lucrativo con altas ganancias, se volvió posteriormente en un torrente de pérdidas acumulándose trimestre tras trimestre, principalmente porque AIG no previó los riesgos inherentes a las coberturas de riesgo que vendían por miles de millones. Estos seguros como actividad "monoline"<sup>66</sup>, exponían a AIG a tres situaciones en las que se veía obligada a pagar a los titulares de las coberturas:

La primera cuando los valores de deuda cubiertos, caen en cesación de pagos, la segunda cuando los activos asegurados disminuyen de valor, y finalmente, si la calificación de riesgo tanto del título, como de la propia AIG se ve afectada por una rebaja. Estas situaciones son las que se denominan como sucesos o eventos de crédito, que en forma general y que será tratada detalladamente más adelante, son: la quiebra de la entidad de referencia, el impago o incumplimiento del pago, y otras distintas al mismo, vencimiento anticipado de obligaciones, repudio y restructuración. Parecería que AIG otorgó coberturas para todos estos sucesos, no habiendo, por tanto, medido debidamente el riesgo de los mismos.

---

<sup>66</sup> Ver páginas 12 y 16 referente al apartado de Definiciones.

En consideración a estos sucesos de crédito, *AIG* se vio obligada a incluir en su contabilidad los *Credit Default Swap* sobre la base de precios actuales valorados por el mercado, en virtud de lo cual, si los mismos caían, *AIG* debía asumir esas rebajas contables, asumiendo así, las pérdidas que estas le ocasionarían, incluso por pagos de garantías a las contrapartes.

*AIG* contaba con modelos de evaluación de riesgos para determinar las probabilidades de cesación de pagos de las coberturas de los *Credit Default Swaps*, sin embargo, estos modelos no contemplaban efectivamente todas las probabilidades, especialmente lo relacionado a las *hipotecas subprime*, criterio que fue determinado a inicios del 2008, por su auditor externo, la empresa *PricewaterhouseCoopers*, lo cual provocó la pérdida de valor de las acciones de la compañía en la Bolsa de Nueva York.

*AIG* contó con la asesoría del profesor de finanzas *Gary Gorton*, quien diseñó precisamente los modelos utilizados por *AIG* para evaluar el riesgo de más de USD 400.000 millones en CDS y determinar cuáles de estos instrumentos eran confiables y cuales no, sin embargo, la aseguradora no anticipó cómo las fuerzas del mercado y los términos de los contratos de CDS, que no estaban contemplados en los modelos concebidos, convertirían en cuantiosos pasivos a estos instrumentos en el corto plazo.<sup>67</sup>

Sin embargo, ya desde agosto del 2007, se registraron ya, las pérdidas contables, con dificultades para levantar capital, y con la consecuente devaluación de sus acciones en las bolsas, como ya se ha manifestado. Sus pérdidas superaron en el último trimestre de ese año, el valor de USD 5.290 millones, motivada por la provisión de USD 11.120 millones por pérdidas de valor de los contratos de permutas de incumplimiento crediticio, estas pérdidas, provocaron ya

---

<sup>67</sup> The Wall Street Journal Americas, "El fracaso de un modelo matemático de riesgo estuvo detrás de la debacle de *AIG*." en Diario El Comercio, Quito, 5 de noviembre de 2008.

en marzo del 2008, las acciones de AIG caigan un 7,5% en la NYSE, la peor desde 1919 año de su fundación, con una reducción de sus beneficios netos en el 2007 de un 56%.<sup>68</sup>

AIG se vio así, obligada a colocar unos USD 50.000 millones en garantías para sus socios, principalmente, con el propósito de compensar las desvalorizaciones de los instrumentos financieros que aseguró con los CDS, manteniendo de esta forma, una constante hemorragia de capital del coloso de seguros para cubrir estos instrumentos, sin que como contraparte, AIG se haya protegido adecuadamente, a través de otras coberturas.

En consecuencia, ante el grave riesgo de colapso sistémico financiero de EE.UU. y del mundo, por la influencia de AIG en la mayor parte del mercado financiero, la Reserva Federal de EE.UU. (FED), se vio obligada el 17 de septiembre del 2008, dos días después del colapso y declaración de quiebra de *Lehman Brothers Holdings Inc.*, a inyectar USD 83.500 millones en AIG, nacionalizando prácticamente a la aseguradora, al poseer el 80% de sus acciones.

La nacionalización de AIG sociabiliza las pérdidas de la aseguradora, operación justificada, en consideración al tamaño del conglomerado asegurador y a su alcance global, habiéndose aplicado la doctrina de no dejar caer un banco o en este caso, una aseguradora demasiado grande, por los riesgos implícitos de afectación a las demás entidades financieras y al sistema financiero en sí, criterio que como se ha señalado no fue aplicado en el caso de *Lehman Brothers*, un caso más justificado incluso.

El grave problema, como ya se ha indicado, fue que los activos cubiertos siguieron cayendo en su valoración, lo cual, implicó que AIG siga pagando las compensaciones a los titulares de los CDS, provocando rebajas contables enormes y perdiendo así, el valor de sus acciones en el mercado bursátil. La exposición de AIG a las pérdidas de impagos de créditos hipotecarios fue colosal, asumiendo los pagos por concepto de las coberturas brindadas a través

---

<sup>68</sup> Sandro Pozzi, *La aseguradora AIG sufre pérdidas históricas por la crisis hipotecaria*, Diario El País, en [http://elpais.com/diario/2008/03/01/economia/1204326007\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2008/03/01/economia/1204326007_850215.html)

de los CDS que vendió, sin embargo, como parte de las acciones emprendidas para reducir dichas pérdidas, *AIG* demandó a *Bank of America Corp.*, con la intención de recuperar USD 10.000 millones que perdió en inversiones hipotecarias, dicha demanda señala la existencia de un fraude masivo por parte del banco y dos de sus unidades que fueran adquiridas, *Merrill Lynch* y *Countrywide*, quienes agruparon en paquete valores respaldados por "cientos de miles de hipotecas defectuosas".<sup>69</sup>

La demanda de *AIG* señaló que *Bank of America Corp.* y sus filiales, inflaron la demanda de vivienda, distorsionaron los ingresos de los solicitantes de créditos hipotecarios, ignoraron las advertencias internas de las suscripciones de mala calidad, seleccionando las hipotecas de más alto riesgo para garantizarlas con los CDS. En definitiva el rescate de *AIG* por parte del gobierno federal estadounidense, fue el mal menor de un posible descalabro del sistema financiero mundial, más allá de las causas intrínsecas que provocaron la crisis financiera del año 2008.

Finalmente mencionar en este apartado, que las consecuencias de la crisis financiera del 2008 de las *hipotecas subprime*, aún las podemos medir directamente, al haberse determinado un acuerdo de *Bank of America*, para concluir la acusación del Departamento de Justicia de Estados Unidos de que la entidad engañó a inversionistas al venderles paquetes de hipotecas de riesgo en la antesala de la crisis financiera de 2008, por ese acuerdo, *Bank of America* pagaría entre 16.000 y 17.000 millones de dólares para resolver dicho litigio, lo que supondría el acuerdo más elevado con un banco en EEUU. Como antecedente, también por las mismas motivaciones de las *hipotecas subprime*, *JP Morgan Chase*, acordó con el Departamento de Justicia a finales del 2013, una multa de 13.000 millones de dólares.<sup>70</sup>

---

<sup>69</sup> Eric Holm, *AIG demanda a Bank of America por hipotecas*, The Wall Street Journal Americas, en <http://online.wsj.com/article/SB10001424053111904140604576496200370898670.html>

<sup>70</sup> El País, Joan Faus, *EE UU ultima con Bank of America la mayor sanción por las 'subprime'* en [http://economia.elpais.com/economia/2014/08/07/actualidad/1407426560\\_707737.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/08/07/actualidad/1407426560_707737.html)

## 2.2.4 LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EUROPEA

La crisis de la deuda soberana europea o más específicamente, de la Eurozona, afectó a los dieciséis estados que conforman la Unión Europea, que tiene el euro como moneda única de curso legal. Esta crisis se ha caracterizado por una falta de confianza sin precedentes en los mercados financieros, en la salud de las finanzas públicas de dichos países, en una caída del valor cambiario del euro, rebajas en las calificaciones de los distintos países, creando como consecuencia, incertidumbre en los mercados de deuda, bursátil y en general, ha provocado inestabilidad en toda la economía mundial y finalmente la crisis ha revertido el proceso de integración financiera de Europa.

Una de las consecuencias de la crisis financiera del año 2008, fue la enorme cantidad de dinero de los contribuyentes que fue inyectada en el sistema financiero, por los distintos gobiernos, con la finalidad de apuntalar a las entidades financieras y darles el efectivo necesario para que fluya al mercado, dándole confianza e impulsando la economía mundial.

Sin embargo, los intentos apurados o mal concebidos de los gobiernos de diversos países, por revivir sus economías alicaídas y rescatar a bancos en apuros, afectaron negativamente las finanzas de los gobiernos de todo el mundo, repercutiendo negativamente en sus calificaciones de riesgo. Ya en el segundo semestre del año 2009, los analistas advertían de los elevados niveles de endeudamiento de algunos países, desde la Segunda Guerra Mundial. La relación deuda/Producto Interno Bruto (PIB) de EEUU se previó que aumente de 44% en el 2007 al 77% en el 2013; la de Japón, de 110% a 120%; y la de Italia, de 102% a 116%.<sup>71</sup>

Gobiernos como EEUU y el Reino Unido aumentaron su venta de bonos soberanos, con la intención de revitalizar sus economías, pero con el riesgo de que el crecimiento esperado sea débil, sumidas en enorme cantidad de deuda, con gastos gubernamentales excesivos y con

---

<sup>71</sup> The Wall Street Journal Americas, "Una advertencia de S&P al Reino Unido crea temores sobre la deuda de varios países", en Diario El Comercio, Quito, 22 de mayo de 2009.

dificultades en controlar su inflación. Como consecuencia de esta desmesurada elevación de la deuda gubernamental, las calificadoras de riesgo degradan las calificaciones de los bonos soberanos de los países afectados, y disparan automáticamente, la desconfianza y nerviosismo en los mercados financieros, que traducidos a números reales, elevan el valor de las primas de los CDS o seguros contra cesación de pagos.

A modo de ejemplo, y tomando como referencia el mismo segundo trimestre del año 2009, el seguro sobre la deuda del Reino Unido, se ubicó en USD 72.000 para cada USD 10 millones asegurados, en contraste, en la misma fecha, el seguro sobre la deuda de EE.UU. se ubicó en USD 37.500, el de Alemania USD 34.000, y el de Francia USD 36.500.<sup>72</sup>

La crisis de deuda soberana europea, inició con rumores sobre el nivel de deuda de Grecia y el riesgo de cesación de pagos de sus bonos soberanos, el gobierno griego maquilló las cifras relacionadas al déficit presupuestario como porcentaje en relación con el PIB, incidiendo también la pesada carga de corrupción en el país heleno. El déficit presupuestario en el 2009 se estableció en el 12,5% en lugar del 3,7% anunciado el gobierno precedente, y el endeudamiento llegó al 113,4% en el mismo año, niveles superiores a los límites del 3% y del 60% fijados en el *Pacto de Estabilidad y Crecimiento* de los miembros de la Unión Europea. Como consecuencia del nerviosismo del mercado, los inversionistas en las subastas de los bonos griegos, exigieron tasas mucho más altas, para prestar dinero a Grecia.

Las principales agencias de calificación de riesgo, como *Standard & Poor's Rating Services*, *Fitch Ratings* y *Moody's Investors Service*, el 8 de diciembre del 2009 rebajaron las calificaciones de la deuda soberana griega de "A-" a "BBB+", las dos primeras y de "A1" a "A2" la segunda, hasta llegar a rebajarla a bonos basura.

A partir de la crisis de deuda griega, los demás países de la eurozona fueron afectados, básicamente, por mantener al euro como moneda de curso legal. Países, como Portugal,

---

<sup>72</sup>The Wall Street Journal Americas, "Una advertencia de S&P al Reino Unido crea temores sobre la deuda...".

España, Italia o Irlanda, se vieron en el ojo del huracán, al ser propensos a contaminarse con la crisis de deuda griega. También, a raíz de esta crisis de deuda, se ha discutido la esencia misma de la Unión Europea, se ha cuestionado incluso la vigencia misma del euro como moneda única del bloque europeo. Se ha manifestado que no se podía crear una unión monetaria, sin que a la par exista una unión fiscal y política. Sin una adecuada disciplina fiscal, que es lo que menos hubo, en el caso específico de Grecia, - déficit presupuestario del 12,5% -, es imposible mantener estable al euro. Incluso se ha criticado, la existencia de dos bloques de países en la misma Unión, por un lado, el conformado por Alemania y Francia, como países disciplinados fiscalmente, y por otra, las países periféricos, como Grecia, Italia, España, Irlanda, que no han mantenido políticas fiscales consistentes.

Entre otras causas de la crisis de deuda soberana europea, a más del alto porcentaje de deuda en relación con el PIB, y la inyección de recursos públicos en las instituciones financieras, como parte del rescate a raíz de la crisis financiera del año 2008, están los desequilibrios del comercio internacional, el acceso a préstamos con bajas tasas de interés, la extensa globalización de las finanzas internacionales, la falta de crecimiento de la economía y también como una causa desestabilizadora y apremiante, la alta especulación de hedge funds y otros inversionistas institucionales e individuales.

En efecto, las apuestas han incidido en los altos rendimientos exigidos en los bonos soberanos griegos y han provocado la caída del euro, pero no solamente ha sido realizado por estos fondos de cobertura, sino también de gestores de activos, tesoreros de empresas y banqueros tradicionales, que lo hicieron más como medida de protección, que de obtención de ganancias.<sup>73</sup>

---

<sup>73</sup> The Wall Street Journal Americas, *"Apuestas defensivas de empresas y gestores intensificaron crisis de Grecia."*, en Diario El Comercio, Quito, 9 de abril de 2010.

Empresas como *Coca-Cola Co.* y *Dole Food Co.*, realizaron apuestas, mediante contratos a futuros, u opciones de venta, al debilitamiento del euro para proteger el valor en dólares de los euros que ganan en el exterior. De igual forma, gestores de activos vendieron bonos griegos y los bancos compraron seguros contra cesación de pagos o CDS para proteger los bonos de su cartera.<sup>74</sup>

La especulación financiera juega un papel trascendental en la crisis de deuda soberana europea, y especialmente ha sido instrumentada, a través de los CDS o seguros contra cesación de pagos, o mediante ataques al euro del país con dificultades financieras, circunstancia que más adelante trataremos en más detalle.

Las medidas que tomó la Unión Europea fueron: la aprobación de una línea de crédito de USD 110.000 millones, con la participación de USD 80.000 millones la Unión Europea y USD 30.000 millones el FMI. Otra medida que tomó el bloque, fue la creación del *Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)* destinado a mantener la estabilidad financiera de Europa, con capacidad de emitir bonos u otros instrumentos de deuda, respaldados por garantías otorgadas por los estados miembros en proporción a su participación en el capital del Banco Central Europeo.

El monto total del FEEF es de 750.000 millones de euros, distribuido en 440.000 millones de euros aportado por los estados miembros de la Unión Europea, 60.000 millones de euros del *Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF)* otro instrumento aprobado para minimizar la crisis y hasta 250.000 millones de euros provenientes del FMI. El MEEF fue creado por la Unión Europea, como un programa de financiación de emergencia financiado en fondos levantados en los mercados financieros, garantizados por la Comisión Europea, teniendo como colateral el propio Presupuesto de la Unión Europea. Como se ha indicado, el MEEF dispone de 60.000 millones de euros.

---

<sup>74</sup> The Wall Street Journal Americas, "Apuestas defensivas de empresas y gestores intensificaron crisis de Grecia."

En julio del 2011, los líderes de la zona euro, acordaron otorgar más de 100.000 millones de euros o su equivalente de USD 144.000 millones en un nuevo financiamiento a Grecia, como parte de nuevas medidas para contener la crisis de deuda europea. A cambio de este acuerdo, los acreedores del sector privado de Grecia aceptaron un canje de bonos, que habría disparado la primera cesación de pagos, con lo cual, se ejecutarían los seguros contra cesación de pagos o CDS, este tema será analizado adelante en más detalle.

La crisis también se desarrolló en forma vertiginosa, sin perjuicio de las medidas que tomó la Unión Europea, principalmente la crisis de Grecia infectó los bancos poseedores de bonos griegos, portugueses, españoles, irlandeses, y otras economías con mayor riesgo de declararse en cesación de pagos. En medio de la desconfianza generalizada de los inversionistas, la preocupación se tradujo en temores de cuánta deuda de los citados países estaría en manos de los bancos locales, se evidenció entonces, una grave crisis de confianza del sistema financiero, encareciendo la financiación entre los bancos, a pesar de las medidas que tomó el bloque, especialmente con la inyección de capital generada por el Banco Central Europeo, a través de sus compras de bonos soberanos, y de préstamos a los bancos y mediante las garantías dadas a los bonos griegos, que permitieron que su credibilidad se haya mantenido a pesar de todo, en la crisis griega.

Por ejemplo, los bancos franceses, *Credit Agricole*, *BNP Paribas* o *Société Générale*, mantuvieron posiciones considerables en economías en problemas, como la griega, portuguesa o española, que los obligó a realizar provisiones importantes para cubrir posibles pérdidas, con el temor de ser rebajados en sus calificaciones de crédito.<sup>75</sup>

Esta desconfianza se midió en el aumento de los precios de los CDS soberanos, cuya volatilidad, se convirtió en un verdadero índice de confianza en el mercado financiero. Sus

---

<sup>75</sup> The Wall Street Journal Americas, "La crisis griega causa estragos en los balances de los bancos europeos.", en Diario El Comercio, Quito, 23 de junio del 2010.

fluctuaciones sirvieron para medir el grado de nerviosismo de los inversionistas, y en consecuencia, el precio para asegurar deuda soberana se volvió más costoso. Por ejemplo, el costo de asegurar el valor de USD 10 millones de deuda griega por cinco años en el año 2007, era de USD 7.000 al año, a inicios de noviembre del 2010, ese costo subió más de USD 851.000<sup>76</sup>, aumentado en seis puntos porcentuales su diferencial con los bonos alemanes.

Otra consecuencia de la crisis de deuda europea, fue el aumento del rendimiento de los bonos de los países periféricos, como Italia, España, Portugal, exigido por los inversionistas, en las subastas de bonos emitidos por estos países a 10 años, llegando incluso en abril del 2010 a niveles insostenibles mayores al 10% como en el caso griego, ampliándose así el diferencial o *spread* con los bonos alemanes en 8,47 puntos<sup>77</sup>, barómetro de la confianza de los inversionistas, considerando además que, a esa misma fecha, la deuda griega alcanzaba los 300.000 millones de euros equivalente al 113% de su PIB, porcentaje ampliamente superior al límite del 60% autoimpuesto por la zona euro.<sup>78</sup>

Se ha cuestionado que el mercado de bonos de Grecia calculado en unos USD 350.000 millones es muy pequeño<sup>79</sup>, y que si su incidencia en el mercado financiero fue determinante o sobredimensionada, al respecto podemos decir, que en consideración a las condiciones en las cuales se ha desarrollado esta crisis de deuda soberana, y por la condición de Grecia como país miembro de la Eurozona, con el euro como moneda de curso legal, su incidencia si bien es cierto, no fue determinante, sin embargo, si esta crisis no hubiera sido aplacada con las medidas adecuadas, pudo ser el punto de inflexión de una mayor crisis financiera mundial.

---

<sup>76</sup> The Wall Street Journal Americas, "Regresan los temores frente a los problemas de la deuda soberana en Europa.", en Diario El Comercio, Quito, 3 de Noviembre de 2010.

<sup>77</sup> The Wall Street Journal Americas, "Regresan los temores frente a los problemas de la deuda soberana en Europa.".

<sup>78</sup> The Wall Street Journal Americas, "La deuda griega vuelve a poner a los mercados con los nervios de punta", en Diario El Comercio, Quito, 7 de abril de 2010.

<sup>79</sup> The Wall Street Journal Americas, "¿Una tragedia griega o una tempestad en un vaso de agua?", en Diario El Comercio, Quito, 8 de febrero de 2010.

Respecto a la *quita de deuda* de bonos soberanos griegos, de 350.000 millones de euros, de los cuales, 206.000 millones estuvieron en manos privadas y 144.000 millones en manos de organismos o instituciones públicas, de los cuales, a su vez, 177.000 millones eran bonos sometidos a la Ley griega y los restantes 29.000 millones estaban sometidos a leyes internacionales, voluntariamente aceptaron un total de 85,8% de la deuda, el resto se sometió forzosamente a las cláusulas de acción colectiva o CAC, obligándose al canje de la deuda.

Precisamente este tema será analizado más adelante, para determinar si la *quita de la deuda* griega tuvo verdaderamente el carácter de voluntario, y si la activación de las CAC, constituyeron eventos de crédito que activaron a su vez, a los seguros contra cesación de pagos o CDS, determinación que la realizó el ISDA como ente regulador. Por tanto, existieron dudas razonables en los mercados financieros, incluso respecto a cuán tan robustas fueron las medidas tomadas por el bloque económico, y más aún, que tan uniforme fue la política de la Unión Europea, considerando como se ha manifestado, la polarización de posiciones entre Alemania por un lado, seguido de cerca por Francia, y el resto de países periféricos.

Los costos de endeudamiento de los países más débiles de la Unión Europea, subieron, en consideración de los temores de que las restructuraciones de deuda pudieran significar pérdidas para los inversionistas. Incluso acuerdos ya alcanzados, como la *quita de los bonos* griegos, y los paquetes de rescate entregados a este país, fueron puestos en duda, por las posteriores elecciones griegas, circunstancias que hicieron barajar entre los diversos escenarios.

En contraste y como una consecuencia de esta crisis de deuda soberana europea, los costos de seguros contra cesación de pagos o CDS por cinco años contra un *default* de bonos de países como Brasil o México, fueron considerablemente menores a los de España o Portugal a modo de ejemplo. Se cuestionó también, las calificaciones soberanas emitidas por las principales calificadoras de riesgo como *Standard & Poor's Rating Services*, *Fitch Ratings* o

*Moody's Investors Service*, las mismas que no previeron en forma efectiva el riesgo de impago de los bonos soberanos.

Estas entidades, por tanto, al igual que en la crisis financiera del 2008 fueron cuestionadas, respecto al cumplimiento de su rol como herramienta de los inversionistas, al evaluar las probabilidades de una cesación de pagos o *default*, como antecedente básico para calcular la tasa de interés como compensación del riesgo asumido. Dichas calificaciones no fueron confiables, si se tiene en cuenta, como antecedente, que tanto, *Moody's* como *Standard & Poor's* calificaron a *Enron Corp.* y *Lehman Brothers Holdings Inc.*, con grado de inversión inmediatamente antes de sus colapsos.<sup>80</sup>

En definitiva, la crisis de deuda soberana europea, ha traído innumerables contingentes , y aún otros que podrían llegar, como el vaticinio realizado por el Premio Nobel de Economía, *Paul Krugman*<sup>81</sup>, de la posible salida de Grecia del bloque, y la retirada del euro como moneda única, para adoptar nuevamente el *dracma* como moneda nacional, que le permita devaluarla para amortiguar su alto déficit, lo cual provocaría una cascada de acontecimientos, como retiros masivos en bancos españoles e italianos, posibles controles de transferencia de dinero al extranjero en esos países, así como una fuerte inyección de capital por parte del Banco Central Europeo para evitar el colapso y el fin del euro.

Este escenario apocalíptico, que hasta ahora no se ha cumplido afortunadamente, traería consecuencias graves para toda la economía mundial, y en general para toda la sociedad, se espera que todos los actores del mercado financiero, asuman verdaderos roles de participación activa, para evitar estas previsiones, transparentando el manejo de las finanzas y estableciendo regulaciones adecuadas en todo el orbe, que permitan un crecimiento sostenido a la economía, pero evitando nuevas burbujas de activos.

---

<sup>80</sup> The Wall Street Journal Americas, "*Las calificaciones soberanas no serían un indicador tan confiable.*", en Diario El Comercio, Quito, 12 de Agosto del 2011.

<sup>81</sup> *Los vaticinios sobre el fin del euro en Grecia toman fuerza*, en Diario El Comercio, Quito, 15 de Mayo del 2012.

### 3. CAPITULO II

#### 3.1 LOS DERIVADOS DE CREDITO

##### 3.1.1 CONCEPTO

Con estos antecedentes importantes, analizaremos los instrumentos de cobertura y de especulación que emplearon los actores de estos escenarios de crisis financieras, entre los cuales, se encuentran los derivados de crédito, instrumentos de relieve que constituyen una de las clases de los derivados financieros, que tienen por finalidad el ofrecer una *cobertura de riesgo de crédito* a los inversionistas. Para el efecto, definiremos primeramente qué es un derivado financiero, el mismo que, en forma general, es un contrato financiero cuyo valor depende del valor de uno o más activos, tipos o índices subyacentes de referencia.<sup>82</sup>

Según, *Juan Ignacio Sanz Caballero*, en su obra *Derivados financieros*<sup>83</sup>, haciendo referencia a la precedente definición realizada por el *Bank for International Settlements* expresa:

[...] es cierto que bajo dicha denominación se engloban diferentes especies de productos financieros cuya denominador común, tanto desde una perspectiva económica, referida en este caso al valor del derivado financiero en el mercado, como contractual, referida en este caso a las deudas de valor asumidas por las partes y que constituyen el contenido obligacional típico de estas figuras contractuales, se encuentra en el hecho de tratarse de contratos que resultan finalmente en un pago en efectivo cuyo importe viene determinado por referencia al valor, en el mercado y en una fecha futura, de un instrumento financiero determinado, cual es el tipo de interés, el tipo de cambio, los valores negociables, los índices de renta variable o las mercancías o materias primas (commodities). En consecuencia, se trata de contratos cuyo valor económico y su

---

<sup>82</sup> Bank for International Settlements: *OTC Derivatives: Settlements procedures and counterparty risk management*, Report by the Committee on Payment and Settlement Systems and the Euro-currency Standing Committee of the central banks of the Group of Ten countries, Basle, September 1998, p. 42, citado por Juan Ignacio Sanz Caballero, *Derivados financieros*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., Madrid, 2000.

<sup>83</sup> Juan Ignacio Sanz Caballero, *Derivados financieros*, Madrid, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2000. p. 87-90.

contenido obligacional resulta o *deriva* del valor en una fecha futura del elemento subyacente u originario que le sirve de referencia y que por ello mismo se denomina subyacente [...]

Para otro autor, *Gabriel Alejandro Daga*, en su obra *Contratos financieros derivados*<sup>84</sup>, manifiesta que los instrumentos financieros derivados se originaron primordialmente con la intención de posibilitar la gestión de riesgos financieros de una forma flexible, aunque posteriormente fueron utilizados para fines especulativos.<sup>85</sup> Por tanto, según el citado autor, se denomina productos derivados<sup>86</sup>:

[...] a una familia o conjunto de instrumentos financieros cuya principal característica es que están vinculados con un valor subyacente o de referencia. Surgieron para garantizar la cobertura ante fluctuaciones de precio en productos agroindustriales. [...] Los derivados son productos financieros cuyo valor depende del de otros activos conocidos como subyacentes. [...] En definitiva, los derivados no son más que hipotéticas operaciones que se liquidan por diferencias entre el precio de mercado del subyacente y el precio pactado. Son instrumentos financieros que derivan su valor de los cambios en el valor de otro activo o instrumento [...]

Los derivados financieros en definitiva, son instrumentos, como indica su nombre, que *derivan de otros productos financieros*, como índices bursátiles, tipos de interés, mercado de divisas, mercados de deuda, entre otros, mediante los cuales, se realizan, apuestas que se liquidan por las diferencias entre los precios del subyacente fijado en el mercado, y el precio pactado entre las partes contratantes, por tanto, el elemento primordial de los productos derivados financieros, es el *activo subyacente*, punto de referencia aleatorio con el cual, se

---

<sup>84</sup> Gabriel Alejandro Daga, *Contratos financieros derivados, Análisis jurídico, tributario y su instrumentación*, P. 35.

<sup>85</sup> Lamothe, Prosper, y Soler, José A., *Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés*, Madrid, McGraw-Hill, 1996, p. 211.

<sup>86</sup> Gabriel Alejandro Daga, *Contratos financieros derivados, Análisis jurídico, tributario y su instrumentación*, P. 36.

contrasta para liquidar, el precio del mismo, con el pactado. El activo subyacente puede ser un *commodity*, como petróleo, oro, plata, maíz, trigo, y cualquier materia prima; o también activos subyacentes financieros, como índices bursátiles, acciones, bonos, divisas, tipos de interés, hipotecas, entre otros; en definitiva, puede ser subyacente, todo aquello que sea susceptible de medición.

Los derivados financieros tienen como finalidad primordial, establecer una *cobertura y transferencia del riesgo*, entendida la misma como, aquellas operaciones destinadas a distribuir el riesgo para cubrirse de las fluctuaciones de precios, tipos de interés, o cualquier otra circunstancia que afecte los activos en general.

En un mundo cada vez más globalizado, donde la volatilidad de los mercados financieros, exige una adecuada y oportuna gestión del riesgo a todo nivel, los derivados financieros, constituyen una herramienta útil, al alcance de los inversionistas, que si bien, no elimina dicha volatilidad, ni el riesgo como tal, sí permite, disminuirlo en gran medida. Por otra parte, y como todo, su uso apropiado dependerá en gran medida, de los propios actores del mercado de derivados financieros, y del alcance de su regulación. Como se manifestó anteriormente, ya el gran inversionista *Warren Buffet*, los denominó como *armas de destrucción masiva*, denominación, ciertamente no alejada de la realidad, cuando los derivados financieros son utilizados principalmente con fines especulativos y sin regulación, más aún, cuando hablamos de que el mercado de tales productos financieros, tiene un valor nocional de USD 2.000 billones al 2009, pero tal vez, demasiado generalizada, cuando son utilizados como verdaderos mitigadores del riesgo.

Existen varios tipos de riesgo, como son: *riesgo operativo, riesgo de mercado, riesgo de liquidez, riesgo de contraparte, riesgo contable, riesgo de interés, riesgo fiscal, riesgo país, riesgo de modelo, riesgo legal, riesgo de tipo de cambio, riesgo de base, riesgo de performance,*

y uno de los de mayor trascendencia en los últimos años, acrecentado con la crisis financiera del año 2008, el *riesgo de crédito*.

*Gabriel Alejandro Daga*<sup>87</sup> define al riesgo financiero, o riesgo de crédito o *credit risk*: “Todos los agentes económicos o inversores necesitan para desarrollar su actividad de recursos financieros, lo que hace que exista esta clase de riesgo. A diferencia del riesgo operativo, el riesgo financiero es de fácil transferibilidad debido a que existen mercados que permiten intercambiar este riesgo con otros agentes económicos.”

Para *Juan Ignacio Sanz Caballero* define al riesgo de crédito en forma más particular:

[...] Desde un punto de vista amplio, el riesgo de crédito puede definirse como el riesgo de pérdidas derivadas del incumplimiento de sus obligaciones por el otro contratante, categoría dentro de la que cabe distinguir dos modalidades distintas, a saber: en primer lugar, el denominado riesgo de liquidación (en inglés, *settlement risk*), más conocido también como *riesgo Herstatt*, referido al riesgo que asume el contratante que ya ha cumplido con sus obligaciones, pero aún no ha recibido la contraprestación debida por el otro contratante y que puede reducirse e, incluso, eliminarse mediante el establecimiento de mecanismos de pago contra pago (*payment-versus-payment (PVP)*) o de pago entrega contra pago (*delivery versus payment (DVP)*); y en segundo lugar, el riesgo de coste de reposición (en inglés, *pre-settlement risk*), referido al riesgo de incurrir en una pérdida a causa del coste de reposición de un derivado financiero que haya resultado incumplido y que presupone una adecuada reflexión y valoración de dos factores, a saber: la probabilidad de incumplimiento de la contraparte y la magnitud potencial del valor positivo del contrato para la parte no incumplidora. [...]

---

<sup>87</sup> Gabriel Alejandro Daga, *Contratos financieros derivados, Análisis jurídico, tributario y su instrumentación*, P. 46.

Existe otro riesgo a ser considerado en los derivados de crédito, y es el referente al *riesgo país*. Al respecto, *Gabriel Alejandro Daga*<sup>88</sup> señala:

[...] es un índice que pretende exteriorizar la evolución del riesgo que implica la inversión en instrumentos representativos de la deuda externa emitidos por gobiernos de países “emergentes”, [...]. El riesgo país refleja lo que se paga de tasa para conseguir dinero sobre lo que pagan los Estados Unidos de América. El riesgo país no se expresa como un porcentaje sino en una forma llamada “puntos básicos” o *basic points*. [...]

Este concepto está limitado a los países emergentes, sin embargo, en la actualidad es más amplio, considerando además, como antecedente la crisis de deuda soberana europea, que ha cuestionado el denominado riesgo país, y las calificaciones de riesgo emitidas por las agencias calificadoras especializadas. Es de notar, además, que incluso tales calificaciones ya no son un referente totalmente válido para los inversionistas, a la hora de invertir en bonos soberanos, basta ver, además, la quita de bonos griegos, que representó en sí, una considerable pérdida para los tenedores de dichos bonos.

Ahora el concepto de riesgo país es mucho más amplio, y conforme la descripción enunciada en el apartado de conceptos, se entiende por riesgo país independientemente sea país del bloque de “emergentes” o de los desarrollados:

[...] el riesgo que asume el inversionista al mantener o comprometer recursos en algún país extranjero, por los eventuales impedimentos para obtener su recuperación debido a factores que afectan globalmente al país respectivo, distintos del riesgo de crédito u otros riesgos propios de las operaciones realizadas con sus residentes, cuyo análisis y reconocimiento contable se realiza con

---

<sup>88</sup> Gabriel Alejandro Daga, *Contratos financieros derivados, Análisis jurídico, tributario y su instrumentación*, P.47.

prescindencia de las consideraciones relativas a eventuales dificultades en la repatriación de los recursos y que son ajenas a la liquidez, solvencia o comportamiento de las contrapartes. El riesgo-país comprende el "riesgo soberano" y el "riesgo de transferencia". En el caso de las operaciones de crédito, el primero corresponde a las dificultades que podrían presentarse para ejercer acciones contra el prestatario o último obligado al pago por razones de soberanía, en tanto que el segundo se refiere a la incapacidad general de los deudores de un país para hacer frente a sus obligaciones con acreedores extranjeros, por carecer de divisas: [...] <sup>89</sup>

Hoy en día, el medidor del *riesgo país* y en consecuencia del *riesgo de crédito* lo constituye el valor de las primas de seguro de los CDS o permutas de incumplimiento crediticio, que reflejado en un índice, se mide en el índice *Itraxx Crossover*, el mismo que mide el coste anual de asegurar deuda corporativa o soberana frente a un posible impago, a través de la medición de los cincuenta principales *Credit Default Swap* (CDS). Si el índice está más bajo, el costo de asegurarse con una permuta de incumplimiento crediticio es más barato; y si es más alto, el costo es mayor. El índice, por tanto, está asociado a la prima de riesgo que debe pagar cada país en la emisión de sus bonos soberanos. Este tema podremos ampliarlo más adelante.

En consecuencia, la prima de riesgo indica en esencia, el recargo o gravamen que el inversor reclama al deudor en función del mayor o menor riesgo que exista de impago. Por tanto, la prima de riesgo es la diferencia en intereses que un país debe pagar al comprador de bonos con respecto al bono tomado como referencia por ser el más estable y seguro, que es el bono alemán. <sup>90</sup>

Los inversionistas al decidir invertir en determinados productos financieros, miden el riesgo, y una vez invertido, lo gestionan también, la eliminación total del riesgo no existe, si consideramos un portafolio de inversiones diversificado, considerando, títulos de renta variable

---

<sup>89</sup> Ricardo Rodríguez Arriagada, *Diccionario Financiero, ING.MBA.*

<sup>90</sup> Prima de Riesgo, Portal económico-financiero, en <http://www.primaderiesgo.com/>

como acciones o fija, como bonos corporativos o soberanos, más aún, tomando en cuenta que, ciertos emisores públicos o privados con grados de calificación triple AAA anunciaron sorpresivas suspensiones de pagos, quiebras o reestructuraciones, a causa de escándalos contables, financieros o fiscales, solo basta recordar, renombrados casos, como fueron las quiebras de *Enron*, *Bear Stearns*, o *Lehman Brothers Holdings Inc.*, o la crisis soberana de deuda griega, extendida a todo la zona euro, creando una excesiva volatilidad en los mercados, agravada además, por la cada vez más intensa participación de los actores con “fines especulativos”, que estuvieron conjurados para tambalear al euro.

En consecuencia, el *riesgo de crédito* se entiende, como aquel asociado o ligado a una inversión, y surge inmediatamente que el inversionista la realiza. *Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán*<sup>91</sup>, manifiestan:

[...] Se entiende por riesgo de crédito aquél asociado a una inversión, y surge en el mismo instante de acometerla, con una contrapartida que por su capacidad de pago así lo define implícitamente. Este tipo de riesgo se acrecienta en el tiempo en la medida en que dicha operación genere, de forma cierta o incierta, flujos de caja positivos, teniendo como contrapartida a un agente cuya probabilidad de cumplimiento de sus obligaciones se ve reducida. Como ocurre con cualquier tipo de riesgo, su asunción está asociada a unas expectativas de rentabilidad acordes. El problema surge cuando, habiendo asumido un riesgo de crédito determinado, el inversor se enfrenta (no de forma voluntaria) a uno superior al cabo del tiempo, sin que las expectativas de rentabilidad hayan cambiado. En el caso del riesgo de crédito se añade además la complejidad de que, en situaciones extremas, el inversor pueda llegar a enfrentarse a situaciones binarias de cobrar o no cobrar, sin tener perfiles de rentabilidad esperada acordes. [...]

---

<sup>91</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 18.

En este contexto, los inversionistas se ven obligados a gestionar el *riesgo de crédito*, en forma adecuada y sobretodo, oportuna, con herramientas que les permita lograr este fin, maximizando sus beneficios y al mismo tiempo optimizando su dinero. La herramienta adecuada ante estas circunstancias, son los derivados de crédito, que permiten solucionar a dos ámbitos de la gestión del crédito: *la iliquidez de ciertas inversiones y el apalancamiento que permiten los derivados de crédito*.

*Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán*<sup>92</sup> señalan:

[...] los derivados de crédito derivan su valor del riesgo de crédito de una entidad de referencia (estado soberano-empresa) o de un activo de referencia (bono o préstamo). Los derivados de crédito permiten aislar y parcelar el riesgo de crédito de un emisor o de un activo concreto de ese emisor, permitiendo su negociación separada e individual. En concreto, permiten gestionar de forma aislada dos tipos de riesgo, o mejor, dos componentes de un mismo riesgo (el de crédito): por un lado, el riesgo de cambios en el precio de un activo debido a variaciones de la calidad crediticia del emisor de ese activo –riesgo de spread- y, por otro, el riesgo de impago o incumplimiento del emisor –riesgo de *default*. [...]

Otro distinguido tratadista, *Álvaro Miguel Caparrós Ruipérez*, en su obra, *Derivados de crédito, nuevos instrumentos financieros para el control del riesgo*<sup>93</sup>, define a los derivados de crédito:

[...] Un derivado de crédito es un contrato entre dos partes, que están de acuerdo en realizar una transacción futura basada en un acontecimiento de crédito, esto es la falta de pago o

---

<sup>92</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 19.

<sup>93</sup> Álvaro Miguel Caparrós Ruipérez, *Derivados de crédito, nuevos instrumentos financieros para el control del riesgo*, Documentos de Trabajo (Universidad de Castilla La Mancha. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, en <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=1154721>

la bancarrota por un tercero (la Entidad de Referencia). Los derivados de crédito están diseñados principalmente para proteger una de las partes firmantes contra el riesgo de falta de pago por la Entidad de Referencia. La parte que busca la protección se denomina el Comprador de Protección y la que proporciona la protección el Vendedor de Protección. [...]

En esencia, entendemos por derivados de crédito, como aquellos instrumentos derivados financieros que permiten mitigar el riesgo de crédito en las inversiones, y se instrumentan, por un lado, a través de contratos financieros bilaterales (Over The Counter – OTC), es decir, negociados fuera de las bolsas de valores o mercados organizados, en forma descentralizada y directa entre las partes contratantes; y por otra en forma centralizada en bolsas especializadas de ciertos derivados financieros principalmente en América <sup>94</sup>, como la CME o Chicago Mercantile Exchange, la Chicago Board of Trade adquirida por CME; la New York Board of Trade, que fue adquirida por ICE en 2007, la Kansas City Board of Trade (KCBT) especializada en productos agrícolas, o las bolsas MexDer en México o la BM&FBOVESPA en Brasil; o en Europa<sup>95</sup> MEFF, el Mercado Español de futuros Financieros, Eurex, propiedad de Deutsche Börse, el gigantesco mercado alemán de las finanzas y de SIX, la bolsa de Zurich que es la mayor plataforma de derivados de Europa continental. En Londres se ubica la Euronext Liffe, la London Metal Exchange que se constituye como la mayor bolsa del mundo de derivados del mundo sobre el metal, ICE Europe, y la International Petroleum Exchange, donde se negocia el barril Brent, adquirida por ICE.

Cuando la negociación es Over the Counter o extrabursátil, intervienen las dos partes directamente como se ha manifestado, como es el caso de los CDS que a pesar de ser un derivado de crédito que podría negociarse en un mercado organizado, constituye un contrato

---

<sup>94</sup> Actibva anima tus finanzas, *Las bolsas de derivados de América* en: <http://www.actibva.com/magazine/mercados-financieros/las-bolsas-de-derivados-de-america>

<sup>95</sup> Actibva anima tus finanzas, *Las bolsas de derivados de Europa* en: <http://www.actibva.com/magazine/mercados-financieros/las-bolsas-de-derivados-de-europa>

financiero extrabursátil en el cual, la primera parte, el inversionista, que busca protegerse o cubrirse del riesgo de crédito en la inversión realizada, transfiriéndolo a la otra parte, como instituciones financieras especializadas, como bancos, que asumen el riesgo, a cambio de una prima valorada, en función del riesgo del instrumento asegurado.

Por tanto, existe por un lado, el comprador de cobertura de riesgo, y el vendedor de dicha cobertura, asumiendo el riesgo, quien a su vez, podrá convertirse en comprador de riesgo, transfiriendo el mismo, a otro vendedor de cobertura, y así sucesivamente sin límite, pueden multiplicarse exponencialmente las operaciones con los derivados de crédito.

Los subyacentes en los derivados de crédito son las obligaciones de pago de aquellas entidades públicas o privadas, que en su calidad de emisores deben responder por los títulos que emitieron y que compraron inversionistas; y los eventos o sucesos de crédito, que determinan el riesgo cubierto de los derivados de crédito son aquellos que están definidos contractualmente, y que comúnmente se refieren a suspensiones de pago, reestructuraciones, quiebras, incumplimiento de obligaciones distintas de las de pago, degradación de la calificación crediticia, vencimiento anticipado de obligaciones, o repudios, como fue el caso, precisamente de nuestro país, cuando se negó a pagar los bonos denominados *Global*, entrando en *default*, por considerar que la misma era ilegal y tenía causa legítima que obligara al Ecuador a pagar dichos títulos a sus acreedores.

En definitiva, los derivados de crédito, permiten al inversionista, asegurar su inversión en el evento de impago o riesgo de *default*, y en el evento de existir riesgo de cambios en el precio de un activo, por variaciones de la calidad crediticia, en esos casos, el inversionista será debidamente compensado, en función de la liquidación establecida según los términos contractuales acordados por las partes, que en esencia, son estándares, conforme los lineamientos del *Master Agreement*, definidos por la *ISDA (International Swaps and Derivatives Association o Asociación Internacional de Swaps y Derivados)*.

Más adelante trataremos en más detalle, ejemplos de utilización de derivados de crédito, y cómo operan, específicamente los *Credit Default Swap* o CDS, comúnmente denominados seguros contra cesación de pagos, aunque como se analizará también, el pensar que son pólizas de seguro no es correcto, por varias consideraciones, que serán expuestas en el presente trabajo de investigación, a la luz de la crisis de deuda soberana europea, especialmente, la denominada quita de la deuda griega y las implicaciones para la ejecución de estos tipos de seguro, conforme las definiciones de evento de realizó el ISDA.

Los derivados de crédito se constituyen así, en importantes herramientas que mitigan o reducen el riesgo de crédito, aquellos productos, como se ha indicado, que se contratan en mercados OTC (Over the Counter), es decir, no organizados, como es el caso de los CDS que cuentan con pocos actores, se negocian en función de las necesidades específicas de cada contraparte, asumiendo, por tanto, otro tipo de riesgos como los operativos, legales, de liquidez, de contraparte, de incumplimiento, y el de especulación, este último de gran trascendencia, tanto en la última crisis financiera del año 2008, como en la actual crisis de deuda soberana europea, donde la utilización, especialmente de los denominados *Credit Default Swap* o CDS ha sido muy cuestionada, por las mismas autoridades europeas, como causantes de las subidas de los rendimientos de los bonos soberanos de los países de la Unión Europea.

### **3.2 CLASES DE DERIVADOS DE CREDITO**

Las clases o tipos de derivados de crédito, están sujetos precisamente al tipo de riesgo que cubren, y están destinados a mitigar el riesgo, transfiriéndolo a otras entidades que lo asumen y diversifican a su vez, con otros actores del mercado financiero, su diseño financiero y posterior uso está sujeto en función de las necesidades del mercado financiero como tal, existiendo, por tanto, muchas variantes que hacen difícil enumerar absolutamente todos los tipos de derivados existentes. Sin embargo, enumeraremos a aquellos que son más populares en su

uso como medios de cobertura de riesgo, y también como forma de especulación. Se pueden definir tres categorías de productos, conforme la clasificación que realiza *Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán* en su obra *Derivados de Crédito*:<sup>96</sup>

[...] *Credit Default Swaps*. Son productos financieros derivados que protegen del riesgo de impago o incumplimiento de un activo financiero o de una entidad de referencia.

*Credit Spread Options*. Productos financieros derivados (forwards y opciones) sobre el spread de un activo financiero.

*Total Return Swaps*. Productos financieros derivados que gestionan tanto el riesgo de crédito de un activo financiero como su riesgo de mercado. [...]

*Álvaro Miguel Caparrós Ruipérez*, establece una clasificación más disgregada de los derivados de crédito, señalándolos entre los más populares a tres: *credit swaps, credit options, credit-linked notes*. Entre los primeros, destacan también los *Loan Portfolio Swap*, y los *Total Return Swap*. Otro autor, *Jorge Pérez Ramírez*, en su trabajo *Los Derivados de Crédito*<sup>97</sup> clasifica a los mismos, mediante la siguiente tipología general: 1) *Permutas crediticias (Credit swap)*, en las cuales se incluyen los *Loan portfolio swap*, los *Total return swap*, y los *Credit spread swaps*; 2) *Opciones crediticias (Credit options)*, en los que están: *Credit Default Swap*, los *Credit default option*, y los *Credit spread options* y 3) Productos estructurados con derivados crediticios que incluyen: *Credit linked notes*, y los *Basket credit linked notes*.

Brevemente vamos a describir la finalidad de cada uno de estos derivados de crédito, tomando la clasificación de este último autor:

---

<sup>96</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 20.

<sup>97</sup> Jorge Pérez Ramírez, *Los Derivados de Crédito*, P. 63, en [http://bestpractices.com.py/wp-content/uploads/publicaciones/contabilidad/niif\\_en\\_espa%C3%B1a/derivados\\_de\\_credito.pdf](http://bestpractices.com.py/wp-content/uploads/publicaciones/contabilidad/niif_en_espa%C3%B1a/derivados_de_credito.pdf)

**Permutas crediticias.**- Como todo derivado de crédito, las permutas crediticias, tienen como finalidad primaria, el reducir el riesgo de crédito, a través de la diversificación de aquella cartera en exceso concentrada, es decir, inversiones en determinados sectores económicos. En esencia, la forma de operación, consiste en intercambiar flujos de caja de algunos o todos los préstamos de cartera, con flujos de otro sector económico, mercado, u otro segmento.

**Loan portfolio swap:** El propósito principal de esta permuta crediticia es diversificar el riesgo de crédito entre dos entidades con carteras de préstamos sustancialmente opuestas, cuyos deudores acreditados pertenecen a sectores económicos o geográficos, distintos con escasa o nula correlación en sus tasas de morosidad, con esta finalidad las dos entidades intercambian todos sus flujos de caja de sus carteras de préstamos.

**Total return swap:** Son productos derivados financieros comunes que gestionan a la vez, el riesgo de crédito de un activo financiero, como su riesgo de mercado. Denominados simplemente como TRS, son permutas de rentabilidad total de un activo sometido a riesgo de crédito (activo de referencia) a cambio de una rentabilidad predeterminada. Siguiendo el ejemplo que establece *Jorge Pérez Ramírez*<sup>98</sup> la entidad A (comprador de protección) acuerda en pagar a la entidad B (vendedor de protección) todos los flujos de caja de un bono emitido por la emisora XYZ, más todas las revalorizaciones de mercado del bono, con la contraprestación de recibir de la entidad B, un rendimiento variable, más todas las depreciaciones de mercado del bono emitido, que no es registrado en las contabilidades de ninguna de las dos entidades intervinientes en la operación. En definitiva, los TRS suponen un intercambio de todos los cambios de valor de mercado del activo de referencia, agregado los rendimientos financieros pactados, resultando así, una transferencia de riesgo de crédito y de mercado, entendido este último, como riesgo de interés.

---

<sup>98</sup> Jorge Pérez Ramírez, *Los Derivados de Crédito*, P. 64, en [http://bestpractices.com.py/wp-content/uploads/publicaciones/contabilidad/niif\\_en\\_espa%C3%B1a/derivados\\_de\\_credito.pdf](http://bestpractices.com.py/wp-content/uploads/publicaciones/contabilidad/niif_en_espa%C3%B1a/derivados_de_credito.pdf)

**Credit spread swaps:** Estas permutas crediticias permiten cubrir la diferencia existente por prima de riesgo entre un activo de referencia y por ejemplo bonos soberanos a igual plazo, facultando a cada parte, gestionar el riesgo de las fluctuaciones de la calidad crediticia de cada activo financiero. En definitiva, los Credit Spread Swaps permite gestionar el riesgo de cambios en el precio de un activo en consideración a variaciones o fluctuaciones de la calidad crediticia del emisor el activo, es decir, el riesgo de spread.

**Opciones crediticias:** Las opciones crediticias permiten al inversor – comprador de protección, por un lado, recibir una compensación en el evento de *default* o incumplimiento crediticio, y por otro, puede facultarle a recibir dicha compensación en el evento de producirse fluctuaciones en la calificación crediticia del activo financiero de referencia. Entre las principales opciones crediticias, están:

**Credit Default Swap:** Sin perjuicio de la definición y el estudio más amplio, que más adelante haremos, los *Credit Default Swap*, se han convertido en los más populares derivados de crédito, merecedores de todo tipo de calificativos, desde los más destacados, como instrumentos de garantía efectivos para los inversionistas, a imputaciones como verdaderas armas de destrucción masiva para los mercados financieros internacionales, causantes según muchos, de la última crisis financiera del año 2008.

Los *Credit Default Swap* son en esencia instrumentos de protección contra el riesgo de crédito, que actúan análogamente como fianzas que otorga el vendedor de protección al comprador de la misma, que busca protegerse como se ha manifestado, del riesgo de crédito.

Son productos financieros que protegen del riesgo de impago o incumplimiento de un activo financiero o de una entidad de referencia.<sup>99</sup> La parte compradora de protección frente a un impago por un determinado período, a cambio, paga al vendedor de protección, una prima periódica, la misma que es valorada, en función del riesgo del activo financiero de referencia. Los

---

<sup>99</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 20.

eventos de crédito se definen contractualmente entre las partes, reduciendo o eliminando el riesgo de crédito, aunque como más adelante veremos, con los últimos acontecimientos de la crisis de deuda soberana europea, no siempre se garantiza al inversionista una adecuada protección del riesgo de crédito.

**Credit Default Option:** Este instrumento derivado financiero permite que el comprador de la opción obtenga una protección contra el riesgo del crédito, a cambio de un pago de prima al vendedor de la opción. En el evento del crédito, que puede ser el impago, o diferenciales de rendimiento, el vendedor de protección pagará al comprador, el valor del activo de referencia menos los valores recuperados por el comprador de protección. Si no se verifica el evento de crédito, la opción vence sin hacerse efectiva o ejecutarse.

**Credit Spread Options:** Según el mismo autor *Jorge Pérez Ramírez*<sup>100</sup> los Credit Spread Options permiten a compradores y emisores, beneficiarse de los movimientos futuros del diferencial de rendimientos de un determinado activo respecto al rendimiento de otro, en definitiva estos instrumentos derivados financieros permiten reducir el riesgo sobre el *spread* de un activo financiero. El comprador de protección paga una prima al vendedor de la misma, a cambio de un eventual cobro futuro en el evento de un diferencial del rendimiento de un activo de referencia respecto al precio pactado. Si el rendimiento es menor al precio pactado, la opción vence y el emisor no realiza ningún pago; por el contrario, si el mismo es mayor al precio pactado, entonces, el comprador de protección podrá ejercer su opción de venta del activo de referencia al emisor de la opción, con un rendimiento diferencial igual al precio pactado.

**Productos estructurados con derivados crediticios:** Estos productos derivados financieros, se caracterizan por estructurar activos financieros como un bono emitido por una entidad pública o privada, con las de un derivado crediticio, ligando sus flujos de caja por

---

<sup>100</sup> Jorge Pérez Ramírez, *Los Derivados de Crédito*, P. 67, en [http://bestpractices.com.py/wp-content/uploads/publicaciones/contabilidad/niif\\_en\\_espa%C3%B1a/derivados\\_de\\_credito.pdf](http://bestpractices.com.py/wp-content/uploads/publicaciones/contabilidad/niif_en_espa%C3%B1a/derivados_de_credito.pdf)

indicadores de crédito que no son variables de mercado. La liquidación del bono se determina en función del activo de referencia. Los emisores de este tipo de productos, tienen altas calificaciones de crédito y los inversionistas asumen en consecuencia, tanto el riesgo del emisor, como del activo de referencia, al estar precisamente, estructurados y ligados sus flujos de uno y otro. Entre los principales productos de esta naturaleza se encuentran los *Credit Linked Notes* y los *Basket Credit Linked Notes*.

**Credit Linked Notes:** Los *Credit Linked Notes* son productos derivados financieros similares a un bono, en el cual, el inversionista paga el valor del CLN y recibe periódicamente pagos fijados según los cupones, y al final recupera todo o parte de su inversión, la diferencia radica en que, el rendimiento del CLN está unido o ligado (linked) a otro activo de referencia distinto al emisor del bono original. El CLN es, por tanto, un bono tradicional con una opción de venta emitida por el vendedor de protección, en función del riesgo del evento de crédito, como por ejemplo, incumplimiento de la empresa deudora con la entidad emisora del bono.

**Basket Credit Linked Notes:** Los *Basket Credit Linked Notes* son variables de los *Credit Linked Notes*, la esencia es la misma, son productos estructurados que ligan un bono a un activo de referencia distinto, pero en este caso, no a uno solo, sino a un grupo de activos de referencia, cada cual tiene un importe igual al del bono. En el evento de verificarse un evento de crédito con uno solo de los activos de referencia, el bono será considerado como vencido, y se liquida mediante la entrega del pasivo de la empresa de referencia incumplida, quedando, por tanto, el resto de préstamos de la cesta sin cobertura de riesgo de crédito.

### 3.3 LOS CREDIT DEFAULT SWAP – CDS

#### 3.3.1 DEFINICION

*Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán*, en su obra, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, define a los *Credit Default Swap*, como<sup>101</sup>: [...] Productos financieros derivados que protegen del riesgo de impago o incumplimiento de un activo financiero o de una entidad de referencia. [...]

*Marco Antonio Moreno*<sup>102</sup>, señala:

[...] “Los *Credit Default Swaps* o Swaps de incumplimiento crediticio, son los instrumentos más modernos de *Wall Street* y constituyen, en su forma más simple, **un contrato bilateral entre un comprador y un vendedor de protección**. En este contrato el comprador se compromete a realizar una serie de pagos en el tiempo (primas) y el vendedor se compromete a cubrir parte o el total del crédito asegurado en caso de que éste no sea cancelado.” [...]

(lo subrayado y en negrilla es de mi autoría).

En el blog de asuntos financieros *Leones vs Gacelas*, referido a la lucha de los grandes contra los pequeños, identificando a los leones como los grandes inversores (controladores de todo), y gacelas como inversores particulares. se determina que<sup>103</sup>:

[...] Los *Credit Default Swaps*, comúnmente conocidos como CDS son un instrumento de protección contra el riesgo de crédito. Dicho riesgo es aquel que hace referencia a la posibilidad de no cumplir con los compromisos de pago contraídos por deudas u otros productos financieros.

---

<sup>101</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 20.

<sup>102</sup> Marco Antonio Moreno, *Qué son los Credit Default Swap*, en <http://www.elblogsalmón.com/conceptos-de-economia/que-son-los-credit-default-swaps>

<sup>103</sup> Leones vs Gacelas, *La cadena bancaria (CDOs y los CDS) The Banking Chain*, 11 de mayo de 2011, en <http://leonesvs-gacelas.blogspot.com/2011/05/la-cadena-bancaria-los-cdo-y-los-cds.html>

Es un instrumento en el que se pone de manifiesto la voluntad de dos partes, una la compradora y otra la vendedora. La compradora busca una protección contra el posible impago riesgo de crédito y la vendedora recibe una cantidad periódica, denominada spread. Por tanto el riesgo de crédito de un determinado instrumento pasa a formar parte del vendedor, quedando el comprador libre de dicho riesgo. Si llegado un determinado momento el préstamo, bono, o cualquier instrumento de deuda que se haya protegido sufre la quiebra de la empresa o el impago de alguno de sus bonos, entonces se produce la liquidación y el comprador será compensado por dicha pérdida. [...]

Podemos afirmar que un *Credit Default Swap* es un instrumento o producto derivado financiero, del tipo de los derivados de crédito, que en general y como finalidad principal, permite eliminar o reducir el riesgo de crédito de un activo financiero de referencia, entendiéndose, como el seguro o cobertura de riesgo de crédito que tiene un inversionista en caso de impago o incumplimiento de un activo financiero o de una entidad de referencia. El término "seguro" lo trataremos más adelante, con el objetivo de determinar si los CDS son verdaderos productos de seguros o constituyen otro tipo de instrumento, atendiendo a su naturaleza jurídica.

El *Credit Default Swap* que a pesar de que puede traducirse como "Permuta de Incumplimiento Crediticio", se asemeja y se encuadra como se ha visto, dentro de las opciones crediticias, al ser un contrato bilateral, mediante el cual, el comprador de protección paga al vendedor de protección, una prima pre establecida y determinada en función del riesgo del activo financiero, a cambio del derecho de ser resarcido en el evento de verificarse el evento de crédito estipulado contractualmente. Producido o verificado el evento o suceso de crédito, el comprador de protección podrá incluso entregar al vendedor de la misma, el activo de referencia acordado, recibiendo a cambio, el valor nominal del mismo. Aplica también la liquidación de la operación por diferencias entre el precio vigente en el mercado del activo y su nominal.

### 3.3.2 NATURALEZA JURIDICA

Primeramente debemos puntualizar que los *Credit Default Swap* o CDS son un tipo de derivados de crédito, que a su vez, están constituidos en una categoría de derivados financieros, en virtud de lo cual, es importante, establecer brevemente, cuál es la naturaleza jurídica de los derivados financieros en general, instrumentos éstos, que se han desarrollado aceleradamente, traspasando muchas veces los marcos regulatorios, y ajustándose a las necesidades del mercado financiero, y en particular del mercado de derivados financieros.

Al respecto, tomando la definición de derivado financiero señalada en el apartado de definiciones de la presente investigación, se denomina “productos derivados” a una familia o conjunto de instrumentos financieros cuya principal característica es que están vinculados con un valor subyacente o de referencia.<sup>104</sup> Son instrumentos financieros que derivan su valor de los cambios en el valor de otro activo o instrumento.<sup>105</sup> Surge la inquietud, si los derivados financieros son verdaderos títulos valores negociables o títulos mobiliarios o a su vez, pero en todo caso, son como se destaca en la definición descrita, *instrumentos financieros*.

Bajo esta perspectiva, podemos afirmar anticipadamente que los CDS como derivados de crédito no constituyen títulos valor, si no contratos financieros distintos de aquellos. Esta determinación, es importante, en consideración a que, fueron precisamente otros derivados financieros como los *CDO* o (*Collateralized Debt Obligations*), o en su denominación en español, *Obligaciones de Deuda Garantizada*, los que mediante la “titularización” o denominada también en otros países, “titulización”, fueron colocados estos instrumentos financieros, como título valor negociables en bolsa, a disposición de los inversionistas, unas de las causas que provocaron la crisis con las consecuencias posteriores que contribuyeron a desencadenar todas las acciones surgidas en la crisis financiera del año 2008 y en los años posteriores.

---

<sup>104</sup> Gabriel Alejandro Daga, *Contratos financieros derivados, Análisis jurídico, tributario y su instrumentación*, P.36.

<sup>105</sup> Organización de las Naciones Unidas, *Aspectos de la tributación internacional de los nuevos instrumentos financieros*, en <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/un/unpan001949.pdf>

Por tanto, entendemos como título valor al documento de un derecho literal destinado a la circulación, capaz de atribuir de modo autónomo la titularidad del derecho a un propietario y que confiere suficiente legitimación al poseedor para recabar el cumplimiento del derecho que incorpora.<sup>106</sup>

Nuestra Ley de Mercado de Valores en su artículo 2 señala el concepto de valor<sup>107</sup>:

[...]Para efectos de esta Ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.[...]

En el citado texto, se incluye a las permutas financieras, opciones, futuros, como valores, en todo caso, deben ser entendidos como valores de contenido crediticio que provengan de procesos de titularización. En uno de los antiguos proyectos de la Nueva Ley Orgánica de Mercado de Valores en nuestro país que no se llegó a promulgar como tal, sino, mediante la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil<sup>108</sup>, se habla de valores o instrumentos financieros susceptibles de ser cotizados en Mercados Alternativos Privados o Públicos, estableciendo, así, conceptos análogos entre uno y otro.<sup>109</sup> De igual forma, en la Codificación de Resoluciones emitidas por el Consejo Nacional de Valores de nuestro país, se hace referencia a instrumentos financieros o valores, dándole un mismo significado, pero

---

<sup>106</sup> Definición contenida en la Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de diciembre de 1985, citado por Juan Ignacio Sanz Caballero, *Régimen Jurídico General de los Productos Derivados*, P. 135.

<sup>107</sup> Codificación de la Ley de Mercado de Valores, publicada en el R. O Suplemento Nro 215, de 22 de febrero del 2006.

<sup>108</sup> Publicada en el Suplemento del Registro Oficial Número 249 del 20 de mayo del 2014.

<sup>109</sup> Proyecto de Ley Orgánica de Mercado de Valores del 8 de Julio del 2011.

asociando los instrumentos financieros a la banca de inversión, a los fondos y fideicomisos de inversión. La Bolsa de Valores de Quito, a través de su *Guía del Inversionista Bursátil*<sup>110</sup>, también clasifica a los instrumentos financieros, y los define como: [...] Se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores. Este derecho puede estar representado en títulos o en registros contables o anotaciones en cuenta. [...]

Según el tipo de valor, éste puede representar un crédito a favor de su titular o del poseedor del mismo y por lo tanto significa una deuda a cargo de quien lo haya emitido. Puede también constituir un reconocimiento de participación patrimonial en la entidad emisora.

Para que un derecho de contenido económico sea considerado como un valor negociable, debe ser reconocido como tal por el Consejo Nacional de Valores (CNV). En este sentido los Credit Default Swap no son títulos valores y no son negociables en las bolsas de valores, son meros contratos financieros bilaterales que obligan a sus partes a brindar una cobertura de riesgo, y a cancelar una prima como contraprestación del mismo siempre que se cumpla la condición de verificación del evento o suceso de crédito.

Si específicamente analizamos las diferencias entre un título valor y contrato de CDS tenemos las siguientes puntualizaciones:

Partiendo de la definición señalada en la Sentencia del Tribunal Supremo español de 27 de diciembre de 1985 que dice:<sup>111</sup>

[...] por título valor ha de entenderse documento de un derecho literal destinado a la circulación, capaz de atribuir de modo autónomo la titularidad del derecho a un propietario y que confiere suficiente legitimación al poseedor para recabar el cumplimiento del derecho que incorpora. [...]

---

<sup>111</sup> Juan Ignacio Sanz Caballero, *Régimen Jurídico General de los Productos Derivados*...P.135-137.

Siendo así, los títulos valores incorporan tres elementos básicos: la *legitimación* que es una consecuencia de la incorporación, porque para ejercer el derecho es necesario legitimarse exhibiendo el título<sup>112</sup>; y para *Garrigues*<sup>113</sup>: [...] para ejercitar el derecho incorporado la posesión es suficiente en los títulos al portador y es necesaria pero insuficiente por sí sola en los títulos a la orden y en los nominativos. [...]; la *literalidad* se refiere a la vinculación indisoluble que entre documento y derecho que determina en esencia el alcance de este último que en ocasiones puede no ser suficiente sino que debe remitirse a otro documento originador; es decir, que el título sea necesario para ejercer el derecho no significa forzosamente que sea suficiente;<sup>114</sup> y finalmente el tercer elemento es *la autonomía del derecho incorporado*, que determina que el derecho del titular está caracterizado por su carácter originario y no derivado,<sup>115</sup> significa que el derecho que puede ejercer el tercer poseedor es independiente del derecho que pertenecía a los anteriores poseedores, es decir es un derecho *ius proprium* no un *ius cessum*.<sup>116</sup>

Desde esta perspectiva, podemos manifestar que los CDS definitivamente no constituyen títulos valor, en cuanto a sus elementos, las obligaciones de las partes intervinientes en una operación de un CDS emanan de un contrato bilateral, que al ser un OTC, se instrumenta a través de los Master Agreement, que incorpora los derechos y obligaciones de las partes y sobre el cual, el comprador de protección ejerce su derecho de indemnización de cobertura siempre que se cumpla la condición de verificarse el evento o suceso de crédito, son por tanto, contratos condicionales, sujetos a una condición. En cuanto a la cesión de los derechos de un

---

<sup>112</sup> Santiago Andrade Ubidia, *Los títulos valor en el Derecho Ecuatoriano*, Quito, Fundación Andrade & Asociados Fondo Editorial, 2006, P. 76.

<sup>113</sup> Citado por Juan Ignacio Sanz Caballero, *Régimen Jurídico General de los Productos Derivados, Derivados financieros*, P. 136.

<sup>114</sup> Santiago Andrade Ubidia, *Los títulos valor en el Derecho Ecuatoriano*...P.80.

<sup>115</sup> Juan Ignacio Sanz Caballero, *Régimen Jurídico General de los Productos Derivados, Derivados financieros*, P. 137.

<sup>116</sup> Garrigues, Joaquín, Tratado, t.II, p.60, citado por Santiago Andrade Ubidia, *Los títulos valor en el Derecho Ecuatoriano*...P.86.

contrato de CDS, contrario a la autonomía del derecho de los títulos valor, en las que puede unilateralmente operarse la transferencia del derecho, mediante simples endosos, los CDS se transfieren mediante una cesión de derechos y obligaciones a realizarse necesariamente entre las dos partes contractuales, vendedor y comprador de protección, operación que por la naturaleza del contrato puede realizarse ilimitadamente, con la eventual multiplicación del riesgo como ya hemos manifestado.

En la normativa nacional no existe una definición clara de instrumento financiero, a estos efectos, la doctrina española señala que instrumento financiero es todo valor negociable o realidad contractual susceptible de negociación en un mercado de valores, es decir, un conjunto de derechos, incorporado a una forma de representativa (títulos o anotaciones) o no (posiciones contractuales), susceptibles de negociación en un mercado de valores. Señala que no es un concepto jurídico, sino un elemento de facto, económico o meramente clasificador, no teniendo, por tanto, una caracterización jurídica unitaria, sino que responde al hecho de si una realidad comercial se incorpora al mercado de valores, queda englobada en dicha categoría.<sup>117</sup>

Cualquier limitación a la libre negociación y circulación de valores no establecida por Ley, no surtirá efectos jurídicos y se tendrá por no escrita. Afirmar que los derivados financieros constituyen títulos valor, no es exacto, en consideración a que, como manifiesta el mismo autor *Juan Ignacio Sanz Caballero*:<sup>118</sup>

[...]Lo cierto es que los productos derivados negociados en mercados de valores no merecen la calificación de valores negociables por una serie de razones que cabe agrupar en las siguientes: por no tener lugar propiamente una emisión, por no concurrir el requisito de la negociabilidad en los términos previstos en la normativa sobre mercado de valores y finalmente,

---

<sup>117</sup> José Enrique Cachón Blanco, *Análisis Jurídico de los conceptos de "valor negociable" e "instrumento financiero"*, en Revista de Derecho Mercantil, julio-septiembre 1996, citado por Juan Ignacio Sanz Caballero, Régimen Jurídico General de los Productos Derivados, P. 149.

<sup>118</sup> Juan Ignacio Sanz Caballero, *Régimen Jurídico General de los Productos Derivados, Derivados financieros*, P. 147.

por la ausencia de separación del derecho del contrato y su incorporación a un soporte material o informático. [...]

En esencia, los productos derivados financieros no son títulos valores, en virtud de que los mismos no proceden de una emisión de valores como tal, susceptible de conceder derechos a los inversionistas, y obligaciones al emisor. La determinación del contenido del valor no tiene lugar por un emisor, sino que resulta predeterminado por los reglamentos del mercado y la normativa aplicable a la sociedad rectora de que se trate.<sup>119</sup> Finalmente, el mismo autor señala que si los instrumentos derivados financieros a pesar de su representación mediante anotaciones en cuenta, la misma puede inducir a error, los futuros y opciones negociados en mercados de valores no aparecen configurados en el tráfico como derechos patrimoniales independizados del contrato del que se originan, y susceptibles de circulación autónoma; señala que mientras los valores incorporan obligaciones para el emisor y derechos para el titular, en cambio en los futuros y opciones por ejemplo, negociados en mercados de valores, contienen derechos y obligaciones para las dos partes.<sup>120</sup>

*Capriglione* citado por *Juan Ignacio Sanz Caballero*<sup>121</sup> señala que los swaps han de ser considerados como valores mobiliarios, toda vez que se toma en consideración la naturaleza financiera de la operación y no la forma técnico-jurídica que adoptan, circunstancia que, señala *Sanz Caballero*, encuentra un obstáculo difícil de superar si no es con la intervención de una cámara de compensación que intermedie las operaciones, como en las permutas financieras, o sometiéndolos a un proceso de titulización o securitización.

---

<sup>119</sup> José Enrique Cachón Blanco, *Derecho del Mercado de Valores*; Emilio Díaz Ruiz, *Contratos sobre tipos de interés a plazo y futuros financieros sobre intereses*; Juan Luis Iglesias Prada, *El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico*, en *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*, citados por Juan Ignacio Sanz Caballero, *Régimen Jurídico General de los Productos Derivados*, P. 147.

<sup>120</sup> Juan Ignacio Sanz Caballero, *Régimen Jurídico General de los Productos Derivados*, P.148.

<sup>121</sup> Juan Ignacio Sanz Caballero, *Régimen Jurídico General de los Productos Derivados*, P. 148.

En definitiva, al hablar de instrumentos financieros entendemos como aquellos valores susceptibles de negociación en un mercado de valores bursátil o extrabursátil o en el mercado OTC (Over the Counter) no organizado. En el mencionado Proyecto de la Ley Orgánica de Mercado de Valores, que no fue aprobado, se establecía con más claridad y se mencionaba expresamente a los derivados financieros, en su Artículo 3, inciso sexto<sup>122</sup>:

En el mercado de valores también se podrán negociar instrumentos financieros tales como:

[...] 1. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados, relacionados con valores, divisas, materias primas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos financieros derivados, índices financieros o medidas financieras.

2. **Instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito.** [...]

(Lo subrayado y en negrilla es de mi autoría)

En este sentido, el espíritu del legislador, más allá del contenido mismo de este proyecto de la nueva Ley Orgánica del Mercado de Valores, es incluir expresamente y - al menos someramente, - a los instrumentos derivados financieros, incluso, hace mención de aquellos destinados para transferir el riesgo de crédito, es decir, a los derivados de crédito, como los CDS u otros de esta categoría. Sin embargo, este proyecto como otros muchos no fueron aprobados, y el único cuerpo legal que se aprobó, la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, omite esta mención y se incluye únicamente en su Artículo innumerado, referente a la Entidad de Contraparte Central, Capítulo II de la Compensación y Liquidación de valores bursátiles, lo siguiente:

---

<sup>122</sup> Proyecto de Ley Orgánica de Mercado de Valores del 8 de Julio del 2011.

[...]La Entidad de Contraparte Central tendrá por objeto mitigar los riesgos de incumplimiento de las obligaciones de efectivo y de instrumentos financieros derivados que se negocien en el Mercado de Valores[...]

(Lo subrayado y en negrillas son mías)

Esta normativa expresa la facultad que tendrá la Central de Liquidación y Compensación de valores bursátiles de poder administrar el riesgo valiéndose de todos los instrumentos que el mercado le ofrezca, incluidos los derivados financieros, entre los cuales, se podrán incluir en sentido más particular, a los derivados de crédito, y específicamente a los CDS, sin embargo, es importante indicar que este órgano no se constituye como un "emisor", sino en un ente prestamista de última instancia.

Siendo esto así, la naturaleza jurídica de los derivados de crédito como una categoría de los derivados financieros, todavía no está plenamente definida por ciertos tratadistas, aunque creemos que sí lo están, se los trata de equiparar con otras figuras jurídicas similares en algunos aspectos, a las *fianzas* o a las *garantías* a primer requerimiento, también con las *permutas financieras* o con los *contratos de seguros*. Dado el inexorable aumento en el uso de los derivados de crédito en las operaciones financieras a nivel mundial, su regulación se hace cada vez más difícil, en función de los rápidos cambios que surgen en consideración a las necesidades y requerimientos del mercado, apoyado por una ingeniería financiera cada vez más acelerada. Comparar a los derivados crediticios con las fianzas, no corresponde a la realidad de los mismos, sin embargo, existen ciertos elementos comunes que sí son asimilables, como el carácter secundario respecto al riesgo garantizado, el artículo 2238 de la Codificación de nuestro Código Civil señala:

[...] Fianza es una obligación accesoria en virtud de la cual una o más personas responden de una obligación ajena, comprometiéndose para con el acreedor a cumplirla en todo o parte, si el deudor principal no la cumple.

La fianza puede constituirse, no sólo a favor del deudor principal, sino de otro fiador. [...]

El Art. 51 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero en su literal c) señala que los bancos podrán efectuar las siguientes operaciones en moneda nacional o extranjera, o en unidades de cuenta establecidas en la ley:

[...] Asumir obligaciones por cuenta de terceros a través de aceptaciones, endosos o avales de títulos de crédito, así como del otorgamiento de garantías, fianzas [...]

(Lo subrayado y en negrillas es de mi autoría).

Como se aprecia, las fianzas así como las garantías en general, tienen el carácter de constituirse en figuras jurídicas accesorias a la obligación principal, específicamente respecto al riesgo del crédito garantizado, son secundarias a dicha obligación principal, que en el caso de la fianza, quien la otorga se considera como un deudor supletorio que justamente, sustituye al deudor principal en el evento de que éste no satisfaga la deuda con su acreedor. El otorgamiento de la fianza puede ser por acuerdo voluntario entre las partes, es decir, convencional mediante la celebración de un contrato, legal, cuando existe estipulación de la Ley, y judicial, cuando la ordena un juez.

Comúnmente, las fianzas las otorgan las personas jurídicas autorizadas para expedirlas, es decir, las aseguradoras que emiten las pólizas de fianzas, que se otorgan con la finalidad de asegurar o garantizar el cumplimiento de un contrato, y en el evento de no ser cumplido, se procederá a su ejecución, en beneficio de la entidad contratante beneficiaria. En nuestro país,

son comunes las pólizas de fianzas, relativas al fiel cumplimiento de contrato, al buen uso de materiales, al buen uso de anticipo, exigidas éstas, por lo general, por las entidades públicas.

Es común también el otorgamiento de garantías a primer requerimiento, por parte de entidades bancarias, sin embargo, a diferencia de los derivados crediticios, para su otorgamiento, las garantías bancarias requieren que quien la solicite, deberá acreditar igual importe que la garantía solicitada, es decir, se exige una verdadera contragarantía requerida a quien la solicite, circunstancia que no se asimila en los derivados crediticios, en consideración a que en éstos, quien vende protección, exige a cambio una prima calculada en función del riesgo, mas no una contragarantía por el valor total del riesgo en caso de causarse.

Comparando la fianza con los derivados crediticios, la misma tiene semejanza en cuanto a que el vendedor de protección, asume el riesgo de incumplimiento de un tercero, en beneficio del comprador de protección, es decir, la obligación del tercero es asumida tanto en la fianza como en el derivado financiero crediticio, pero en éstos, como se ha manifestado, prevalece el marco convencional a través de los mercados OTC (Over the Counter). Sin embargo, la fianza al ser accesoria, quien responde por el cumplimiento, lo hace en virtud de que el deudor principal no lo hizo con su acreedor, es por tanto, una fuente de pago supletoria para el acreedor; en el derivado crediticio, intervienen dos partes, la una la vendedora de protección, a través de un derivado crediticio, y la compradora de éste.

Señalar a los derivados crediticios como verdaderos productos de seguros, tampoco se ajustan en estricto sentido a la naturaleza jurídica de estos instrumentos, a pesar de que para efectos de entendimiento, es razonable hablar, de los *Credit Default Swap* o CDS, como seguros contra cesación de pagos, en el entendido de reducir el riesgo del inversionista a un impago por parte de la entidad de referencia con una indemnización; no obstante, jurídicamente, el uno difiere del otro en sus partes sustanciales, conforme las siguientes comparaciones.

### 3.3.2.1 LOS CDS COMO PERMUTAS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO

Los *Credit Default Swap*, así entendidos, suponen que son una especie de swap o permuta financiera en sí, no obstante, los CDS, en esencia se asemejan también a un contrato de opción, sin embargo, el swap o una permuta implica en sí intercambio de valores, por tanto, la utilización del término *swap*, conlleva en amplio sentido, una categorización de varios tipos de derivados financieros.

De lo expresado, en términos meramente generales, se entiende por swap, una compra y venta a plazo simultáneo de monedas, con los precios de compra al contado y venta futura ya predeterminados. Sin embargo, en términos actuales, se puede decir, que por swap o permuta financiera se entiende al contrato por el que las partes convienen la asunción de pagos recíprocos entre sí, obligaciones de cuya consumación resulta el intercambio entre las mismas de determinados flujos dinerario, cuya determinación tiene lugar, en atención a diversos parámetros o criterios, o, en otro caso, obligaciones de entrega de cosas diversas.

En definitiva, podemos afirmar que los swaps tienen multiplicidad de variantes que están ajustadas a los mismos requerimientos del mercado, traducidas a la diversidad de operaciones financieras, y específicamente, responde, a la necesidad de diversificar el portafolio de inversiones de los agentes del mercado.

Podemos también describir, las citas que realiza el mismo autor *Juan Ignacio Sanz Caballero*<sup>123</sup>, señala que para *Costa Ran y Font Vilalta*, se entiende por swap o permuta financiera como la: "Transacción financiera en la cual dos partes contractuales acuerdan intercambiar extremos de pagos (cargas financieras) o cobros (activos) en el tiempo."

---

<sup>123</sup> Juan Ignacio Sanz Caballero, *Derivados financieros...*P.

La definición del *Banco de Pagos Internacionales* es más precisa al señalar que permuta financiera es:<sup>124</sup> [...] un acuerdo para un intercambio (permuta) de pagos entre dos contrapartes en algún o algunos momentos en el futuro y de acuerdo a una fórmula específica [...]

Sin embargo, a pesar de que los CDS son generalmente traducidos como permutas de incumplimiento crediticio, su clasificación como un swap no está ajustada a su naturaleza jurídica propia, en consideración a que, no existe necesariamente y obligatoriamente un intercambio de flujos entre dos entidades, la vendedora de protección por un lado, y la compradora de la misma; si bien es cierto que quien compra paga una prima calculada en función del riesgo del activo de referencia, la obligación de la vendedora de pagar al comprador, se ve condicionada, estrictamente en función del *default* o incumplimiento de la entidad emisora del activo de referencia, o en la variación del precio de éste, si no ocurre ninguno de estos eventos, la entidad vendedora de protección no realiza ningún pago a la compradora de CDS.

Por tanto, como derivado de crédito, y más ampliamente, como derivado financiero, el *Credit Default Swap* o CDS se ajusta contractualmente más a un contrato de opción crediticia, mediante el cual, como ya se describió con anterioridad, las mismas permiten al comprador de protección, por un lado, recibir una compensación en el evento de *default* o incumplimiento crediticio, y por otro, puede facultarle a recibir dicha compensación en el evento de producirse fluctuaciones en la calificación crediticia del activo financiero de referencia, características que se ajustan efectivamente a los *Credit Default Swap*.

Por tanto, la parte compradora de protección frente a un impago por un determinado período, a cambio y como contraprestación, paga al vendedor de protección, que por lo general son entidades financieras, como bancos, una prima periódica o *spread*, la misma que es valorada, en función del riesgo del activo financiero de referencia. Los eventos de crédito se

---

<sup>124</sup> Banco Internacional de Pagos, Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS), *Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidación*, Marzo de 2003, en [http://www.bis.org/publ/cpss00b\\_es.pdf](http://www.bis.org/publ/cpss00b_es.pdf)

definen contractualmente entre las partes, reduciendo o eliminando el riesgo de crédito. Sin embargo, a pesar de que los *Credit Default Swap* o CDS se categorizan más dentro de las opciones crediticias, es muy frecuente y generalizado, denominarlos como permutas de incumplimiento crediticio.

### 3.3.2.2 LOS CDS COMO PRODUCTO DE SEGURO

Es frecuente igualmente, el categorizar a los *Credit Default Swap* o CDS, como *seguros contra cesación de pagos*, término que pretende señalar a estos derivados crediticios, como verdaderos productos de seguros que pretenden constituirse en garantías para los inversionistas en los turbulentos mercados financieros, en el supuesto de verificarse un evento de crédito, sea por incumplimiento o variación del valor del activo de referencia, y que de una u otra forma, tratan de minimizar el riesgo de crédito existente.

En primera instancia, podríamos afirmar que los CDS sí operan con algunos rasgos intrínsecos de un producto de seguro, como por ejemplo, la circunstancia, de que su ejecución, depende del cumplimiento de un evento, como es, el incumplimiento de la entidad de referencia emisora del activo "asegurado". No obstante, para analizar si estos derivados de crédito son una especie de seguro, es importante señalar los elementos que éstos tienen, conforme la siguiente descripción.

El contrato de seguro tiene elementos reales que permiten su configuración, y existencia en sí, estos elementos se refieren a que debe existir, el interés asegurable, el riesgo asegurable, una prima, la obligación del asegurador de indemnizar al tomador o contratante del seguro, y por supuesto, la buena fe de quien contrata el seguro y quien lo vende; en sí, la finalidad del seguro consiste en cubrir un riesgo, no eliminándolo, sino indemnizando o compensando económicamente, al verificarse el siniestro asegurado, pactado contractualmente por las partes, a través de la póliza de seguro.

El elemento principal análogo de los contratos de seguros con los *Credit Default Swap* o CDS, es la protección patrimonial a quien lo contrata, es decir, el derecho de indemnización que tiene el tomador del seguro o el comprador de protección, mediante un CDS; al igual que existe semejanza, cuando en ambas figuras jurídicas, se establece la obligación del contratante del seguro y del CDS, de pagar un valor por concepto de prima, como contraprestación a la protección, en el evento del siniestro en el primer caso, y de verificación del evento de crédito; en ambos casos, debe estipularse contractualmente, cuáles son esos riesgos asumidos.

No obstante, el elemento clave que impide catalogar a los *Credit Default Swap* como productos de seguros es que, para obtener un seguro tradicional sobre un activo, se requiere ser propietario del mismo, es decir, si una persona natural o jurídica pretende lograr protección sobre un vehículo, una casa, equipos de oficina o industriales u otro tipo de activos, debe ser el propietario de los mismos, caso contrario no puede contratar un seguro para los mismos. La razón principal de esta exigencia, reside en su carácter patrimonial, es decir, si cualquier persona pudiera asegurar un activo ajeno, estaría en su interés el provocar su destrucción o daño, para obtener la indemnización a su favor, si fuere ese el caso, se estaría distorsionando el propósito de los seguros, provocando un elemento desestabilizador en la ocurrencia de la siniestralidad de los mismos.

Al contrario de esta exigencia para los seguros tradicionales, los CDS pueden ser contratados y transferidos a su vez, por cualquier persona natural o jurídica, sin que exista relación de propiedad alguna con el activo de referencia, sea un bono, obligación, o cualquier activo que se pretenda cubrir. Esta característica permite que se compren o vendan CDS ilimitadamente sobre un activo de referencia, superando y multiplicando el valor del mismo infinitamente, y motivando no solo el fin principal para el cual fueron creados estos instrumentos financieros, la protección y aseguramiento de una inversión, sino también, el permitir que sea utilizado para fines eminentemente especulativos, como fue el caso de la crisis de las *hipotecas*

*subprime*, o la crisis de deuda soberana europea, con el caso griego a la cabeza, situación que se ha visto reforzada, por el hecho de los CDS no están operando en un marco legal debidamente regulado, como más adelante se detallará.

Otros elementos que permiten no catalogar a los CDS como productos de seguros, es la calidad de quien los puede ofrecer. Por un lado, en el ámbito del mercado asegurador, sólo aquellas personas jurídicas debidamente autorizadas por las autoridades competentes, pueden ofrecerlo en el mercado, entidades que deberán estar dedicadas exclusivamente a dicha actividad, el mismo que está debidamente regulado por las entidades nacionales de control, sujetas al cumplimiento de ciertas obligaciones necesarias para su funcionamiento, como son, aquellas reservas obligatorias para responder, justamente aquella obligación de indemnizar cuando se producen los siniestros.

Por otro lado, en el caso de los CDS, los mismos son emitidos y ofrecidos en el mercado, por entidades especializadas, pero que no están necesariamente obligadas a provisionar como el caso de las aseguradoras, ni mantener las reservas necesarias para cumplir las indemnizaciones, esta característica provoca el riesgo de contraparte como se verá más adelante. Son además, entidades financieras, por lo general, bancos que ofrecen los CDS en el mercado, sin tener en la mayoría de casos, un porcentaje mínimo o adecuado de reserva, para responder a los eventuales incumplimientos, precisamente porque, en función del mismo mercado, son estas entidades las que, al mismo tiempo de vender y colocar los CDS, compran a su vez, CDS para protegerse de los impagos o deterioros de las calificaciones crediticias, semejante en algunos aspectos a un reaseguro, pero a una escala sin término, elevando a valores nocionales inimaginables.

En materia de seguros, se define en forma amplia y general al riesgo como la posibilidad futura, fortuita e incierta de que se produzca un hecho o acontecimiento, cuya ocurrencia acarrea consecuencias dañosas o negativas; y por otro, riesgo es la posibilidad de que ocurra un

acontecimiento que ocasione pérdidas al asegurado. Comparando el riesgo en el ámbito de seguros, con el riesgo de crédito que cubren los derivados crediticios, establecemos que si bien es cierto, parten de una base general, son distintos en cuanto a su esencia, el riesgo cubierto de los seguros, están determinados por sus características básicas: que sea *posible*, *incierto*, *fortuito* y que tenga *consecuencias dañosas o negativas*. En el ámbito de los derivados crediticios, es *posible* que la entidad de referencia, incumpla con su obligación de pago, o que el activo de referencia sufra una baja en su valoración; *incierto*, porque indudablemente no se espera que la entidad de referencia incumpla, pero sí es posible que lo haga; *fortuito*; este elemento no es aplicable a los derivados crediticios, por cuanto, de una u otra forma, si la entidad de referencia incumple, no se debe a un hecho meramente fortuito, habrá siempre una determinación de la acción u omisión que llevó al incumplimiento de la entidad de referencia en el pago, o en la degradación de la valoración del activo de referencia; finalmente, que tenga consecuencia dañosa o negativa, sí es aplicable al ámbito de los derivados crediticios, porque precisamente, la finalidad de un *Credit Default Swap* o de un derivado crediticio en general, es eliminar o dispersar el riesgo, y las pérdidas patrimoniales a los inversionistas, más aún, cuando los inversionistas apuestan a la quiebra del emisor o se niegan a aceptar reestructuraciones de deuda como en el caso de la deuda argentina y los denominados *hedge funds* que se analizarán posteriormente.

Tanto los productos de seguros como los derivados de créditos tienen como propósito la eliminación, reducción o prevención, asunción o transferencia del riesgo, su divergencia, como se ha señalado, está determinado definitivamente por la calidad de propietario del activo, y en menor medida, por los agentes intervinientes en el uno y otro ámbito. El origen del seguro es precisamente la transferencia del riesgo, y podemos señalar que los derivados crediticios cumplen también esa finalidad.

En cuanto a las pérdidas, en el ámbito de seguros, las mismas deben ser *cuantificables, predecibles, mensurables*, es decir, *medibles, y accidental*, en el ámbito de los *Credit Default Swap*, podemos señalar que, los mismos fueron creados principalmente para minimizar el riesgo de pérdidas de los inversionistas, y al sobrevenir el mismo, ofrecer la cobertura crediticia en el supuesto de verificarse el evento de riesgo, por tanto, al existir los mismos, los pagos sí son cuantificables, y mensurables, predecibles, por cuanto son aquellos estipulados en el contrato respectivo, y en cuanto a la característica accidental, esta última es discutible, en consideración a que muchas veces, las pérdidas ocasionadas son producto de operaciones destinadas a provocar disminución de valor en los activos de referencia o llegar incluso a su impago. En los CDS el pago final depende del denominado valor de recuperación luego de la declaración del evento de crédito, procedimiento que se analizará más adelante.

Otro elemento importante como se ha indicado es que los CDS no son regulados dentro de las actividades de seguro, por lo cual, los vendedores de protección no tienen que cumplir ninguna de las normas de solvencia ni de reservas que regulan el ejercicio de la actividad aseguradora, generando un mayor riesgo de contraparte o incumplimiento que en los contratos de seguros regulados por las entidades de control, esta circunstancia, acentúa la incertidumbre en un mercado OTC que contribuye a que no exista la suficiente transparencia en los mercados.

Por tanto, como se ha expuesto, definir a los CDS como verdaderos productos de seguro, no es preciso, principalmente por la exigencia de propiedad del activo a ser protegido, así como, en menor medida, por la diferencia de entidades que las ofrecen, y también, por las partes intervinientes, que son dos claramente definidas, vendedor y comprador de protección, y en el seguro, algunas a saber, aseguradora, tomador, asegurado y beneficiario. No obstante, a pesar de estas diferencias, las similitudes y específicamente, la finalidad principal, la de ofrecer protección patrimonial en un sentido amplio, contribuyen para que en forma generalizada y usual se denomine a los *Credit Default Swap*, como seguros contra cesación de pagos, instrumentos

que buscan principalmente garantizar los activos de los inversionistas, reduciendo así su exposición a las pérdidas, aunque también han servido como instrumentos de especulación.

### 3.3.3 LOS CONTRATOS DE CDS

Con los antecedentes señalados, los contratos de *Credit Default Swap* constituyen un instrumento eficaz para diversificar el riesgo, y como tales, tienen especiales particularidades, que por su naturaleza jurídica *sui géneris*, han evolucionado progresivamente, hasta ser estandarizados conforme los términos y condiciones propios de su ámbito de negociación que al 30 de junio de 2009, el tamaño del mercado de CDS era de 26,9 billones de dólares<sup>125</sup>. Este proceso de estandarización desarrollado a lo largo de varios años lo ha venido realizando la "*International Swaps and Derivatives Association o ISDA*" instrumentado en sus "*Acuerdos Marco*", así como ejecutándolos, a través de los dictámenes de sus distintos Comités de Determinaciones, encargado de supervisar el mercado de derivados financieros, cuando se produce un evento de crédito "*credit event*", como aquel famoso, referente a la "quita" de los bonos griegos, con respecto a la reestructuración de la deuda soberana griega y su decisión de activar las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC), para obligar a sumarse al proceso de reestructuración de su deuda a aquellos acreedores que no se han comprometido de forma voluntaria, o con la determinación de *default selectivo* de un tramo de la deuda argentina, estos temas los analizaremos más adelante.

---

<sup>125</sup> Banco Internacional de Pagos, *El tamaño del mercado mundial de CDS: datos del BPI y de DTCC* [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0912y\\_es.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0912y_es.htm).

### 3.3.3.1 CLASES

Los *Credit Default Swap* en consideración a su definición como un contrato de derivado de crédito<sup>126</sup> se determina su clasificación en CDS básicos o de cobertura y CDS en descubierto o especulativos.

#### 3.3.3.1.1 CREDIT DEFAULT SWAP BÁSICOS O DE COBERTURA

Los *Credit Default Swap* básicos o de cobertura son esencialmente derivados de crédito que tienen el propósito principal de ofrecer al inversionista, cobertura de riesgo crediticio, en virtud de lo cual, constituyen una especie de contratos financieros de cobertura de riesgos.

Como se ha manifestado, esta clase de *Credit Default Swap* son fundamentalmente instrumentos de protección contra el riesgo de crédito, que actúan análogamente como fianzas que otorga el vendedor de protección al comprador de la misma, que busca protegerse del riesgo de crédito. Son productos financieros que protegen del riesgo de impago o incumplimiento de un activo financiero o de una entidad de referencia.

Básicamente, mediante un contrato de swaps sobre un determinado activo, como por ejemplo, un bono soberano, o corporativo, el comprador del CDS, paga periódicamente una prima (*spread*) al vendedor de protección, y éste le reconoce una cierta cantidad de dinero, en el evento de que el título que sirve de activo subyacente al contrato no sea pagado a su vencimiento.<sup>127</sup>

Esta clase de *Credit Default Swap* es la más utilizada y en cierta forma, la más apropiada, en consideración a su finalidad y naturaleza jurídica, es el instrumento adecuado para cubrirse o reducir el riesgo de exposición a pérdidas asociadas con el título subyacente. Sin embargo, es importante señalar, que su utilización, al ser un instrumento en cierta forma

---

<sup>126</sup> Carmen Galán López, *Los "Credit Default Swaps" (CDS): Una aproximación a su régimen jurídico*, P. 6., en <http://eprints.ucm.es/15505/1/Galan-DT57.pdf>

<sup>127</sup> Carmen Galán López, *Los "Credit Default Swaps" (CDS): Una aproximación a su régimen jurídico*, P. 6.

complejo, y costoso en cuanto a su contratación, está limitado, principalmente a grandes fondos de cobertura o denominados *hedge funds*, de inversión, bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones o gestores de fondos en general, quienes utilizan CDS para asegurar como se ha dicho inversiones de grandes corporaciones, en el aseguramiento de paquetes de referencia crediticia (CDO) o en el aseguramiento de los bonos de deuda soberana, como los emitidos por el gobierno griego.

Los poseedores de CDS pueden pasar de compradores de protección a vendedores de la misma infinitamente, multiplicándose los aseguramientos de vendedor de protección a comprador y viceversa; estos roles por la concepción y naturaleza jurídica de estos instrumentos, son perfectamente intercambiables, lo cual, desde una perspectiva práctica es importante para su poseedor, en consideración a las opciones de mercado que pueden ser aprovechadas infinitamente, pero de igual forma, de un eventual y creciente riesgo si no es adecuadamente regulado por las entidades de control.

En consecuencia, los CDS de cobertura o básicos, medidos desde esta perspectiva, es decir, como medio de cobertura para diversificar el riesgo de crédito, son absolutamente útiles y válidos para los inversionistas.

#### **3.3.3.1.2 CREDIT DEFAULT SWAP EN DESCUBIERTO O ESPECULATIVOS**

Los CDS como se ha manifestado son instrumento perfectamente válidos como medio de protección de riesgo, como cobertura para los inversionistas, sin embargo, también han sido utilizados como medio de especulación sobre la calidad crediticia del título asegurado o sobre la entidad emisora, siendo desde esta forma de utilización, abiertamente criticados, catalogados como "*armas de destrucción masiva*" y señalados como causantes principales de la crisis financiera del 2008.

Quienes han utilizado los CDS como medio de especulación, han apostado con la compra de los títulos como *Obligaciones de Deuda Colateralizada (CDO)* o paquetes de deuda soberana, y por otra, han comprado protección con los CDS, en caso de *default*. En la crisis financiera del 2008, fueron ampliamente utilizados con las *hipotecas subprime*, concedidas principalmente por *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, donde los grandes bancos como *Bank of America*, *Citibank*, *Morgan Stanley*, entre otros, compraron paquetes de valores con respaldo hipotecario (*Mortgage Backed Security, MBS*), u *Obligaciones de Deuda Colateralizada (CDO)*, y por otra, los aseguraban con CDS. Basta recordar que los CDS sobre los bonos de *hipotecas subprime* (de alto riesgo) en Estados Unidos casi acabaron con la aseguradora *AIG*, que requirió de un rescate inicial de 85,000 millones de dólares por parte del Tesoro de Estados Unidos, como ya se ha manifestado. No obstante, más allá del inadecuado manejo de sus inversiones, estas entidades diversificaban su riesgo y su portafolio, obteniendo ganancias por pago de intereses y también por pagos en evento de *default* de los títulos titularizados de *hipotecas subprime*.

La especulación con los CDS se realiza tomando como referencia determinados subyacentes o propiamente la calidad crediticia de las entidades emisoras de dichos títulos. En el primer caso, se actúa sobre los cambios en los diferenciales de CDS, manifestados en los índices de mercado, como son los *Markit CDX* o *Indice CDX de América del Norte*, o el *iTraxx Indices* o *Indice Europeo* previamente citado.

El procedimiento especulativo establece que, si el diferencial (*spread*) de un CDS que asegura, por ejemplo, un bono soberano, es demasiado alto o bajo, en relación con el rendimiento que obtenga dicho bono, independientemente de las causas que originen dicho rendimiento, puede ser aprovechado por el inversionista poseedor del CDS, para vender o comprar protección, según las circunstancias que valore el inversionista.

La especulación respecto a la calidad de la entidad crediticia emisora del título o subyacente, se refiere a que los CDS aumentan su diferencial, es decir, su prima, cuando disminuye la solvencia crediticia de la entidad emisora, y a la inversa, disminuye el diferencial del CDS, cuando aumenta dicha solvencia crediticia. En estas circunstancias, el inversor - especulador, podrá comprar CDS o posición "corta", o vender protección o posición "larga", dependiendo si disminuye o aumenta la calidad crediticia de la entidad emisora<sup>128</sup>.

Los CDS en descubierto (o *naked CDS*) son aquellos en que, quien contrata CDS lo hace sin ser poseedor de ningún título de los que quiere asegurar, de forma que no busca la cobertura de riesgo, sino que la finalidad es meramente especulativa, relativa a la evolución del desempeño de los subyacentes de referencia o sobre la calidad crediticia de la entidad emisora.

Bajo estas consideraciones, los CDS al descubierto han sido ampliamente criticados y sujetos de un llamado a establecer medidas de regulación y control, considerando que al no exigirse la tenencia del subyacente, no hay límites para el número de contratos de cobertura sobre dichos subyacentes, como se ha visto, la compra o venta de protección puede ser infinito, creando miles de millones de valores asegurados y eventualmente por pagar a quien tenga los beneficios de cobro.

Se ha expuesto también que el volumen de los CDS supera la deuda real que cubre en una relación de 10 a 1, ante estas circunstancias, el riesgo de impago se multiplica por el número de poseedores de protección, contribuyendo así, a un riesgo sistémico mayor como el ocurrido en la crisis financiera del 2008 o la alta especulación demostrada en la crisis de deuda soberana europea, bajo esta perspectiva, inversores famosos han llamado a prohibir el uso de los *Credit Default Swaps*.

---

<sup>128</sup> Las posiciones cortas o bajistas son utilizadas por los inversionistas, cuando creen que el mercado va a caer y quieren sacar rentabilidad de ello o para proteger su posición cuando ven demasiada volatilidad. Las posiciones largas son cuando los inversionistas retienen el CDS sin venderlo.

Debido a su extrema complejidad incluso para quienes los manejan, *George Soros* calificó a los CDS como "*instrumentos de destrucción*" y defendió su prohibición debido a su supuesta "*perversa naturaleza*" y sus destructivos efectos, manifestado por ejemplo en las quiebras de instituciones financieras como *Bear Stearns o Lehman Brothers* o en entidades no financieras, como *General Motors*, cuando algunos tenedores de bonos de la compañía que poseían CDS, tenían mayores expectativas de beneficios con la bancarrota de *GM* que con su reestructuración. *Soros* llegó a comparar a los *Credit Default Swaps* con un seguro de vida sobre la vida de otro teniendo una licencia para matar a esa persona.<sup>129</sup>

Otro ejemplo de cómo los CDS pueden afectar el mercado, al sustituirse la posición de comprador de protección a vendedor de ésta, fue cuando casi tres años después de que colapsara *Lehman Brothers Holdings Inc.*, amenazando con hundir al sistema financiero global, la entidad liquidadora del banco de inversión trató de vender un portafolio que incluía seguros contra cesación de pagos (CDS) sobre USD 8.000 millones en deuda respaldada por bonos municipales en varios estados, afectando el mercado de bonos municipales de Estados Unidos.

La mera posibilidad de que un volumen tan alto de valores entre al mercado fue un factor en el descenso de los precios de los CDS, es decir, la liquidación de *Lehman Brothers* rebajó artificialmente los CDS de California, cuando la variación natural se debe al desempeño de la calidad crediticia de la entidad emisora de los títulos subyacentes.<sup>130</sup>

La crisis de deuda soberana europea es otro ejemplo de la utilización de los CDS como medio especulativo, iniciada dicha operación en el año 2010 con Grecia y continuada en otros países como Irlanda, Portugal, Italia y España, con consecuencias para la estabilidad del euro y la propia Unión Europea, su uso especulativo, incidió en la elevación de los costos de asegurar

---

<sup>129</sup> Libertad Digital Economía, *Credit Default Swaps: ¿causa de la crisis o efecto del sistema monetario?*, en <http://www.libertaddigital.com/economia/credit-default-swaps-causa-de-la-crisis-o-consecuencia-de-la-intervencion-monetaria-1276362410/>

<sup>130</sup> Michael Corkery y Katy Burne, *Lehman Brothers vuelve a sacudir a los mercados*, The Wall Street Journal, en <http://online.wsj.com/article/SB100014240527023037114704576383582350258092.html?dsk=y>

la deuda soberana, provocando el incremento en las tasas de interés de los rendimientos de deuda soberana de países como Grecia, Portugal o España. La presión por asegurarse o cubrir el riesgo de impago, presiona al alza el costo de la colocación de bonos, más adelante se tratará con más detalle otros casos de especulación con los *Credit Default Swap*, y el consecuente acuerdo en principio para prohibir el CDS al descubierto como instrumento financiero especulativo, utilizado para apostar por el *default* de un país y acusado de agravar la crisis de la deuda en Europa.

### 3.3.3.2 ELEMENTOS

Los contratos de *Credit Default Swap* contienen elementos importantes que configuran su *sui generis* naturaleza jurídica, entre estos elementos, se encuentran, la prima de riesgo, los eventos o sucesos de crédito, las coberturas de riesgo, la entidad de referencia y sus obligaciones, las definiciones del contrato de cobertura, las convenciones, referentes a plazos, nominales, así como las modalidades de liquidación, la resolución de conflictos, los compromisos y garantías, las declaraciones de conocimiento de riesgos, elementos que por su complejidad, requerirían demasiado tiempo y recursos para su estructuración individual contrato por contrato.

Ante esta especial dificultad de definir cada contrato, y con el propósito de facilitar la negociación, operación y liquidación de los *Credit Default Swaps*, se han estructurado y formalizado los contratos estándar, en *acuerdos marco*, elaborados por la *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*, denominados, *ISDA Master Agreement* o *Acuerdos Marco ISDA*, que contienen los elementos generales, términos y condiciones económicos y reguladores de los CDS, que permiten que funcionen adecuadamente dichos derivados de crédito, más adelante, tratemos con más detalle el *ISDA Master Agreement*, señalando los elementos y características propias de los *Credit Default Swap*.

Se ha mencionado igualmente que los *Credit Default Swap* son contratos comparados con los contratos de seguros, asemejándose en ciertas características, pero diferenciándose marcadamente en otras, especialmente la referente a la titularidad del activo que se contrata para la cobertura de riesgo.

#### 3.3.3.2.1 NOMINAL

Es la cantidad de riesgo de crédito que se transfiere, acordada previamente entre el comprador y el vendedor de protección. Habitualmente entre USD 5 y USD 25 millones de dólares por operación.

#### 3.3.3.2.2 PRIMA DE RIESGO

Podemos manifestar que este elemento es la contraprestación que se obliga a cumplir quien contrata el *Credit Default Swap*, se constituye por tanto, en el elemento esencial de este derivado de crédito, si bien, la periodicidad del pago puede ser convenida entre el vendedor de protección y el comprador de la misma, por lo general, el pago se lo hace en forma trimestral. Estos pagos periódicos, habitualmente expresados en porcentaje sobre el valor principal del préstamo, son la denominada *referencia básica*, y en el caso de la deuda soberana, de la llamada *prima de riesgo*.

El cálculo de la misma está subordinado al desempeño del riesgo crediticio del activo subyacente, según, la autora *Carmen Galán López*<sup>131</sup>, la doctrina desarrolla dos enfoques del riesgo crediticio, los primeros los *modelos estructurales* y los denominados *modelos de forma reducida*.

Los modelos estructurales se fundamentan en la evolución de las variables estructurales del emisor, como el valor de los activos que posea, y de la deuda emitida, en esencia, el emisor

---

<sup>131</sup> Carmen Galán López, *Los "Credit Default Swaps" (CDS): Una aproximación a su régimen jurídico*, P. 12.

del activo subyacente, incurrirá en un evento de crédito si el valor de los activos experimenta una caída debajo del *threshold*<sup>132</sup>. El evento de no pago para la activación de los *Credit Default Swap* se daría cuando el valor de la deuda, a su vencimiento es mayor el valor de los activos del emisor, en este caso, se aplican las teorías de *Merton*<sup>133</sup>, que propone la valoración el patrimonio y la deuda del emisor, sobre la base de la teoría de valoración de opciones.

Los modelos reducidos aplicados inicialmente por *Jarrow-Turnbull* (1995),<sup>134</sup> se fundamentan en que el incumplimiento se configura directamente como una variable exógena, es decir, externa a la voluntad del emisor, consideran que el *spread* entre la deuda y el tipo libre de riesgo se debe exclusivamente a riesgos de crédito, en esencia suponen que existe independencia entre la calidad crediticia del emisor y las tasas de interés libre de riesgo. En estos modelos se basan en técnicas estadísticas, no considerando de forma directa la relación entre *default* y el valor del emisor.<sup>135</sup>

### 3.3.3.2.3 CONFIRMACIÓN

Elemento que como se ha expresado, están estipulados en los Acuerdo Marco ISDA, la misma que tiene aspectos fundamentales que deben estar perfectamente establecidos al momento de acordar la contratación de la cobertura de riesgo, dichos aspectos esenciales están referenciados a: la entidad de referencia o emisor del activo subyacente, las obligaciones pactadas de dicha entidad de referencia, y los sucesos o eventos de crédito que activarán los *Credit Default Swap*, en el evento de verificarse dichos eventos.

---

<sup>132</sup> Threshold Price: precio umbral o mínimo de referencia. Castelo Montero, Miguel, *Diccionario comentado de términos financieros ingleses de uso frecuente en español*, Fundación Una Galicia Moderna, 2003.

<sup>133</sup> Robert King Merton fue un sociólogo estadounidense. Es padre del Premio Nobel de Economía Robert C. Merton

<sup>134</sup> Jarrow y Turnbull en 1995 son de los primeros en utilizar estos modelos con el supuesto de que las probabilidades de incumplimiento son constantes.

<sup>135</sup> Carmen Galán López, *Los "Credit Default Swaps" (CDS): Una aproximación a su régimen jurídico*, P. 13.

#### 3.3.3.2.4 ENTIDAD DE REFERENCIA

Es aquella que emite los bonos u obligaciones, en esencia los activos subyacentes, por lo cual, para la definición posterior de los eventos o sucesos de crédito, es importante determinar con precisión el alcance de la entidad de referencia y en consideración a que pueden constituirse grupos de compañías, relacionadas en forma directa o indirecta, en virtud de lo cual, podrá la matriz garantizar la emisión, realizándola una de sus filiales, esta definición es importante, en consideración a que los *Credit Default Swap* cubren el riesgo de incumplimiento de la entidad de referencia, como deudor principal, o garante o avalista del obligado principal.

##### 3.3.3.2.4.1 OBLIGACIONES DE LA ENTIDAD DE REFERENCIA

Conforme lo señalado por *Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán*<sup>136</sup> el concepto de obligación se utiliza en tres distintas formas en la confirmación:

#### 1. OBLIGACIÓN DE REFERENCIA

Es requerida en los *Credit Default Swap* en los que la liquidación se realiza por diferencias entre el precio de mercado de la obligación de referencia luego del evento de crédito y el nominal del CDS, esta definición es necesaria para que el agente de cálculo pueda pedir cotizaciones del precio final a entidades financieras que negocien los activos subyacentes basado en esta referencia cierta.

#### 2. OBLIGACIÓN EN SENTIDO AMPLIO

Es el tipo de activo o deuda que se considera para observar la verificación del evento de crédito, la categoría más amplia es cualquier obligación de la entidad de referencia, y la más concreta es una obligación determinada de manera específica.

---

<sup>136</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 142.

### 3. OBLIGACIÓN ENTREGABLE

Se define como el tipo de activo que podrá ser entregado por el comprador de protección al vendedor, al momento de liquidarse el *Credit Default Swap*, una vez verificado el evento de crédito. Los más comunes son los bonos, préstamos, derivados, obligaciones, etc. Es importante señalar que las partes pueden pactar específicamente que las obligaciones entregables tengan características específicas referentes a tipo de divisa, plazos de vencimiento o que sean cotizadas en mercados organizados.<sup>137</sup>

#### 3.3.3.2.4.2 SUCESOS DE CRÉDITO

La determinación de los sucesos de crédito son importantes a la hora de activar los *Credit Default Swaps*, estos elementos junto a los otros que han sido expresados con anterioridad, son definidos por la ISDA y plasmados en los *ISDA Master Agreement*. Los sucesos de crédito establecen la obligatoriedad del vendedor de protección, de cancelar la indemnización, y a su vez, la obligación del comprador de protección de entregar los subyacentes.

Al igual que un contrato de seguro tradicional, el suceso o evento de crédito es incierto, es decir, susceptible de producirse o no, por lo cual, la determinación de dichos eventos en los *Credit Default Swaps*, es crucial, basta recordar la reestructuración de la deuda soberana griega y la posterior quita para el canje de deuda soberana en manos de los inversionistas. El ISDA en primera instancia decidió que dicha reestructuración, no representaba un evento de crédito, lo cual, impidió que se activaran los *Credit Default Swap*, a pesar de que el canje de bonos entre el Banco Central Europeo y el gobierno griego provocó que el resto de tenedores de bonos se subordinen al activarse las Cláusulas de Acción Colectiva.

---

<sup>137</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 142.

El canje de bonos del Banco Central Europeo con Grecia no incluyó la quita del 53,5% en manos de terceros tenedores, el ISDA decidió unánimemente que no constituía un evento de crédito. Tampoco lo consideró así, la oferta de canje a los tenedores privados de bonos griegos.

Posteriormente, el Comité de Determinación de Crédito EMEA del ISDA<sup>138</sup> determinó y resolvió por unanimidad que sí se produjo un evento de crédito de reestructuración por parte de Grecia, en consideración a que este país ejerció la activación de las Cláusulas de Acción Colectiva para modificar los términos de la ley que reguló la deuda emitida por el país helénico, reduciéndose, por tanto, el derecho de todos los tenedores de los activos subyacentes afectados para recibir los pagos pactados.

Más allá de las consideraciones políticas de decidir si dichos eventos constituían verdaderamente “eventos de crédito”, lo cual hubiera activado los CDS, y provocado que Grecia entre en quiebra, por las condiciones financieras delicadas por las que atravesaba, el ISDA al haber decidido no declararlos como eventos de crédito en primera instancia, afectó la función del *Credit Default Swap* como verdadero instrumento de cobertura de riesgo, lo cual, perjudicó a los poseedores de bonos soberanos y dejó en entredicho la eficacia de estos derivados de crédito, se tratará más en detalle este punto.

Los principales eventos o sucesos de crédito descritos en la documentación del ISDA que cubren los riesgos de crédito con los *Credit Default Swap*, conforme lo señalan *Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán*<sup>139</sup> son:

## 1. QUIEBRA DE LA ENTIDAD DE REFERENCIA (“BANKRUPTCY”)

- 1.1 Disolución por circunstancias distintas a la fusión, absorción, consolidación o agrupación, la reestructuración se constituye un evento de crédito en Europa, no en Estados Unidos.

---

<sup>138</sup> Comité de Determinación del ISDA para Europa.

<sup>139</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 143

- 1.2 Insolvencia, no pudiendo pagar sus deudas o incumple o reconoce por escrito su incapacidad general de pagar sus compromisos al vencimiento de los mismos.
- 1.3 Inicio en contra de la entidad de referencia de cualquier procedimiento para declarar la insolvencia, la quiebra o similar, o cuando se presenta la solicitud para la disolución o liquidación.
- 1.4 Orden, resolución judicial o declaración de insolvencia, quiebra o similar, disolución o liquidación. Cuando no es retirada, anulada o de cualquier otra forma cancelada en los 30 días siguientes al inicio del proceso o presentación de la solicitud.
- 1.5 Cesión o acuerdo general a favor de acreedores o con ellos.
- 1.6 Aprobación de una resolución para disolución, administración o liquidación por razones distintas a consolidación, agrupación o fusión.
- 1.7 Solicitud o imposición de nombramiento de administrador, liquidador, custodio, fiduciario o similar en relación con todo o en parte sustancial de sus activos.
- 1.8 Acceso de cualquier acreedor con garantía real a tomar posesión de todo o parte sustancial de sus activos o es objeto de demanda, proceso o ejecución, embargo o secuestro de bienes, en relación con todo o parte de sus activos y el acreedor mantiene la posesión o el procedimiento de que se trate no es suspendido o cancelado en un plazo de 30 días.
- 1.9 Inicio por parte de la entidad de referencia o es objeto de cualquier suceso o actuación que bajo la legislación de cualquier jurisdicción tenga igual efecto que los numerales precedentes.

## 2. IMPAGO ("FAILURE TO PAY")

Incumplimiento por parte de la entidad de referencia de cualquier pago no inferior USD 1 millón de dólares en el momento y en el lugar de su vencimiento.

### 3. VENCIMIENTO ANTICIPADO DE OBLIGACIONES

Como consecuencia de cualquier incumplimiento de la entidad de referencia distinto del impago, una o más obligaciones se vuelven líquidas y exigibles antes del vencimiento previsto, el importe global mínimo es de USD 10 millones de dólares.

### 4. REPUDIO

La entidad de referencia rechaza, total o parcialmente o niega la validez de una o más obligaciones por un importe global no inferior a USD 10 millones de dólares.. Este evento se pudo verificar cuando nuestro país, a través del gobierno del Presidente Rafael Correa, en el mes de diciembre de 2008, declaró una cesación de pagos respecto a un tercera parte de su deuda pública externa, calificándola como “ilegítima, corrupta e ilegal”, provocando una caída el precio de los bonos en los mercados secundarios de deuda pública, lo cual permitió al Gobierno ecuatoriano recomprarlos a un valor bastante menor, y posteriormente ofertando a los tenedores de bonos pagar a un 35% de su valor nominal, esta circunstancia permitió que se activen los CDS para las liquidaciones respectivas.

### 5. REESTRUCTURACIÓN

En Europa la reestructuración es considerada un evento de crédito, al constituirse como resultado del deterioro crediticio de la entidad de referencia, respecto a una o varias obligaciones que se reestructuren por un valor no menor a USD 10 millones de dólares; contrario a Europa, la reestructuración no se determina como un evento de crédito en Estados Unidos de América, en consideración a que en este país, rige la protección a los deudores amparados bajo el Capítulo 11 del Código de Bancarrota (*"Bankruptcy Code"*), que permite a las compañías reorganizarse y reestructurarse para cumplir sus obligaciones ante sus acreedores.

La reestructuración contempla dos circunstancias:

1. Cuando existe un acuerdo entre la entidad de referencia y sus acreedores, respecto a sus obligaciones;
2. Cuando la entidad de referencia anuncia de forma irrevocable uno o varios de los siguientes supuestos, siempre que no estén contemplados en los términos de dicha obligación:
  - Reducción del tipo de interés o del valor de los intereses pagaderos.
  - Reducción del valor de la prima pagadera al vencimiento o en las fechas de amortización pactadas.
  - Aplazamiento de las fechas de vencimiento o devengo de intereses, o del pago del valor del principal o prima.
  - Cambio en la prelación de pagos de cualquier obligación, subordinando la misma.
  - Cambio en la divisa de pago de intereses o principal, excepto que la divisa sea de uno de los países miembros del G-7<sup>140</sup> o de la OCDE.<sup>141</sup>

No se considerará reestructuración los siguientes casos:

1. El pago en euros de intereses o principal de cualquier obligación denominada en una moneda de cualquier país miembro de la Unión Europea que tenga o vaya a adoptar el euro como moneda de curso legal.
2. El acuerdo o anuncio de cualquiera de los supuestos descritos, siempre que dicho supuesto no sea el resultado directo o indirecto del deterioro de la solvencia de la entidad de referencia.

---

<sup>140</sup> El G-7 lo conforman Estados Unidos de América, Alemania, Canadá, Reino Unido, Japón, Francia e Italia.

<sup>141</sup> OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo, fundada en 1961, agrupa a 34 países miembros y su misión es promover políticas que mejoren el bienestar económico y social de las personas alrededor del mundo.

### 3.3.3.2.5 CARACTERÍSTICAS

Los *Credit Default Swap* tienen características especiales que les permiten operar en los mercados de derivados, entre las características principales tenemos:

#### 1. SE NEGOCIAN EN MERCADOS OVER THE COUNTER (OTC)

Los *Credit Default Swap* al ser derivados de crédito, se negocian como contratos financieros bilaterales Over The Counter – OTC, es decir, no se negocian en un mercado oficial organizado, como las bolsas de valores, sino que las partes intervinientes, por un lado, el comprador de protección, busca cubrirse del riesgo de crédito de un determinado instrumento, transfiriendo el riesgo a un vendedor de protección, a cambio de una prima periódica.

Esta característica ha permitido que los CDS se negocien ampliamente, aunque su participación en el mercado OTC es de un 7%, y 638 billones de dólares estadounidenses de notional contratado consolidado a finales del primer semestre de 2012<sup>142</sup>, su repercusión constituye de gran importancia, considerando las implicaciones de su operación como medio especulativo y las consecuencias derivadas de ello, tanto en la crisis financiera del 2008, como en la crisis soberana europea.

Al ser bilateral la negociación de los *Credit Default Swap*, en la cual, las operaciones se llevan a efecto, en consideración a necesidades muy específicas y especiales tanto del comprador de protección, como del vendedor de ésta, y en la que, los roles pueden intercambiarse infinitamente, no existiendo la suficiente transparencia de dichas operaciones, el riesgo de contraparte es bastante alto.

El riesgo de contraparte en la operación de CDS para la parte compradora de protección es más alto que para la vendedora, en consideración a que, cuando se verifica un evento de

---

<sup>142</sup> Bank of International Settlements, Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at end-June 2012 (página 14), disponible en [http://www.bis.org/publ/otc\\_hy1211.pdf](http://www.bis.org/publ/otc_hy1211.pdf).

crédito, el vendedor de protección puede llegar a incumplir con su obligación de pagar la indemnización, en cambio, cuando es el comprador quien incumple con su obligación de pagar la prima, el vendedor deja de percibir un valor por la cobertura, pero se "exime" de indemnizar al comprador.

En razón de este riesgo de contraparte, el riesgo sistémico del mercado de los *Credit Default Swap*, por las condiciones de negociación OTC, y por las insuficientes garantías apuntaladas a este tipo de derivados, es considerable, y evidente, considerando como se ha manifestado, las consecuencias en la crisis financiera del 2008 y la crisis europea de deuda soberana, en virtud principalmente de su extendido uso especulativo de estos derivados de crédito.

## **2. EL ACTIVO SUBYACENTE PUEDE SER DE DEUDA PÚBLICA O PRIVADA**

Los *Credit Default Swap* pueden tener como activo subyacente, a un título de deuda, pública o privada, emitidos por entidades públicas o privadas, lo esencial es que el comprador del activo se asegura que, en caso de producirse el evento de crédito, el vendedor de protección le indemnizará el principal de la deuda, recibiendo a su vez, el vendedor, el activo subyacente, es decir, el título de deuda que había adquirido el comprador.

## **3. COSTOS DE CONTRATACIÓN**

En forma similar a la contratación de un seguro tradicional, convenir la cobertura de riesgo con un *Credit Default Swap*, depende de varios elementos, entre éstos, las características del activo subyacente, el emisor, el plazo, el precio del activo asegurado y fundamentalmente qué riesgo representa para el vendedor de protección cubrir dicho activo, es decir, la valoración del *spread* de un CDS depende de su calidad crediticia y su determinación dependerá de diferentes criterios.

La valoración del CDS, en función de varios criterios como los señalados, determinará la prima de riesgo que deberá pagar el inversionista para cubrirse del riesgo de crédito del activo de referencia, dicha prima se establece en función del denominado "riesgo país", entendido como se ha manifestado anteriormente, como aquel que asume el inversionista al mantener o comprometer recursos en algún país extranjero, por los eventuales impedimentos para obtener su recuperación, debido a factores que afectan globalmente al país respectivo, distintos del riesgo de crédito u otros riesgos propios de las operaciones realizadas con sus residentes.

El riesgo-país comprende el "riesgo soberano" y el "riesgo de transferencia". En el caso de las operaciones de crédito, el primero corresponde a las dificultades que podrían presentarse para ejercer acciones contra el prestatario o último obligado al pago por razones de soberanía, en tanto que el segundo se refiere a la incapacidad general de los deudores de un país para hacer frente a sus obligaciones con acreedores extranjeros, por carecer de divisas.<sup>143</sup>

La forma de cotizar los precios de los CDS se realiza mediante puntos básicos<sup>144</sup>; los pagos de la prima de riesgo son periódicos y se calculan multiplicando los puntos básicos por el valor nominal del contrato. El movimiento en los precios de los CDS es análogo al del riesgo país (calculado como el diferencial de rendimientos de los bonos sobre los del Tesoro de EE.UU), para el efecto, se utilizan como ponderadores en los cálculos de los precios de CDS y riesgo país los PBI en dólares.<sup>145</sup> El monto mínimo de operación es de 10 millones de dólares, y pueden ser a 1, 2, 3, 5 o 10 años.

---

<sup>143</sup> Ricardo Rodríguez Arriagada, *Diccionario Financiero, Ing.MBA.*

<sup>144</sup> Un punto básico es 0,01 puntos porcentuales.

<sup>145</sup> *El Incremento en el uso de Credit Default Swaps como cobertura de riesgos crediticios, en <http://blog.pucp.edu.pe/item/3118/el-incremento-en-el-uso-de-credit-default-swaps-como-cobertura-de-riesgos-crediticios>.*

#### 4. LOS CREDIT DEFAULT SWAP COMO ÍNDICE DE RIESGO

Como se ha señalado con anterioridad, el riesgo país puede ser medido por el valor de las primas de seguro de los *Credit Default Swap*, el mismo es reflejado en índices, como el denominado *Itraxx Crossover*<sup>146</sup>, que mide el coste anual de asegurar deuda corporativa o soberana frente a un posible impago, a través de la medición de los cincuenta principales *Credit Default Swap* (CDS). Si el índice está más bajo, el costo de asegurarse con una permuta de incumplimiento crediticio es más barato; y si es más alto, el costo es mayor. El índice, está vinculado a la prima de riesgo que debe pagar cada país en la emisión de sus bonos soberanos.

Bajo las circunstancias actuales, los *Credit Default Swap* se han convertido en un indicador de riesgo de los países y han sustituido parcialmente al otro medidor de riesgo país, el EMBI (spread o diferencia entre el costo de la deuda de cada país frente al de Estados Unidos)<sup>147</sup>, llegando incluso el *spread* del CDS a constituirse como un indicador crediticio más significativo y práctico que las agencias de rating posibles como *downgrade*<sup>148</sup> o *watchlist*<sup>149</sup>.

Los *Credit Default Swap* a más dar cobertura de riesgo al inversionista, también refleja la percepción de riesgo sobre la empresa o el país emisor. Si la percepción de riesgo de un país determinado aumenta, el valor del CDS aumentará y a la inversa, si mejora la percepción de riesgo, el precio del contrato disminuirá. Durante la crisis de deuda soberana europea, la percepción de riesgo era extremadamente alta en países como Grecia, Irlanda, España, Portugal e Italia, lo cual encareció los tipos de interés de los bonos emitidos por esos países, a niveles

---

<sup>146</sup> Ver descripción en página 12.

<sup>147</sup> El EMBI se define como un índice de bonos de mercados emergentes, el cual refleja el movimiento en los precios de sus títulos negociados en moneda extranjera. Se la expresa como un índice o como un margen de rentabilidad sobre aquella implícita en bonos del tesoro de los Estados Unidos.

([http://contenido.bce.fin.ec/resumen\\_ticker.php?ticker\\_value=riesgo\\_pais](http://contenido.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=riesgo_pais))

<sup>148</sup> Downgrading: Bajar de calificación. Disminución de la calificación asignada a una emisión de bonos u obligaciones negociables, *Glosario Bursátil Inglés-Español*, en <http://bolsadigital.blogspot.com/2008/08/glosario-burstil-ingls-espaol.html>.

<sup>149</sup> Lista de compañías (o valores) a seguir, y para la que se pueden configurar alarmas, *Glosario Bursátil Inglés-Español*, en <http://bolsadigital.blogspot.com/2008/08/glosario-burstil-ingls-espaol.html>.

incluso insostenibles para sus economías, obligándolas a pedir rescates por miles de millones de euros a la Unión Europea.

En cuanto a cifras, el porcentaje del CDS representa el valor de la prima a pagar por el seguro para cubrir el riesgo de impago. Por ejemplo, si el valor del CDS de un país determinado es de 4,15 %, significa que para cubrir un millón de dólares, costaría 41.500 dólares.

Sin embargo, el riesgo de un país se ve empeorado cuando inversionistas con propósitos especulativos utilizan *CDS al descubierto*, es decir, cubriéndose del riesgo de impago de los bonos subyacentes, sin haber comprado ningún bono de deuda soberana del país emisor, lo cual, impide que dicho país se beneficie con un precio más bajo al colocar su deuda, y al contrario, aumente, el *spread* de los CDS sobre dicha deuda soberana, así como también la prima de riesgo del país emisor, este tema lo ampliaremos cuando tratemos los CDS como medio de especulación.

#### 3.3.3.2.6 PARTES INTERVINIENTES

Los *Credit Default Swap* son contratos bilaterales en los que intervienen dos partes principales, el comprador de protección que busca cubrirse del riesgo de crédito por incumplimiento del emisor o entidad de referencia, y el vendedor de protección que a cambio de una prima previamente acordada, asume el riesgo de incumplimiento del emisor.

La estructura de los contratos de CDS como ya se ha señalado, permite que el comprador de protección y el vendedor de la misma, asuman posiciones intercambiables, es decir, el comprador de cobertura, en función de su análisis de riesgo y de oportunidad, puede convertirse en vendedor de su posición de cobertura, y viceversa, en virtud de lo cual, en ambas posiciones, intervienen principalmente bancos, compañías de inversión, fondos de inversión, *hedge funds*, aseguradoras, fondos de pensiones, y más reducidamente, otras compañías no financieras. La doble posición de algunos actores como bancos, e inversionistas institucionales,

determina que actúen como *intermediarios del mercado*, proporcionando liquidez a los partícipes del mercado y brindando soporte de estructuración legal de los contratos bilaterales.

Los oferentes más activos en los mercados de CDS suelen ser fundamentalmente, los bancos. Según el panel de participantes encuestados por la *British Bankers Association (BBA)*, la oferta de CDS entre 2000 y 2006 estuvo concentrada, si bien en menor medida que en el lado de la demanda, en las entidades bancarias, con una participación creciente, como sucede por el lado comprador, por parte de los *hedge funds*<sup>150</sup>.

El sector bancario se ha caracterizado por ser un comprador neto de protección, mientras que las compañías aseguradoras (incluidas las monolines)<sup>151</sup> han mantenido la posición vendedora neta más importante. Los bancos más activos como intermediarios en comprar y vender permutas de incumplimiento crediticio son *JP Morgan Chase, Bank of America, Citibank, Goldman Sachs* y *HSBC* con una cuota de mercado cercana al 99%.<sup>152</sup>, bajo estas consideraciones, esta estructura contractual de los CDS, sumada a la bilateralidad de la negociación con fines especulativos, sin un adecuado marco regulatorio, contribuyen a que, a decir de muchos, los *Credit Default Swap* pasen de instrumentos derivados de créditos de disminución de riesgo a provocador de riesgo sistémico.

### 3.3.4 OPERACIÓN Y ESTRUCTURACIÓN LEGAL DE GARANTÍAS

Una vez que el inversionista ha realizado una adecuada gestión de riesgos, habiendo establecido al *Credit Default Swap* como un instrumento idóneo para reducir el riesgo de crédito del activo subyacente que posee, como un bono soberano o corporativo, se deben determinar y

---

<sup>150</sup> Óscar Arce, Javier González Pueyo, Lucio Sanjuán, *El Mercado de Credit Default Swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias*, Comisión Nacional de Mercado de Valores, Documentos de Trabajo No 42, Octubre de 2010, P. 17.

<sup>151</sup> Ver descripción enunciada en la P. 12.

<sup>152</sup> Óscar Arce, Javier González Pueyo, Lucio Sanjuán, *El Mercado de Credit Default Swaps...* P.17.

pactar algunos elementos importantes, como ya se han señalado a lo largo de esta investigación. Al ser un contrato OTC las partes deberán acordar los términos y condiciones generales y particulares de la permuta de incumplimiento crediticio o como lo hemos denominado seguro contra cesación de pagos, acuerdo que se realizará al amparo del *Acuerdo Marco o Master Agreement* que será analizado con más detalle.

En definitiva se establecerán las definiciones requeridas para el tipo de CDS que se contrate y básicamente se definirán:<sup>153</sup> el *credit event* o eventos de crédito que activarán la liquidación del CDS indemnizando al comprador de protección; la entidad de referencia emisora del activo de referencia; la *probabilidad de default*, es decir la probabilidad de que la entidad de referencia incurra en algún evento de crédito en el período cubierto; el *recovery rate* o tasa de recuperación o porcentaje de recuperación de un capital en caso de *default*, el tipo de interés.

Se deberán definir las convenciones correspondientes, como la *cotización*, entendida como el *spread*, por lo general anualizado, es decir, la prima periódica sobre un nominal; los *plazos* que deberán acordar las partes contratantes, los más habituales son de uno, tres, cinco, siete y diez años de cobertura, todo dependerá del activo de referencia y de la entidad de referencia; los *nominales*, situados por lo general entre cinco y veinticinco millones de dólares por operación; y la *liquidación*, es decir, el procedimiento que acordarán las partes contratantes, cuando se verifique uno de los eventos de crédito pactados, en este caso, podrá determinarse, *por entrega física*, el comprador de CDS entrega al vendedor de protección, el activo de referencia como contraprestación de la indemnización recibida; o *por diferencias*, en este caso, el vendedor de protección pagará al comprador de CDS, el valor total o la diferencia del mismo, con el de mercado en el momento de producirse el evento de crédito, así como también lo

---

<sup>153</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 21-22.

referente al régimen fiscal, obligaciones relacionadas con el mantenimiento de determinados niveles o grados de liquidez o solvencia.

Todos estos términos y condiciones estarán recogidos en el *ISDA Master Agreement* y sus anexos, debiendo determinarse el tipo de *ISDA Master Agreement* en función de los requerimientos de cobertura de riesgo, a modo de ejemplo, existe la modalidad de "*Local Currency – Single Jurisdiction*" y el "*Multicurrency – Cross Border*", referente al tipo de moneda en la cual se transa su operación. Deberá también acordarse la jurisdicción a la cual se someterá el contrato, uno sometido al Derecho del Estado de Nueva York, dos modelos sometidos a Derecho inglés, y un cuarto modelo sujeto a Derecho japonés. En esencia las partes podrán acordar otra jurisdicción, siempre que exista el reconocimiento de las autoridades nacionales, a través de su normativa, la cual, como se visto es altamente especializada.

Para la medición y valoración de un CDS dependerá básicamente del comportamiento del riesgo crediticio del activo subyacente, para lo cual se aplicarán los diversos modelos de medición de riesgo. Un CDS de un período específico puede presentar dos posibles situaciones al vencimiento:<sup>154</sup>

El activo de referencia *no incurre en default*, lo cual, implica, tal como un contrato de seguro, que el comprador de protección o cobertura, pague únicamente el valor correspondiente a la prima de riesgo, sin que tenga obligación adicional el vendedor de protección, que haberle brindado esa cobertura durante el periodo contratado; y por otra, que el activo de referencia *sí incurra en default*.

En este caso, si existe *default*, las partes deben proceder conforme lo acordado, o con la liquidación por entrega del activo de referencia, a cambio de recibir el 100% del valor nominal del mismo; o se procede con la liquidación por diferencias, en este caso, el comprador de protección

---

<sup>154</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 34

recibirá al vencimiento la parte correspondiente a la diferencia entre el valor par del bono y su valor de mercado después del *default*, es decir, se aplica la denominada *tasa de recuperación*, si la misma fue acordada en el contrato.

Los *Credit Default Swaps*, de acuerdo a lo antes mencionado, son valorados sobre la base de distintos modelos de riesgo de crédito, entre estos podemos citar a los más destacados, por una parte modelo estructural *Merton* (1974) que tiene entre sus ventajas, la implementación simple, pero con algunas limitaciones como son: requiere información relacionada con el valor de la empresa; el *default* sólo se produce al vencimiento del subyacente, y no usa información histórica de *defaults* ni ratings; y por otra parte, el modelo de forma reducida *Jarrow-Lando-Turnbull* (1997), este modelo tiene como ventajas: implementación simple, ajusta las probabilidades riesgo-neutral de *default* y cambio de rating, usando precios de mercado, y sí usa información histórica de *defaults* y ratings; entre sus desventajas están: no contempla correlación entre tipo de interés y probabilidad de *default*, y los *spreads* de crédito dependen únicamente del rating.

Por otra parte, existen otros dos modelos de valoración de los CDS, por un lado el denominado *Modelo de Arbitraje Imperfecto* o de *No Arbitraje*, que utiliza la prima o *spread* con el que se negocia el instrumento financiero denominado *asset swap*.<sup>155</sup> Este modelo fue propuesto por *Duffie and Hull – White*, el cual establece que no existe el riesgo de libre arbitraje y valora el precio de un CDS mediante el cálculo del *asset swap spread* de un bono, es decir, si bono tiene un *spread* de cien y el *swap* uno de setenta puntos básicos, entonces el contrato de CDS debe ser pactado en treinta.

El otro modelo es el de *Probabilidad*: utiliza estimaciones de probabilidades condicionales de supervivencia, este modelo toma el valor presente ponderado de los flujos de

---

<sup>155</sup> Permutas de Incumplimiento de Crédito o *Credit Default Swaps* (CDSs), P.18, en <http://www.iimv.org/actividades2/Panama2010/Presentacion%20final%20cds%208.3.2010.pdf>

caja estimados por la probabilidad de no incumplimiento en el plazo del contrato establecido y considera cuatro datos: la Prima pactada, la Tasa de Recuperación (porcentaje del notional que se pagaría en el evento de incumplimiento), la Curva de Crédito de la Entidad de Referencia, y la Curva LIBOR; cuando no se verifica el evento de crédito, el precio de un CDS simplemente será la suma de los pagos descontados de primas.

Ahora bien, la contratación de CDS requiere también que el vendedor de protección tenga las suficientes garantías que le permita reducir el riesgo de contraparte, es por este motivo y absolutamente necesario y conveniente que se requieran las garantías financieras con la finalidad de reforzar la eficiencia y la estabilidad del mercado financiero, circunstancia que ha sido propulsada por la *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*. Mientras más estandarizados sean los contratos de CDS requerirán menos garantías, y a la inversa, aquellos contratos bilaterales que no puedan estandarizarse ni liquidarse a través de una central de compensación, se requerirá de garantías adicionales para un adecuado manejo del riesgo de contraparte. Con estas consideraciones, la calidad del riesgo puede estar determinada, tanto por la probabilidad de que se produzca el incumplimiento del contrato, como por la reducción de las garantías o la calidad de las mismas.

Consecuentemente, podemos afirmar que las garantías financieras aseguran específicamente al comprador de protección y en general al mercado de CDS una cobertura segura y eficiente, evitando incluso el riesgo sistémico en circunstancias de alta volatilidad e inestabilidad financiera, basta recordar el desempeño de la aseguradora estadounidense AIG durante la crisis financiera del 2008, a finales del verano de ese año, había vendido CDS por un valor neto superior a 370 mil millones de dólares, incluidos CDS con activos subyacentes de productos estructurados complejos, como *Collateralized Debt Obligations (CDO)*, muchos estos contratos vendidos por AIG contaban con muy pocas garantías y poca información disponible, tanto para los contrapartes de AIG, como las autoridades supervisoras. En ese contexto, la

calificación de la deuda de AIG fue reducida sustancialmente por *Standard & Poor's*, lo cual, precipitó la solicitud inmediata por parte de sus contrapartes de mayores garantías, lo que condujo a la inevitable incapacidad de AIG para obtener los fondos necesarios para mejorar las garantías iniciales, y su eventual colapso.<sup>156</sup>

Con las lecciones aprendidas de la crisis financiera del 2008, Europa y Estados Unidos y en general los distintos actores de los mercados financieros tomaron medidas importantes para evitar una nueva crisis financiera, entre las cuales, es relevante resaltar el papel importante que desempeñó la ISDA en su afán de armonizar los regímenes jurídicos del accionar financiero, principalmente el referente a los requisitos de otorgamiento, ejecución y en general el régimen básico de las garantías financieras.

La regulación del mercado de CDS como se manifestará más adelante, tiende a buscar la transparencia, la supervisión del riesgo y ante todo la protección del inversionista, con este propósito para reducir el riesgo de contraparte, es decir, la posibilidad de incumplimiento en este caso, de la parte vendedora de protección a través de los CDS, se busca la aportación de garantías financieras de terceras entidades que reembolsen las pérdidas que eventualmente se verifiquen y se exija el mantenimiento de capital frente a la exposición por medio de requerimientos de garantías adicionales o colateral, cuando las garantías de ciertos contratos son insuficientes.

Estas medidas en un contexto más amplio, buscan que los mercados de CDS por su condición de OTC, sean más eficientes, evitando el riesgo sistémico, para lo cual, como parte de estas medidas se promueve la liquidación de CDS en cámaras de contrapartida central (CCP por sus siglas en inglés) y el reforzamiento de la gestión bilateral de las garantías en aquellos contratos que no sean estandarizados y sean menos susceptibles de ser liquidados en una CCP,

---

<sup>156</sup> Óscar Arce, Javier González Pueyo, Lucio Sanjuán, *El Mercado de Credit Default Swaps...*P. 24.

de esta forma, la regulación del mercado de CDS impulsa la transparencia que valore de mejor forma el riesgo de contraparte y podrá exigir más eficazmente las garantías adecuadas que eviten la concentración de riesgos en un número reducido de entidades.

### 3.3.5 CONDICIONES ESPECIALES DE CONTRATACIÓN

En este apartado únicamente nos limitaremos a manifestar que los inversionistas en su gestión de riesgo pueden pactar condiciones especiales de contratación de los CDS, como son el tipo de moneda para la liquidación, el tipo de interés, la jurisdicción aplicable en el evento de conflicto, el régimen fiscal, y los activos de referencia, las entidades de referencia, los índices de referencia, las formas de liquidación, en otras, o las referentes al requerimiento de cobertura de riesgo en sí; en este punto, pueden existir tipos de permutas de incumplimiento crediticio en función del activo subyacente que cubren, como CDS sobre índices de determinadas compañías muy líquidas, y cestas compuestas por entre tres y cien valores, por ejemplo existen los índices *Markit iTraxx Index* representa una canasta de CDS de 125 corporaciones importantes; y por tipos de swap los *Interest Rate Swap, Credit Swap, Commodity Swap, y Currency Swap*, entre otros.

### 3.3.6 EL ISDA MASTER AGREEMENT

La negociación de derivados de crédito implica afinar los términos y condiciones entre las partes, según sus necesidades y requerimientos, proceso de elaboración, negociación y firma de contratos, que tiene un costo alto y requiere de tiempo, lo cual provoca limitación de liquidez.

El ISDA Master Agreement en esencia es un acuerdo marco normalizado utilizado en las operaciones financieras con instrumentos derivados, el mismo contiene los términos y condiciones necesarios para dichas operaciones. El Acuerdo Marco como se ha manifestado contiene las normas generales, utilizable en forma general a todos los derivados de crédito. Una de sus características es la neutralidad de sus términos, los cuales determinan las obligaciones

de cada parte contratante, y que pueden ser modificadas en consideración a los requerimientos propios de cada operación, en virtud de su característica Over the Counter, estas modificaciones permiten que se reduzcan los puntos de eventuales conflictos entre las partes contratantes, y los consecuentes plazos de negociación y concreción de dichas operaciones de derivados.

El ISDA Master Agreement se complementa con Anexos de Condiciones particulares, o Confirmaciones, contenidas en las Definiciones ISDA o "ISDA Definitions", aplicable a cada operación en particular. Su evolución parte desde el año 1984, cuando fueron algunas entidades financieras dedicadas activamente a la negociación de swaps, las que vieron la necesidad de simplificar los procesos de negociación y estandarización, con la finalidad de mejorar la eficiencia y transparencia en el mercado.<sup>157</sup>

En el año 1985 la *Asociación de Banqueros Británicos* esbozó la primera iniciativa de estandarización, al publicar una serie de recomendaciones de términos y condiciones de negociación de swaps en el mercado de Londres. Posteriormente asociaciones y organismos trataron de recoger su experiencia en las operaciones de derivados, definiendo modelos normalizados que trataban de regular dichas operaciones; entre estas organizaciones destaca el *Deutscher Rahmenvertrag fur Finanztermingeschafte alemán* o el acuerdo marco de la *British Banker's Association (British Banker's Association Interest Rate Swap o BBAIRS)*.

La iniciativa llevada a cabo por la *Asociación Internacional del Mercado de Bonos o ISMA* por sus siglas en inglés, respecto a la publicación de esta última del acuerdo marco sobre operaciones de recompra; el *Acuerdo Marco de Prestamistas de Bonos (OSLA)*; el *Acuerdo Marco Europeo (European Master Agreement)* de la *Federación Europea de Banca*; el "*AFB/BBF Convention-cadre relative aux opérations de marché à terme*" francés o el *SWAPCEMM* de la *Comisión de Estudios del Mercado Monetario CEMM*.<sup>158</sup>

---

<sup>157</sup> Lamothe, Prosper, y Soler, José A, citado por Gabriel Alejandro Daga, *Contratos financieros derivados*, P. 256.

<sup>158</sup> Gabriel Alejandro Daga, *Contratos financieros derivados*...P. 256 y 257.

Todas estas iniciativas han buscado implementar el uso de acuerdos marco, con el propósito principal de lograr estabilidad y seguridad en las operaciones de derivados financieros, normalizando los diferentes elementos contractuales en sus términos generales y dejando las condiciones específicas de cada negociación, a confirmaciones particulares, en consideración a los requerimientos de cada contraparte.

El Acuerdo Marco en 1992, revisado del Acuerdo Marco Swaps de 1987 reguló ya aspectos de los CDS, posteriormente la *ISDA (International Swaps and Derivatives Association)* en 1998 publicó la confirmación conteniendo todos los términos requeridos para contratar derivados de crédito, entre éstos, las definiciones de sucesos o eventos de crédito, resolución de conflictos, compromisos y garantías, así como las declaraciones de riesgos.<sup>159</sup> Posteriormente, en el año 1999 el ISDA logró publicar las *Definiciones de Derivados de Crédito de 1999 (1999 Credit Derivatives Definitions)* y la confirmación en formato breve, a través de los cuales se emitió definiciones más concretas y estableció los formatos de confirmación necesarios para estandarizar estos contratos, reduciendo de esta forma el riesgo legal y, por tanto, el proceso de contratación y liquidación de las coberturas de riesgo.

En este contexto, el ISDA como organización que agrupa a los principales actores del mercado de derivados, y con el propósito de establecer un marco de referencia, creó un *contrato marco* denominado *Acuerdo Marco ISDA* o *ISDA Master Agreement* para operaciones de todo tipo de derivados, determinando las definiciones y condiciones generales necesarias para regular las operaciones de derivados financieros entre las partes contractuales.

Análogamente a un contrato de seguro que se compone de condiciones generales y particulares, el Acuerdo Marco ISDA contiene las bases generales estándar de operación de los CDS, así como las condiciones particulares y específicas de cada operación de acuerdo con el

---

<sup>159</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 139.

tipo de derivado y acorde a los requerimientos y acuerdos alcanzados por el vendedor y el comprador de protección de riesgo. Estas condiciones particulares están precisadas en los *Anexos al Acuerdo Marco ISDA*, y se describen en la denominada *Confirmación de referencia* a los derivados de crédito, que contiene básicamente la entidad de referencia que puede ser una Estado o una compañía privada, la obligación de referencia, generalmente un bono corporativo o gubernamental; el periodo de protección o garantía por default y la prima de riesgo o spread que debe pagar el comprador de protección.

Adicionalmente y como elemento esencial en los *Credit Default Swap* son los eventos de crédito que activan la obligación del vendedor de protección de indemnizar al comprador de CDS, así como la obligación de éste de entregar el activo subyacente al vendedor. Las definiciones de los eventos de crédito en última instancia las determina el ISDA, como quedó manifestado en el canje o quita de la deuda griega, que en primera instancia no consideró como un evento de crédito y posteriormente sí lo hizo, al activar las Cláusulas de Acción Colectiva.

Las condiciones específicas de la confirmación, determinan también, al igual que las exclusiones en un contrato de seguro, las características de la obligación del vendedor de protección respecto a los eventos de crédito especificados para indemnizar al comprador y para que éste entregue los subyacentes al vendedor. Otros términos necesarios para contratar un derivado de crédito son la definición de sucesos de crédito, los mecanismos de resolución de conflictos, reconocimientos de riesgos, así como los compromisos y garantías de cada parte contratante.

Estos elementos esenciales de la confirmación fueron implementados en razón de la experiencia adquirida en los mercados, previamente habiendo el ISDA eliminado otros eventos de crédito como el *Downgrade* o bajada de calificación crediticia y el *Credit Event Upon Merger*,

o disminución de la solvencia en consideración a una fusión, el concepto *materiality* o graduación numérica de los sucesos de crédito, el concepto de reestructuración fue redefinido.<sup>160</sup>

Con el propósito de ir perfeccionando las operaciones de CDS, las Definiciones ISDA han ido actualizándose, pasando de las Definiciones ISDA 1999 y posteriormente las Definiciones ISDA 2003., a su vez el Acuerdo Marco de 1992 que fue actualizado en el 2002.

Respecto al esquema operativo básico del Acuerdo Marco del ISDA está definido de la siguiente forma<sup>161</sup>:

1. Las partes contratantes se adhieren, por una parte, al Acuerdo Marco del ISDA normalizado que regula el ámbito general de sus operaciones con un catálogo de definiciones y cláusulas tipo; y por otra, al Acuerdo Particular o "*Schedule*", mediante el cual, modifican y adaptan los términos y condiciones del Acuerdo Marco para ajustarlos a sus necesidades específicas (jurisdicción, manifestaciones y garantías, fórmulas de compensación irrevocable o "*netting*", definición de las operaciones específicas incluidas, etc.).
2. Al amparo del Acuerdo Marco específico, las partes pactan los tipos de operaciones financieras, a través de los instrumentos derivados financieros apropiados, en este caso los CDS.
3. Los términos económicos de cada una de las operaciones específicas concertadas bajo el Acuerdo Marco, están plasmadas en la Confirmación ("*Confirmation Letter*"), que determina como hemos descrito, la entidad de referencia, las obligaciones de la entidad de referencia, y los sucesos o eventos de crédito.
4. Adicionalmente, en la Confirmación o las Condiciones Particulares se hace referencia a otros documentos, como:

---

<sup>160</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 140.

<sup>161</sup> Gabriel Alejandro Daga, *Contratos financieros derivados...*P. 263 a 265.

- Definiciones sobre Derivados sobre Materias Primas de 1993 ("*1993 ISDA Commodity Derivatives Definitions*");
- Definiciones sobre Derivados de Renta Variable (1996 *OSDA Equity Derivatives Definitions*);
- Definiciones sobre Opciones sobre Bonos del Estado ("*1997 ISDA Government Bond Option Definitions*");
- Definiciones sobre Tipos de Cambio y Opciones sobre Divisas de 1998 ("*1998 FX and Currency Option Definitions*");
- Definiciones sobre el Euro ("*1998 ISDA Euro Definitions*");
- Definiciones sobre Derivados de Crédito ("*1999 ISDA Credit Derivatives Definitions*");
- Definiciones genéricas, en su versión de 2000 ("*2000 ISDA Definitions*").

Las secciones más importantes del "ISDA Master Agreement" son:<sup>162</sup>

#### 1. Sección 1: Interpretación ("Interpretation"):

El "*Master Agreement*" entonces como hemos descrito, está estructurado como un "acuerdo único", es decir, contiene dos partes principales, la primera la referente al Acuerdo Marco, y el "*Schedule*", que establece a las condiciones particulares de las operaciones de derivados financieros negociados y pactados entre las partes, cuya documentación se verifica mediante la "*Confirmation Letter*". La estructuración como un solo contrato permite que en el evento de incumplimiento de una de las obligaciones derivadas para una parte de una sola de las operaciones descritas, pueda suponer el vencimiento y la resolución de todas las operaciones, produciendo compensaciones de unas con otras.

---

<sup>162</sup> Óscar Arce, Javier González Pueyo, Lucio Sanjuán, *El Mercado de Credit Default Swaps...*

## 2. Sección 5: Eventos de incumplimiento y terminación (“Events of *default* and Termination Events”)

Son ocho los eventos de incumplimiento determinados por el “*ISDA Master Agreement*” descritos ya con anterioridad, la verificación de cualquiera de ellos faculta a la parte cumplidora para resolver todas y cada una de las operaciones incluidas en el Contrato, con derecho a considerar vencidas, resueltas y terminadas todas las operaciones.

## 3. Sección 6: Terminación anticipada (“Early Termination”)

En esta sección el “*ISDA Master Agreement*” señala las causales y procedimientos que determinan los pagos en estos eventos, como eventos de crédito y eventos de terminación, así como en cada uno de ellos, que parte es la facultada para dar por terminado el contrato, sea terminación de todo el contrato o de la parte que se incumple, así como de cada parte, de la parte afectada o no por el incumplimiento comprobado.

## 4. Otras secciones:

Otras secciones del “*ISDA Master Agreement*” en forma general se refieren a: Sección 2: *a las Obligaciones de las partes contratantes*; Sección 3: *Representaciones*; Sección 4: *Acuerdos*; Sección 7: *Prohibiciones*; Sección 8: *Moneda que rige en el contrato, así como determinaciones judiciales en el evento de pérdidas por cambio de moneda*; Sección 9: *Comunicación entre las partes*; Sección 10: *Sucursales*; Sección 11: *Gastos*; Sección 12: *Exclusiones de comunicaciones para cada parte del contrato*; Sección 13: *Jurisdicción*; y Sección 14: *Definiciones*. Cada Sección a su vez, se subdivide en consideración a la amplitud de las cláusulas del contrato.

El “*ISDA Master Agreement*” se clasifica fundamentalmente en el “*Local Currency – Single Jurisdiction*” y el “*Multicurrency – Cross Border*”. Respecto a la jurisdicción del contrato existen tres variantes, uno sometido al Derecho de Nueva York, dos modelos sometidos a

Derecho inglés, y un cuarto modelo sujeto a Derecho japonés, dejando eventualmente abierta la posibilidad de someterse a una jurisdicción distinta, como se ha manifestado con anterioridad.

En definitiva podemos afirmar que el "*ISDA Master Agreement*", como contrato estandarizado, constituye un instrumento con términos, condiciones, y definiciones generales, aplicables a operaciones de distintos derivados y cuyo principal propósito es brindar a los participantes del mercado, seguridad jurídica, flexibilidad y agilidad en la contratación de derivados financieros en el mercado OTC.

Los "*ISDA Master Agreement*" permiten reducir los riesgos del mercado y los riesgos de incumplimiento en el mercado OTC, en consideración a su naturaleza, estandarizando su contratación y facultando a las partes para que tengan pleno conocimiento de las condiciones de contratación y los mecanismos de liquidación, reduciendo el riesgo de crédito, de contraparte y también el riesgo legal.

### 3.3.7 RIESGO EN LOS CONTRATOS MARCO DE DERIVADOS FINANCIEROS

Cualquier inversión conlleva un riesgo inherente, comporta la incertidumbre de perder total o parcialmente lo invertido o de no obtener el rendimiento esperado, más aún, considerando también la regla de que a mayor riesgo, mayor rendimiento y viceversa, y de igual forma, mientras mayor sea el riesgo de crédito mayor será el interés que los inversionistas demandarán como contraprestación de su inversión, por lo cual, esta incertidumbre de lo que pasará con la inversión, se denomina *riesgo de crédito*.

Existen también diversos tipos de riesgo como son, el *Riesgo Legal y Operacional*, *Riesgos de Crédito y Liquidez* o también el conocido como *Riesgo de Modelo (Model Risk)*, aquel Riesgo financiero fundado en que un activo definido haya sido valorado usando un modelo inadecuado o un modelo adecuado con parámetros erróneos; *Riesgo de Mercado* o *de Precio* o

*Bursátil; Riesgo de la Contraparte; Riesgo de Ejecución, Riesgo Contable, Riesgo de Volatilidad; Riesgo País*, entre otros.

Establecido el riesgo en todo tipo de operaciones financieras, y más aún en aquellas operaciones con derivados financieros, el inversionista persigue la protección de su inversión, propósito que puede lograrlo si bien no eliminarlo totalmente, pero sí maximizando dicha protección, a través de las denominadas operaciones de cobertura, las mismas que permiten precisamente reducir o eliminar el riesgo que deriva de la fluctuación del precio del activo subyacente. Por tanto, las operaciones de cobertura son aquellas mediante las cuales los agentes económicos se cubren o protegen de ciertos riesgos derivados de las fluctuaciones de precios, tasas u otras variables económicas a las cuales están expuestos.<sup>163</sup>

El *Riesgo de Crédito*<sup>164</sup> se produce cuando una de las partes de un contrato financiero no asume sus obligaciones de pago, el mismo está asociado al *Riesgo de Contraparte*, conocido también como Riesgo de Insolvencia o *default risk* y que consiste en la posibilidad de que la contraparte incumpla sus obligaciones contractuales.

Con estos antecedentes, cualquier agente económico persigue gestionar los riesgos para tomar las decisiones más adecuadas, anticipándose a las consecuencias favorables o desfavorables respecto a la incertidumbre del futuro. Las inversiones que realiza el inversionista deben estar constantemente supervisadas, y deberá impulsarse una gestión activa y eficiente a la hora de proteger las inversiones, definiendo en qué circunstancias es conveniente la cobertura de riesgos para los activos o pasivos, y con qué instrumentos o mecanismos de cobertura. En la

---

<sup>163</sup> Gabriel Alejandro Daga, *Contratos financieros derivados...*P. 42.

<sup>164</sup> El riesgo de crédito, en términos estrictos, es la posibilidad de incurrir en una pérdida si la contrapartida de una transacción no cumple plenamente las obligaciones financieras, acordadas por contrato, a su debido tiempo, forma o cuantía. Sin embargo, en términos generales, también se puede definir como riesgo de crédito la disminución del valor de los activos debido al deterioro de la calidad crediticia de la contrapartida, incluso en el caso en que la contrapartida cumpla totalmente con lo acordado, *Arianna Bonàs Piella, Marta Llanes Mateu, Idoia Usón Catalán, Noa Veiga Fernández, Riesgo de crédito amenaza u oportunidad (Análisis e implementación de los Credit Default Swaps)*, Universitat Pompeu Fabra –IDEC, Máster en Mercados Financieros, Sexta edición, 21 de Junio 2007

gestión de riesgos se deberá identificar los riesgos, evaluarlos, seleccionar los métodos de administración, implementar las decisiones para mitigarlos y dar el seguimiento adecuado para el control de los mismos.

Con este propósito, los *Credit Default Swap* son herramientas importantes en la gestión activa del riesgo, por parte del inversionista, más adelante destacaremos los CDS como medios de garantía para las inversiones, sin embargo, el riesgo en la negociación de los CDS estandarizados bajo los "*ISDA Master Agreement*" o *Acuerdos Marco ISDA*, emitidos por la ISDA, conlleva básicamente dos tipos de riesgos: *El riesgo de crédito y el de contraparte*.

Partiendo del hecho de que el principal atractivo de los *Credit Default Swap* es su capacidad para transferir el riesgo de una parte a la otra, es importante señalar como ya se la ha manifestado, que como todo tipo de inversión, los CDS también conllevan sus propios riesgos, y en ese sentido, el mayor riesgo normalmente asociado con los CDS es el riesgo de contraparte.

La mayor parte de las operaciones de CDS se realizan Over The Counter, interviniendo los grandes actores como bancos que actúan como comprador o vendedor de protección de crédito, dada la estructura de los contratos de CDS que permiten que el comprador de protección y el vendedor de la misma, asuman posiciones intercambiables, es decir, cada uno se constituye en la "contraparte". De esta forma, el riesgo de contraparte hace referencia a la posibilidad de que estos bancos incumplan sus obligaciones en caso de impago, generando eventualmente y constituyéndose el riesgo de que los compradores y vendedores de protección mediante CDS, asuman grandes pérdidas.

La naturaleza bilateral Over the Counter de los CDS, dificulta en muchos casos la transparencia en el mercado y contribuye al riesgo de contraparte, agregado a la alta interdependencia o "*Clearing Bilateral*", y a la correlación importante con contrapartes financieras, lo cual, contribuye al riesgo no solo de quienes mantienen posiciones de CDS, sino que pone en riesgo de contagio sistémico del mercado de derivados. Durante la crisis financiera

del 2008, la información pública limitada del mercado de derivados, provocó que ni los participantes ni los supervisores del mercado tengan conocimiento de la verdadera exposición crediticia entrecruzada de los partícipes del mercado como vendedores y compradores de protección, así como por las repetidas coberturas de riesgo sobre un mismo activo subyacente.

Los contratos de derivados financieros, en la medida que comportan el derecho de cobro o la obligación de pago, por alguna o ambas partes, de unas cuantías vinculadas a la evolución de un subyacente, pueden dar lugar a una pérdida en caso de incumplimiento del contrato por parte de la contrapartida.<sup>165</sup>

Ante esta circunstancia, una forma de minimizar el riesgo de contraparte en las operaciones con CDS, es precisamente la selección debida de las contrapartes, estableciendo los análisis de riesgo apropiados y determinado la constitución de garantías destinadas a cubrir el posible beneficio o pérdida generada por las fluctuaciones de precios o índices en los mercados, por lo cual, para reducir o mitigar el riesgo es importante la medición y control de la calidad crediticia de la contraparte, no obstante, la gestión de riesgo de quien mantenga posiciones de CDS, podrá incluso considerar el distribuir y transferir el riesgo a otro agente, volviéndose de esta forma en un vendedor de protección o viceversa.

Los acuerdos de colateral permiten la disminución de la exposición al riesgo de contraparte, mediante el requerimiento de activos en garantía (efectivo o títulos), que compensen el valor de mercado de los derivados contratados, no obstante, y a pesar de ello, nunca se podrá eliminar completamente el riesgo, en virtud de la posible insuficiencia de garantías respecto al valor de mercado de los derivados cubiertos.

Se deberá también con el propósito de reducir los riesgos de contraparte, el regular los mercados de derivados de crédito, incrementando la exigencia de colateralización bilateral,

---

<sup>165</sup> Edmond Aragall, CFA, FRM, *CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC*, Documento de Trabajo Número 11 Octubre 2013, B12322-2013, en [www.iefweb.org/odf](http://www.iefweb.org/odf)

elevando los requerimientos de capital para contratos bilaterales y promoviendo la compensación y liquidación en cámaras creadas para el efecto, exigir una mayor promoción de la estandarización de los contratos, a través de los *ISDA Master Agreement* y por supuesto, fortalecer los estándares de la administración de garantías entre las partes.

### 3.3.8 MARCO REGULATORIO

La utilización de los CDS ha ido aumentando sostenidamente desde su creación, incidiendo en los mercados y contribuyendo positivamente como medio de garantía para los inversionistas, así también, repercutiendo negativamente como en la crisis financiera del 2008 con las *hipotecas subprime*, en la crisis de deuda soberana europea o como también su incidencia en la reestructuración argentina como último antecedente. Bajo esta perspectiva, los *Credit Default Swap* son instrumentos absolutamente válidos en sí, que requieren una adecuada regulación que permita seguir utilizándolos como mecanismos importantes en la gestión del riesgo por parte de los inversionistas, pero también su uso debe estar dentro de un marco legal y financiero apropiados para todas las partes intervinientes en los mercados.

Es importante señalar como mera referencia que ya en el año 2007 previo a la crisis financiera del año 2008, el mercado de seguros por incumplimiento crediticio registraba una asombrosa cantidad de 45.5 trillones de dólares muy por encima del mercado accionario de 21.9 trillones; del mercado hipotecario de 7.1 trillones y del mercado de bonos del Tesoro estadounidense de 4.4 trillones<sup>166</sup>; más aún, considerando que el valor nominal de los CDS se multiplica por la circunstancia de que un mismo activo subyacente puede estar asegurado con estos instrumentos derivados de crédito varias veces, como ya hemos indicado.

---

<sup>166</sup> Thomson Proprietary Research; International Swaps and Derivatives Association, en [http://www.nytimes.com/imagepages/2008/02/17/business/20080217\\_SWAP\\_2\\_GRAPHIC.html](http://www.nytimes.com/imagepages/2008/02/17/business/20080217_SWAP_2_GRAPHIC.html)

Ante esta destacada participación de los CDS es de vital importancia contar con una adecuada regulación que beneficie como se ha manifestado, a todos los participantes del mercado, sin que por otro lado, le reste o quite las bondades como instrumento valiosos para el manejo del riesgo por parte de los inversionistas.

Los objetivos de la regulación de los CDS deben encaminarse en la consecución de tres principales ámbitos: el primero la *transparencia en el mercado*, el segundo, la *regulación y supervisión de riesgos* y el tercero, la *protección del inversionista*.

## **1. TRANSPARENCIA EN EL MERCADO**

La transparencia en cualquier mercado y especialmente en el mercado de derivados es una condición fundamental para el adecuado funcionamiento, que implica que todos los partícipes en éste, accedan en forma oportuna, completa, veraz y clara a la información relativa a los aspectos relevantes del mercado y a las operaciones de CDS, de manera que puedan tomar adecuadamente sus decisiones de inversión.

Quienes se oponen a una mayor regulación que incentive la transparencia en el mercado de CDS, argumentan entre otras razones, que por la complejidad e información que ésta implica, y por la naturaleza de las operaciones de estos instrumentos, podría alterarse los comportamientos naturales de los inversionistas, lo que podría tener efectos perjudiciales.

Por otra parte, el aumento de la transparencia, contribuiría a contar con información respecto a las condiciones de la oferta de los emisores (pre-transparencia) y a los precios y volúmenes de las transacciones efectuadas en los mercados (post-transparencia), o, en términos de riesgo, a la información agregada de las posiciones mantenidas por cada intermediario, por lo cual, la transparencia favorecería la toma de decisiones de los partícipes del mercado. De igual forma, mayor transparencia beneficiaría a las autoridades supervisoras, al disponer de mayor

información que le permita mejorar una supervisión prudencial que evitaría un eventual riesgo sistémico en los mercados de CDS.

En el mercado de CDS, *Avellaneda y Cont (2010)*<sup>167</sup> analizan los efectos que un aumento de la transparencia tendría para el mercado de CDS y concluyen que los principales beneficiarios serían los intervinientes menos informados junto con aquéllos que realizan operaciones de menor volumen. Sin embargo, de acuerdo con estos mismos autores, la estructura del mercado de CDS sólo permitiría una explotación parcial de los beneficios de una mayor transparencia, al constituirse principalmente de un mercado de mayoristas. Al requerirse mayores requisitos de transparencia, las grandes operaciones podrían ver incrementados sus costes y, consecuentemente disminuidos sus beneficios.

La transparencia puede igualmente contribuir a una mejor valoración del riesgo de contraparte y a una mayor eficiencia en la rendición de garantías exigidas en los contratos, en consideración a que, al contar con información sobre las posiciones y riesgos de cada participante, las garantías bilaterales podrían calcularse para reducir el riesgo de contraparte y de crédito.

## 2. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE RIESGOS

Como se ha manifestado, el mercado de CDS debe procurar reducir el riesgo de contraparte, promover la transparencia de sus operaciones y la estandarización de sus contratos, con este propósito, se han motivado una serie de iniciativas de regulación del mercado de CDS, principalmente en los mercados estadounidense y europeo, pero también en otros mercados menos importantes, como el japonés, y aún en otros más pequeños como el mexicano, panameño o colombiano.

---

<sup>167</sup> Avellaneda, M. y Cont, R. (2010). *Transparency in Credit Default Swap markets. Finance Concepts*, julio, citado por Óscar Arce, Javier González Pueyo, Lucio Sanjuán, *El Mercado de Credit Default Swaps...*P. 36.

Las nuevas iniciativas de regulación son una respuesta a los riesgos derivados del uso de estos instrumentos financieros, que han provocado incluso riesgos sistémicos, como el ocurrido con la aseguradora AIG durante la crisis financiera del 2008. Ante estas circunstancias, la regulación es importante para adecuar y permitir un óptimo funcionamiento de los CDS en el concierto de los mercados financieros internacionales. La naturaleza OTC del mercado de CDS, como se ha citado ya, dificulta la obtención de información y la instrumentación de dichos contratos, provocando el aumento del riesgo de crédito y de contraparte.

La regulación está encaminada específicamente a implementar mayores requerimientos de capital a los participantes, con la finalidad de demostrar la capacidad de contar con capital y liquidez suficiente que respalde los contratos suscritos por las contrapartes; el impulso de la estandarización de los contratos, principalmente a través de los *ISDA Master Agreement*, como instrumentos idóneos que brinden seguridad jurídica para las operaciones de los CDS, que incluyan todos los elementos necesarios para su operación. También deberá fomentarse un adecuado control de garantías adicionales que respalden de mejor forma los contratos bilaterales, así como la incorporación de la liquidación de mediante cámaras de compensación o "*netting*".

En definitiva todas las acciones y requerimientos necesarios para un adecuado funcionamiento del mercado de CDS será bienvenido, siempre que logre equilibrar la regulación necesaria para beneficio de todos los partícipes, y permita la operación de dichos instrumentos, sin que pierdan ni se deforme su naturaleza y propósito para el cual han sido creados.

### **3. PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA**

En el mercado de *Credit Default Swap* como se ha señalado intervienen dos partes principales, el comprador de protección que busca cubrirse del riesgo de crédito por incumplimiento del emisor o entidad de referencia, y el vendedor de protección que a cambio de

una prima previamente acordada, asume el riesgo de incumplimiento del emisor, en este sentido la estructura de los contratos de CDS permite que el comprador de protección y el vendedor de la misma, asuman posiciones intercambiables, es decir, el comprador de cobertura, en función de su análisis de riesgo y de oportunidad, puede convertirse en vendedor de su posición de cobertura, y viceversa, en virtud de lo cual, en ambas posiciones, las dos partes se constituyen como inversionistas.

Con esta perspectiva y asumiendo la calidad de inversionistas de ambas partes, por la naturaleza y estructura del mercado de CDS, la regulación debe encaminarse a la protección del inversionista en su exposición al riesgo, proporcionando la información de transacciones y volúmenes de negociación adecuados y oportunos, así como respecto a los términos y condiciones de los contratos estandarizados y su uso apropiado, y el manejo de garantías de aquellos contratos que no puedan estandarizarse ni liquidarse, entre otras, es decir, podemos afirmar que la transparencia y una adecuada supervisión del mercado de CDS que equilibre entre la regulación y la autoregulación, está encaminada a proteger al inversionista.

#### **3.3.8.1 MARCO REGULATORIO ESTADOUNIDENSE**

En Estados Unidos de América, a raíz de la crisis financiera del 2008, la tendencia actual es regular ampliamente el mercado financiero, encaminada a evitar otra catástrofe como la que sufrió AIG y otras instituciones financieras, en oposición a la última desregulación financiera que eliminó estructuras antiguas que impedían que el mercado financiero se moviera en libertad. Entre las leyes derogadas están la *Ley Glass-Steagall* (1933), sustituida por la *Ley Gramm- Leach-Bliley* (1999) que fusionó la banca de comercio con la banca de inversión; la Ley de la bolsa de materias primas *Commodities Exchange Act* (1936) que fue sustituida por la *Commodities Futures Modernization Act* (2000), que eliminó los límites a las posiciones cortas, derogando entre otras, la prohibición de realizar “especulaciones” sobre CDS; la *Net Value Rule*

(VaR) (2004), que eliminó las reservas obligatorias prudenciales (10%); la eliminación de la regla *up stick* (1938) por la de 2007, que eliminó la prohibición de vender a la baja en descubierto.<sup>168</sup>

La *Ley Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, conocida comúnmente como *Ley Dodd-Frank* fue aprobada el 21 de julio del 2010, y se constituye como un instrumento que cambió profundamente el sistema financiero estadounidense, habiendo requerido cientos de regulaciones nuevas, así como la creación tanto de nuevos reguladores como de nuevas áreas de responsabilidad para los reguladores existentes.

Entre sus regulaciones están las siguientes<sup>169</sup>:

1. Simplificar el marco regulatorio y supervisor;
2. Regular a las entidades sistémicas: Previendo los riesgos en el conjunto del sistema y coordinando las acciones para evitarlos, facilitando la intervención y la resolución de este tipo de entidades, e iniciativas para limitar la naturaleza y el riesgo de su actividad, mediante la creación del *Consejo de Vigilancia de la Estabilidad Financiera* que reúne representantes del gobierno y de los principales reguladores;
3. Evitar costes a los contribuyentes: evitando en última instancia que los rescates del sector financiero, se financien con los fondos de los contribuyentes y en definitiva terminar con los rescates a estas entidades, fijando, además, un sistema de "liquidación ordenada", mediante el cual, los bancos deberán tener por escrito instrucciones con los pasos a seguir en caso de requerirse su desactivación rápida;
4. Proteger al consumidor: Promoviendo la transparencia y de información en los productos financieros, mejorando la protección a los consumidores de servicios financieros frente a las prácticas abusivas. Para el efecto, se crea la *Oficina de Protección Financiera de los*

---

<sup>168</sup> La Desregulación financiera, en <http://www.ehu.es/Jarriola/Docencia/Ecolnt/Las%20nuevas%20crisis%20financieras.pdf>

<sup>169</sup> Emiliano González Mota y José Manuel Marqués Sevillano, *Dodd-Frank Wall Street Reform: Un Cambio Profundo en el Sistema Financiero de Estados Unidos*, Banco de España, Estabilidad Financiera, N.19, P.74-75, en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/10/Nov/Fic/ref0519.pdf>

*Consumidores*, alojada en el seno de la Reserva Federal (Banco Central, FED), pero con un director independiente nombrado por el Presidente y confirmado por el Senado;

5. Mercados financieros eficientes: Con la finalidad de crear un marco adecuado que reduzca la posibilidad de aparición de burbujas financieras, procurando mejorar la solvencia y la transparencia de las entidades y favoreciendo a todos los participantes del mercado en la medición del riesgo, así como la mejora de la rendición de cuentas.
6. Eliminar la noción de "demasiado grande para caer" (*too big to fail*): Reduciendo el riesgo que asumen las grandes entidades con la noción de al ser demasiado grandes serán siempre rescatadas por el Gobierno Federal;
7. Regulación de productos derivados financieros: La principal, la obligación de liquidar los productos derivados financieros estandarizados a través de una cámara de compensación, promoviendo la transparencia al mercado y reduciendo el riesgo de contraparte. La regulación limita a que los bancos podrán intercambiar productos derivados sólo para cubrirse contra algunos riesgos o si se trata de contratos de cobertura contra el riesgo de tasa de interés o tasa de cambio. La negociación de los derivados OTC se realizará a través de bolsas, plataformas electrónicas y cámaras de compensación centrales. Los participantes especialmente quienes no tengan contratos lo suficientemente estandarizados y líquidos, deben usar colaterales como garantía de las operaciones realizadas.
8. Fondos de cobertura: Deberán registrarse ante el regulador bursátil estadounidense, *SEC*, si administran fondos superiores a 150 millones de dólares;
9. Titularización: Obligación de proporcionar más información sobre los títulos negociados, así como la obligación de retener una parte del riesgo ligado a los mismos (al menos 5%);

10. La Regla Volcker: Los bancos que cuenten con fondos federales no podrán realizar apuestas en el mercado con fondos propios;
11. Regulación a agencias calificadoras: En consideración a las implicaciones en la crisis financiera del 2008, las agencias calificadoras de riesgo estarán más expuestas a riesgos legales por sus calificaciones, para el efecto, se creará un nuevo ente regulador ligado a la *SEC*.

La *Ley Dodd Frank* no solo regula internamente los mercados financieros en Estados Unidos, sino adicionalmente busca reforzar el marco internacional, a través de una adecuada supervisión a nivel global de los mercados financieros, impulsando diferentes políticas para mejorar el estado de dichos mercados, como son, mejores prácticas remuneratorias para los directivos de las entidades financieras y estándares más altos respecto a normas prudenciales, impuestos, áreas de intercambio de información, contabilidad y supervisión de las agencias de calificación crediticia.

Sin embargo, es importante indicar que esta nueva regulación, si bien propone un mejor marco operativo para beneficio de todas las partes intervinientes en los mercados financieros, para algunos participantes, la misma representa un importante reto operativo, especialmente para aquellas que participan en transacciones con instrumentos financieros derivados Over the Counter (OTC). En este sentido, el G20 en septiembre de 2009 en Pittsburgh, Estados Unidos resolvió entre los países miembros participantes, emitir reglas en su jurisdicción local que regulen la operación de derivados OTC, con la *Ley Dodd-Frank Act* en Estados Unidos y con el documento denominado *European Market Infrastructure Regulation (EMIR)* en la Unión Europea.

La aplicación de la *Ley Dodd-Frank Act*, como se ha manifestado, permite que los mercados financieros puedan funcionar relativamente mejor que antes, reduciendo el riesgo sistémico, producido por la experiencia de la crisis financiera del 2008, no obstante, su implicación no sólo se limita a la jurisdicción estadounidense, sino también a aquellas

instituciones financieras extranjeras que operan instrumentos derivados financieros con sus contrapartes estadounidenses. Aquellas contrapartes extranjeras deben reportar todas las operaciones con instrumentos derivados financieros a la CFTC, una vez que el mismo esté registrado como participante del mercado, incluido el requisito de revelar la identidad de la contraparte, exigencia que en algunos países constituye una violación a la *Ley de Secreto Bancario*, por lo cual, muchos participantes, como bancos centrales o entidades financieras se han resistido a cumplir esta regulación.

Esta obligación de reportar las operaciones con derivados financieros, y por tanto, revelar a la contraparte, constituye un obstáculo para la aplicación plena de la *Ley Dodd-Frank*, pero al mismo tiempo, es una limitación al libre desarrollo de los mercados de derivado OTC, dado su naturaleza extrabursátil. Ante esta reacción del mercado, la CFTC excepcionó hasta el 30 de junio del 2013, la obligación para aquellos participantes del mercado, como bancos y otros intermediarios, que estén registrados como “negociadores de permutas”, para que no cumplan aún el requisito de revelar la identidad de la contraparte con la que hacen el negocio. En definitiva, las regulaciones establecidas, deben procurar el adecuado equilibrio, para por un lado, lograr transparentar el mercado, haciéndolo más eficiente y seguro, reduciendo el riesgo de contraparte y el sistémico en sí, y por otra, para permitir que el mercado no se ahogue con demasiadas limitaciones que distorsionarían el propósito para el cual fue desarrollado en beneficio de las partes intervinientes.

Bajo estas consideraciones, en el ámbito mismo del mercado de CDS, con la eliminación de la prohibición de utilizar los CDS como instrumentos especulativos, se incrementó exponencialmente el uso de los mismos, contribuyendo a la crisis financiera del 2008, con la caída de *Lehman Brothers* y la debacle de la aseguradora *AIG* y su posterior rescate del gobierno federal estadounidense, así como también, favoreció el aumento del riesgo de

contraparte, al no contar los vendedores de protección con el suficiente dinero para indemnizar a sus compradores.

El mercado de CDS donde hay miles de millones de contratos negociados privadamente, OTC, con el riesgo de contraparte sumamente alto, requiere de medidas que mitiguen ese riesgo. Como respuesta a esta incertidumbre potenciada por la crisis financiera, el 14 de noviembre del 2008 se firmó un memorando de entendimiento entre la FED, la SEC y la *Comisión de los Futuros de Materias Primas (CFTC)* para crear una *Central de Compensación y Liquidación de Contrapartidas (CCP)* de los *Credit Default Swap*.<sup>170</sup>

La *Central de Compensación y Liquidación de Contrapartidas (CCP)* tiene como propósito asumir el riesgo de contraparte de los intervinientes de los contratos de CDS, transformando un contrato bilateral OTC en un mecanismo público de compensación de valores. El riesgo se garantiza a través de un fondo centralizado para impagos, aportado por todos los partícipes del mercado. Las posiciones son compensadas entre todos los participantes, transparentando en todo momento las posiciones netas de cada participante que se deben cubrir con colateral. De esta forma, los participantes contribuyen a mejorar la eficiencia, resistencia, estabilidad e integridad del mercado de CDS, permitiendo que se mitigue el riesgo de contraparte y en el evento de que existan participantes con problemas que estén interconectadas con otras, puedan deshacer ordenadamente sus posiciones.<sup>171</sup>

*Gerald Corrigan*<sup>172</sup> señala recomendaciones importantes para reducir el riesgo sistémico del mercado de CDS. La primera se refiere a que la CCP debe tener la capacidad de absorción de impago de al menos dos de sus miembros más grandes. La segunda es que debe existir una

---

<sup>170</sup> Guillermo de la Dehesa, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI...*P. 361.

<sup>171</sup> Guillermo de la Dehesa, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI...*P. 362.

<sup>172</sup> *Edward Gerald Corrigan* es un banquero americano, fue el séptimo presidente de la Reserva Federal de Nueva York y el Vice-Presidente del Comité Federal de Mercado Abierto. Actualmente socio y director general de la Oficina del Presidente de Goldman Sachs y fue nombrado presidente del Banco GS EE.UU., el holding bancario de Goldman Sachs, en septiembre de 2008. También un miembro del Grupo de los Treinta, un organismo internacional influyente de los principales financistas y académicos.

única CCP de los CDS global y no varias, en consideración a la naturaleza mundial del mercado de CDS. La tercera recomienda el fortalecimiento a corto plazo de la infraestructura de todos los mercados de OTC, debiendo los supervisores realizar las inspecciones necesarias a todos los miembros que operan en el mercado de CDS, verificando que sus políticas, prácticas, procedimientos y sistemas operativos son los más adecuados y acorde a la infraestructura requerida por el mercado. La cuarta se refiere a la supervisión caso por caso, de participantes del mercado de CDS, con posiciones demasiado concentradas y transacciones muy elevadas, y por tanto, con elevado riesgo, finalmente, el citado autor, señala que los supervisores deben asegurarse el cumplimiento de mejores prácticas de gobierno corporativo y gestión y control del riesgo, con la finalidad de evitar o resolver rápidamente disputas sobre el valor de los colaterales acordados por las partes.<sup>173</sup>

La supervisión específica a intermediarios de los mercados de CDS con posiciones de riesgo significativas para sus contrapartes, es importante, debiendo registrarse dos nuevas categorías en el mercado de CDS, los intermediarios como tales (*swap dealers-SP*) y los intervinientes principales (*major swap participans-MSP*), quienes obligatoriamente deben liquidar en CCP aquellos CDS que la CFTC los considere estandarizados y que su negociación debe realizarse en mercados regulados o plataformas de negociación de swaps,<sup>174</sup> otros participantes como las entidades comerciales e instituciones financieras definidas en esta ley como *End Users*, también deben someterse a nuevas regulaciones.

Se ha analizado que uno de los puntos débiles del mercado de CDS ha sido precisamente la falta de transparencia, lo cual ha contribuido al riesgo de contraparte, este riesgo se verá reducido con la obligatoriedad de liquidar los contratos de CDS en cámaras de compensación, siempre que se verifiquen algunos requisitos a criterio del CFTC, que los CDS

---

<sup>173</sup> Citado por Guillermo de la Dehesa, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI...*P. 362.

<sup>174</sup> Carmen Galán López, *Los "Credit Default Swaps" (CDS): Una aproximación a su régimen jurídico*, P.18.

tengan un grado de liquidez considerable, que esté disponible la información de los precios negociados, el número de contratos pendientes de liquidar y la disminución del riesgo sistémico que implicaría su liquidación en cámaras CCP.

Uno de los objetivos para reducir el riesgo en los mercados de CDS, es lograr la estandarización de los contratos de CDS, objetivo que se lo ha venido impulsando a través de entidades como el ISDA con su *Master Agreement*, sin embargo, cuando la CFTC considere aquellos contratos como no estandarizados, sus intermediarios y partes contractuales deberán someterse a los requisitos de capital por las posiciones que mantengan en cartera, requiriendo para el efecto el colateral necesario para rendir las garantías suficientes en sus operaciones.

En este sentido reiteramos la necesidad de transparentar las operaciones en el mercado de CDS para lo cual, se hace necesaria ante todo la implementación de una cámara de compensación y liquidación de los contratos de CDS que elimine o reduzca el riesgo de contraparte, circunstancia que actualmente por la naturaleza OTC del mercado de CDS, no permite conocer las posiciones de las partes intervinientes en dicho mercado, elevando la multiplicación del riesgo sistémico al transferirse ilimitadamente las coberturas de compradores a vendedores y viceversa.

### 3.3.8.2 MARCO REGULATORIO EUROPEO

La regulación actual europea tiene como uno de sus antecedentes, las recomendaciones a nivel macro prudencial del *Grupo de Alto Nivel sobre Supervisión Financiera*<sup>175</sup> presidido por *Jacques de Larosière*, quien fue el encargado de proponer una serie de recomendaciones a la Comisión y al Consejo Europeos sobre las medidas que debería tomar y cómo organizar la supervisión en la Unión Europea. En lo referente a los mercados de productos estructurados y

---

<sup>175</sup>Guillermo de la Dehesa, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI...*P. 428.

derivados, se recomendó la simplificación y estandarización de los derivados OTC, requiriéndose al menos una cámara de compensación y liquidación de CDS debidamente capitalizada, garantizando además, que los emisores de productos estructurados retengan en sus carteras durante la vida del producto una parte suficiente del riesgo subyacente no cubierto.

Siguiendo esta primera aproximación, la actual regulación europea está marcada no sólo por el firme propósito de transparentar el mercado de los CDS, y reducir consecuentemente el riesgo de contraparte, sino fundamentalmente, desarticular la finalidad especulativa de los CDS y su profunda incidencia en la crisis de deuda soberana europea. En este sentido, el G20<sup>176</sup> ha propuesto apoyar la transparencia en las operaciones OTC especialmente de CDS, llevándolas a mercados organizados o a plataformas de negociación electrónica. La reunión del G20 en Londres concluyó con una: "llamada a la industria para que elabore un plan de acción de estandarización de contratos de derivados financieros" para otoño de 2009.<sup>177</sup>

La Unión Europea al ser parte del G20 recogió medidas similares para frenar el uso de los CDS en descubierto (*naked CDS*) que han sido ampliamente utilizados con fines específicamente especulativos, provocando que los mercados de bonos soberanos se desestabilicen por sus apuestas en contra de bonos emitidos por los gobiernos europeos, especialmente como se vio, griego, español, italiano o irlandés.

En este contexto, la Unión Europea, a través de la Comisión Europea trabajó en el diseño de medidas de regulación tendientes a impedir los ataques especulativos contra la deuda soberana emitida por sus países miembros, pero también, en consideración a que debe existir un equilibrio adecuado en la regulación. La medida tomada y formalizada el 18 de octubre del 2011

---

<sup>176</sup> El G20 lo integran los siete de los países más industrializados - Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido - (G-7), más Rusia (G-8), más once países recientemente industrializados de todas las regiones del mundo, y la Unión Europea como bloque económico, se reúnen regularmente, desde 1999, participan los jefes de Estado (o Gobierno), gobernadores de bancos centrales y ministros de finanzas.

<sup>177</sup> Marta Ruíz *La regulación europea de los derivados financieros: ¿demasiado poco, demasiado tarde?* Nota informativa de Eurodad, Marzo de 2010, P.2, en [http://eurodad.org/uploadedfiles/whats\\_new/news/derivatives\\_es\\_final.pdf](http://eurodad.org/uploadedfiles/whats_new/news/derivatives_es_final.pdf)

por el Parlamento, el Consejo y la Comisión Europea, puso fin a la total desregulación y prohibió las transacciones al descubierto de los CDS vinculados a deuda soberana, medida que fue acompañada del endurecimiento en general de las normas para las ventas en corto de acciones y bonos. Se dejó entreabierta la posibilidad de levantar dicha prohibición en un futuro, previa autorización de la Autoridad Europea de los Mercados de Valores – ESMA, y siempre que las circunstancias y condiciones sean propicias para el mercado.

Entre las circunstancias o justificaciones figuran las situaciones en las que el mercado de deuda soberana “no funcione adecuadamente” y cuando la prohibición pueda tener un impacto negativo en los CDS soberanos. También se podrá alegar que sube o que ya está demasiado alto el interés sobre la deuda soberana, o bien que la restricción afecta a la cantidad de bonos que pueden ser negociados, entre otros aspectos.<sup>178</sup> La operatividad implica que la ESMA tendrá 24 horas para autorizar o denegar la petición de quien pretende el levantamiento de la prohibición, la misma que será temporal, y podrá ser aplicado durante un máximo de 12 meses, renovables por periodos de hasta seis. Además, se establecen excepciones para los operadores primarios y los creadores de mercados.

Esta prohibición está encaminada a lograr mercados de derivados más eficientes, transparentes, persiguiendo protección para los inversionistas, y asegura que los Estados miembros tengan la facultad de intervenir en situaciones excepcionales, con el fin de reducir los riesgos sistémicos, logrando en definitiva más confianza en el mercado. La prohibición se circunscribe para aquellos compradores de un CDS al descubierto, es decir que no posean el bono o activo, que no estén expuestos a ningún riesgo frente a la deuda soberana o frente a activos cuyo valor esté relacionado con deuda soberana.

---

<sup>178</sup> *UE prohibirá venta en corto al descubierto de CDS vinculados a deuda soberana*, en [http://noticias.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/servicios-financieros-y-comerciales/ue-prohibira-venta-en-corto-al-descubierto-de-cds-vinculados-a-deuda-soberana\\_O7oddf5h2AKKHmTub4h322/](http://noticias.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/servicios-financieros-y-comerciales/ue-prohibira-venta-en-corto-al-descubierto-de-cds-vinculados-a-deuda-soberana_O7oddf5h2AKKHmTub4h322/)

Entre las medidas específicas implementadas por la nueva regulación para transparentar el mercado, están las notificaciones a los reguladores, tanto en ventas en corto, en caso de acciones como de deuda soberana, y la condición de que el inversionista posea o tenga prestado el instrumento financiero afectado, haber acordado prestarlo o tener un pacto con una tercera parte en virtud del cual, esta confirme que la acción está localizada y que ha tomado medidas para que el inversionista pueda tener “expectativas razonables” de que se ejecutará el acuerdo.<sup>179</sup> En el caso de los bonos soberanos, se estableció un régimen específico para las notificaciones a los reguladores, las mismas que serán obligatorias solo si existen posiciones netas importantes en bonos soberanos de la UE.

La aprobación y publicación del *Reglamento de la UE Número 236/2012* del Parlamento Europeo y del Consejo, de fecha 14 de marzo de 2012 pretende reformar la *Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID)*<sup>180</sup> en lo relativo al funcionamiento de los mercados de instrumentos financieros, la misma que está muy centrada en los mercados de acciones, y dentro de dichos mercados, en los secundarios oficiales. Los objetivos de esta Directiva principalmente son<sup>181</sup>:

1. **Armonizar el marco legal europeo**, introduciendo un régimen regulatorio común para los servicios financieros en los 27 estados miembros de la Unión Europea, y en otros 3 estados del Área Económica Europea (Islandia, Noruega y Liechtenstein).
2. **Reforzar la protección a los inversores**, promoviendo mayor calidad en el suministro de información, y mayor transparencia en los mercados de valores, el perfeccionamiento de las normas de conducta en la relación con los clientes, y la aplicación del principio de

---

<sup>179</sup> Op cit. 139.

<sup>180</sup> La Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, Directiva conocida como MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), referente a los Mercados de Instrumentos Financieros, modifica varias Directivas europeas en lo referente a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión.

<sup>181</sup> Renta4banco, en [https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid\\_resumen](https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid_resumen)

mejor ejecución por parte de las ESI<sup>182</sup>, consistente en la obligación de obtener el mejor resultado posible al ejecutar órdenes de clientes. También se exigirá que las ESI, en su ejercicio de comercialización de productos, adecuen previamente su oferta al test de idoneidad o conveniencia del cliente.

3. **Incrementar la competencia**, con una mayor participación de plataformas alternativas de negociación, que rompa el monopolio de las bolsas, estableciendo un régimen de mayor transparencia de precios y la flexibilización de la regulación del pasaporte europeo.

Por tanto, la nueva regulación busca fundamentalmente la supervisión de los mercados para reforzar la protección del inversionista, logrando de esta forma que los mercados sean más competitivos, eficientes y líquidos. Esta regulación está impulsada también por el nuevo entorno de las negociaciones, los avances tecnológicos con sus nuevas plataformas, los sistemas organizados de negociación y la necesidad de incrementar la transparencia anterior y posterior a la negociación, tanto en los mercados de acciones como en los de otros instrumentos, permitiendo la consolidación de los datos suministrados por los mercados.

La nueva regulación permite además, que los datos de las negociaciones incluidos aquellos no participativos (obligaciones, productos de financiación estructurada y derivados) se consoliden en un solo lugar, transformando los mercados en más transparentes y unificados, y permitiendo a los inversionistas contar con la información necesaria para tener una visión de conjunto de todas las actividades de negociación en la UE, facilitándoles la toma de decisiones en sus inversiones.

Respecto a la prohibición de utilización de los CDS como medio especulativo, sobre deuda soberana, el mencionado *Reglamento UE 236/2012* del Parlamento Europeo y del

---

<sup>182</sup> ESI: Empresas de Servicios de Inversión.

Consejo de 14 de marzo de 2012, sobre las Ventas en Corto y determinados aspectos de las Permutas de Cobertura por Impago, señala como un esfuerzo del bloque europeo por armonizar y estandarizar las regulaciones sobre CDS: [...] Es necesario armonizar las normas de las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, a fin de impedir, dada la probabilidad de que los Estados miembros sigan tomando medidas dispares, que se creen obstáculos para el correcto funcionamiento del mercado interior [...]

Otra normativa destacada, podemos señalar el Artículo 4 ibidem, referente a la posición descubierta en una permuta de cobertura por impago soberano que determina:

[...] 1. A efectos del presente Reglamento, se considerará que una persona física o jurídica mantiene una posición descubierta en una permuta de cobertura por impago soberano si la permuta de cobertura por impago no sirve para cubrir:

a) el riesgo de incumplimiento del emisor siendo que la persona física o jurídica mantiene una posición larga en la deuda soberana del emisor al que se refiere la permuta de cobertura por impago soberano, o

b) el riesgo de una disminución del valor de la deuda soberana cuando la persona física o jurídica posea activos o esté sujeta a pasivos, incluyendo entre otros los contratos financieros, una cartera de activos u obligaciones financieras cuyo valor guarde una correlación con el valor de la deuda soberana.

2. Se otorgarán a la Comisión poderes para adoptar actos delegados, de conformidad con el artículo 42 que especifiquen, a los efectos del apartado 1 del presente artículo:

a) los supuestos en que se considerará que una operación de permuta de cobertura por impago soberano sirve para cubrir un riesgo de incumplimiento y el método de cálculo de las posiciones descubiertas en permutas de cobertura por impago soberano;

b) el método de cálculo de las posiciones, cuando diferentes entidades de un grupo mantengan posiciones largas o cortas o cuando se trate de actividades de gestión de fondos relativas a distintos fondos. [...]

Respecto a las notificaciones, el mismo Reglamento en su Art.8 señala:

[...] Resulta oportuno introducir un requisito para notificar a las autoridades reguladoras de las posiciones cortas netas significativas en deuda soberana en la Unión porque tal notificación permitiría a aquellas disponer de información importante que les ayudaría a controlar si tales posiciones están generando, de hecho, riesgos sistémicos o siendo utilizadas con fines abusivos. El requisito impuesto debe limitarse a la comunicación privada a las autoridades reguladoras, ya que divulgar públicamente información al mercado sobre tales instrumentos podría resultar perjudicial para unos mercados de deuda soberana cuya liquidez ya se ha visto mermada [...]

Esta norma faculta a la autoridad de competente analizar si la información remitida constituye un eventual riesgo sistémico o si son utilizadas con fines abusivos, sin dejar de vista el desempeño del mercado, respecto a su liquidez, y especialmente respecto a hechos o circunstancias adversos que constituyan una seria amenaza para la estabilidad financiera o la confianza del mercado en el Estado miembro en cuestión o en otro u otros Estados miembros, y que la medida sea necesaria para hacer frente a la amenaza y no tenga un efecto perjudicial sobre la eficiencia de los mercados financieros que resulte desproporcionado con respecto a las ventajas.

La determinación del alcance de las adquisiciones de permutas de cobertura, se define en el Art. 14 del Reglamento así:

[...] La adquisición de permutas de cobertura por impago sin mantener una posición larga en la deuda soberana subyacente o de cualesquiera activos, carteras de activos, obligaciones

financieras o contratos financieros cuyo valor guarde una correlación con el valor de la deuda soberana puede ser, en términos económicos, equivalente a asumir una posición corta en el instrumento de deuda subyacente. El cálculo de una posición corta neta en relación con deuda soberana debe, por tanto, incluir las permutas de cobertura por impago conexas a la obligación de un emisor de deuda soberana. La posición en permutas de cobertura por impago ha de tenerse en cuenta a efectos de determinar si una persona física o jurídica mantiene una posición corta neta significativa en relación con deuda soberana que deba notificarse a una autoridad competente y cuando una autoridad competente suspenda las restricciones a las transacciones de permutas de cobertura por impago no cubiertas a efectos de determinar la posición descubierta significativa en una permuta de cobertura por impago conexas a un emisor de deuda soberana que deba, asimismo, notificarse a la autoridad competente [...]

El propósito es abarcar las probabilidades de aquellos tenedores de CDS en sus diferentes variantes, que permita a las autoridades de supervisión recibir la información oportuna que evite riesgos sistémicos para el bloque europeo. Con la finalidad de cortar el uso especulativo de los CDS, es decir, aquellos inversionistas que contratan una permuta de incumplimiento crediticio, con un propósito distinto a la cobertura de riesgo, al ser poseedores de un activo subyacente, establece: [...] Las permutas de cobertura por impago soberano deben basarse en el principio de interés asegurable, reconociendo al mismo tiempo que pueden existir intereses en un emisor soberano distintos de la propiedad de instrumentos de deuda soberana [...].

Como se ha analizado, el *Credit Default Swap* mantiene ciertas similitudes con un contrato de seguro tradicional, pero una de sus diferencias es precisamente el que los CDS no necesariamente requieren que exista interés asegurable, es decir, el poseedor de un CDS al descubierto no tiene como activo subyacente el título del emisor, la norma citada sin embargo,

reconoce que pueden existir intereses en un emisor soberano distintos de la propiedad del título subyacente.

El Reglamento en su Artículo 14 establece también que una persona física o jurídica podrá realizar operaciones de CDS sobre deuda soberana únicamente cuando tal transacción no conduzca a una posición descubierta en un CDS soberano de los estados miembros.

Finalmente podemos manifestar que la regulación europea en los mercados de CDS pretende principalmente transparentar las transacciones, reduciendo el riesgo de contraparte, unificando la normativa, mediante la armonización de normas para todos los países miembros, estandarizando los contratos para lograr mayor liquidez de los CDS, negociando los títulos en plataformas de negociación que permitan contar con información oportuna, y permitiendo una supervisión adecuada de todos los partícipes del mercado, regulación que busca proteger ante todo al inversionista.

Con esta finalidad, Estados Unidos y la Unión Europea han llegado a un acuerdo sobre la unificación de las normas para productos derivados, a pesar de las diferencias en las reformas principalmente del mercado de CDS. La regulación europea es más exigente en cuanto a la transparencia de datos, la determinación de los márgenes y la obligación de presentar informes a los entes reguladores, lo cual, incide que su puesta en vigor demore de uno a dos años, a diferencia de la estadounidense que ha sido implementada más rápidamente.

Con estos antecedentes, es nuestro criterio que la debida regulación del mercado de los CDS implicaría en esencia la creación de una cámara de compensación y liquidación que elimine o reduzca el riesgo de contraparte, esto equivaldría a establecer que los contratos de CDS se negocien en mercados "organizados", con bolsas especializadas en este mercado, sin embargo, por la rápida expansión de estas operaciones y la constante aceleración de sus transacciones, dicha implementación limitaría su accionar a niveles posiblemente contraproducentes.

Se ha expresado que los derivados financieros se negocian en definitiva tanto en mercados organizados, a través de las bolsas de derivados especializadas, o mayoritariamente en mercados OTC descentralizados, en los que intervienen y negocian directamente las partes contratantes, en este último caso, la forma más adecuada de minimizar el riesgo es que estas negociaciones se las instrumente mediante los Master Agreement, en todo caso, se deberá equilibrar los mecanismos justos y necesarios que logren transparentar las operaciones, y protejan al inversionista, pero sin distorsionar o ahogar las bondades del mercado de CDS, el obstáculo, no obstante, será indudablemente el poder concentrado en los pocos actores acaparadores de este mercado de CDS.

### 3.3.8.3 EL ISDA

Como se ha manifestado, la necesidad de simplificar los procesos de negociación y estandarización, con la finalidad de mejorar la eficiencia y transparencia en el mercado, incentivó para que algunas entidades financieras dedicadas activamente a la negociación de swaps, implementaran la formalización de algunas entidades dedicadas al cumplimiento de este propósito. Con este fin, han intervenido como se ha descrito con anterioridad, la *Asociación de Banqueros Británicos*, y otras asociaciones y organismos como el *Deutscher Rahmenvertrag fur Finanztermingeschafte* alemán, la *British Banker's Association (British Banker's Association Interest Rate Swap o BBAIRS)*, la *Asociación Internacional del Mercado de Bonos o ISMA*, la *Federación Europea de Banca*; o la *Comisión de Estudios del Mercado Monetario CEMM*.

#### 3.3.8.3.1 FUNDACIÓN

Es el *ISDA (International Swaps and Derivatives Association o Asociación Internacional de Swaps y Derivados)* la organización que definitivamente se estableció en el ente que tiene por objetivo principal, el implementar el uso de acuerdos marco, con el propósito principal de lograr

estabilidad y seguridad a las operaciones de derivados financieros, normalizando los diferentes elementos contractuales en sus términos generales y dejando las condiciones específicas de cada negociación, a confirmaciones particulares, en consideración a los requerimientos de cada contraparte. El ISDA se constituyó en 1985 en la ciudad de New York, a raíz de las reuniones mantenidas por las diez entidades financieras más activas del mercado de swap, y se estableció inicialmente como la *International Swap Dealers Association (Asociación Internacional de Negociantes de Permutas)*, en consideración a que inicialmente su actividad se centró únicamente en el mercado de los swaps, para posteriormente ampliar su ámbito de acción a otros derivados financieros y cambiar a su nombre actual.

#### 3.3.8.3.2 MIEMBROS

El ISDA actualmente la conforman entre miembros primarios o principales, asociados y suscriptores, un total de 844 miembros principales 57 países en seis continentes, que participan activamente en el mercado de derivados financieros en todo el mundo. Entre sus miembros existen gestores de activos, empresas de energía y materias primas, aseguradoras, bufetes de abogados y bolsas, entre otros. Los miembros primarios son actualmente 206 y sirven de enlace para los demás miembros asociados o suscriptores, así como para la formación de los comités del ISDA en las diferentes regiones. El tipo de actividad de cada miembro conforme el ISDA es:<sup>183</sup>

1. **Miembros primarios:** son aquellas entidades comerciales, bancos de inversión, mercantiles o comerciales u otra corporación, asociación u otra entidad que participe activamente con derivados como parte de su negocio.

---

<sup>183</sup> ISDA Member Types, en <http://www2.isda.org/membership/member-types/>

2. **Miembros asociados:** Aquellos de servicios como corredores de bolsa, firmas de abogados, firmas de contabilidad, consultoras, entidades de intercambio de divisas y los proveedores de software) que estén activos en el negocio OTC de derivados.
3. **Miembros suscriptores:** Aquellas corporaciones, instituciones financieras y entidades del gobierno y otros que negocian privadamente derivados para administrar mejor los riesgos financieros.

#### 3.3.8.3.3 AREAS FUNCIONALES

El ISDA está conformado en áreas funcionales: legal y documentación; políticas públicas; gestión de riesgo; gestión de infraestructura; investigación; impuestos; gestión de protocolos; infraestructura tecnológica.

#### 3.3.8.3.4 REGIONES

El ISDA está estructuralmente organizado en ocho regiones: Estados Unidos; Europa; Japón; Canadá; Asia – Pacífico; Europa Central y Oriental, Medio Oriente - África; y América Latina; cada región a su vez se subdivide en varias más. El propósito principal de estos comités es la promoción y comprensión de las cuestiones legales, documentación, políticas públicas, la estructura del mercado, las prácticas de mercado e investigación y aboga por mejoras en el régimen jurídico de cada jurisdicción.

#### 3.3.8.3.5 COMITES

El ISDA está conformada por varios comités encargados de distintas competencias.

## 1. COMITÉS FUNCIONALES

Se encargan distributivamente en grupos de trabajo en diversas áreas como: definiciones ISDA 2006; enmiendas a las definiciones ISDA 2006; arbitraje; riesgo de contraparte; documentación; usuarios de derivados; cumplimiento de la *Ley Dodd Frank*; Grupo Consultivo; tratamiento fiscal de swaps; Comité Europeo de contabilidad; Comité Europeo regulador; Comité de reforma de ley financiera, regulación de abuso de mercado; riesgo de mercado; entre otros.

## 2. OTROS COMITES

El ISDA cuenta también con otros comités: de Producto; Comités específicos por región que fueron ya enunciados; Comité de referencia; y el denominado Comité de Determinaciones de Derivados de Crédito o por sus siglas en inglés *ISDA Credit Derivatives Determinations Committees ("DCs")*, que por sus especiales atribuciones e implicaciones, lo describimos brevemente: este tipo de Comité puede afirmarse ciertamente como uno de los más importantes, por no decirlo el más importante, se encarga en calidad de peritos de resolver si procede o no el cobro de un CDS, la implantación de la subasta para liquidar los contratos y el denominado *Credit Event Back Stop Date*, que permite que el inversionista se cubra frente a eventos de crédito 60 días antes de la fecha de contratación del CDS.

Este comité fue establecido por el ISDA el 8 de abril de 2009<sup>184</sup> para proporcionar mayor seguridad a las partes contratantes del mercado de derivados financieros y su función principal es establecer las determinaciones que aplican a las transacciones de derivados de crédito sobre temas específicos, como determinar las obligaciones que podrán entregarse en la liquidación de los CDS a través de la subasta, sea mediante la entrega física; la definición de los términos en los que se llevará a cabo la subasta, y el señalamiento del valor de recuperación de

---

<sup>184</sup> ISDA Credit Derivatives Determinations Committee, en <http://dc.isda.org/>

forma única y vinculante. Los Comités de Determinaciones absuelven consultas exclusivamente a sus miembros y están estructurados en cinco regiones: América, Asia ex-Japón, Australia-Nueva Zelanda, EMEA (Europa, Oriente Medio y África) y Japón. Cada Comité está conformado por diez *dealers* con derecho a voto y tres sin derecho a voto y cinco *non-dealers* con derecho a voto y uno sin derecho a voto. Entre los requisitos para formar parte de estos Comités, además de ser un actor importante en el mercado de derivados de crédito, debe estar adherido al *Big Bang Protocol*, tener un volumen mínimo de CDS negociados en esa región y participar en las subastas como postor (*participating bidder*).<sup>185</sup>

Su actuación más trascendental fue el 9 de marzo de 2012 cuando el Comité de la EMEA declaró unánimemente el evento de crédito en la quita voluntaria de la reestructuración de deuda soberana griega, el Comité estuvo conformado por grandes actores en el mercado de derivados y financiero en general, quienes actuaron en su calidad de *dealers* con derecho a voto, como los estadounidenses *Goldman Sachs*, *Bank of America*, *JP Morgan Chase*, *Morgan Stanley*, y *Merrill Lynch*, el británico *Barclays*, el alemán *Deutsche Bank*, los suizos *Credit Suisse*, *UBS*, y los franceses *BNP Paribas* y *Société Générale*; y como miembros *non-dealers*, otros grandes actores del mercado de bonos soberanos, como *Pacific Investment Management Company (PIMCO)* como el mayor actor de dicho mercado, y otros como *Elliot Management Corporation*, *Blue Mountain Capital*, *Citadel Investment Group LLC*, entre otros.

#### 3.3.8.3.6 CLASES DE ACTIVOS

El alcance del ISDA abarca, entre otros, los siguientes derivados de crédito: los *Credit Default Swaps*; Derivados de acciones; Derivados de tasas de interés; Derivados de energía; materias primas; y productos estructurados.

---

<sup>185</sup> ZoomNews/Economía/Finanzas/Mercados: *Guía definitiva para entender los CDS*, en <http://www.zoomnews.es/economia/finanzas-y-mercados/guia-definitiva-entender-que-es-cds-credit-defaultswap-seguros-contra-impago-deuda>

### 3.3.8.3.7 FUNCIONES

La principal función del ISDA desde su fundación como entidad reconocida y aceptada por sus esfuerzos de estandarización de documentación en el mercado de derivados, es precisamente fortalecer el marco legal del mercado de derivados, identificando y reduciendo el riesgo en las transacciones con derivados, y estableciendo con este fin, contratos estándar, el denominado *Acuerdo Marco o Master Agreements*, así como la determinación de las Definiciones, que se han analizado con anterioridad.

Las otras funciones como se señalado también, son la promoción activa en los distintos países para obtener reconocimiento gubernamental en la utilización de sus Acuerdos Marco en las jurisdicciones de sus miembros; la comprensión de las cuestiones legales y mejoras en el régimen jurídico de cada jurisdicción donde ya se ha obtenido dicho reconocimiento; la difusión de documentación; políticas públicas; la estructura del mercado; las prácticas de mercado e investigación entre otras. El ISDA igualmente desde el año 1988 viene publicando semestralmente con un año de retraso, las estadísticas de las operaciones de los mercados de derivados financieros.

El ISDA es una institución valiosa que promueve la estandarización de los instrumentos derivados financieros, contribuyendo a la seguridad y eficiencia del mercado de derivados, pero para algunos críticos, como *Joseph Stiglitz*, el ISDA influye en forma determinante en las decisiones del *Banco Central Europeo*.<sup>186</sup> El ISDA indudablemente al estar integrado por los principales actores del mercado de derivados, influye y presiona significativamente en la toma de decisiones de grandes actores, como el citado Banco Central Europeo o en la emisión de normativa regulatoria del mercado de derivados. Otro ejemplo de su influencia, fue la

---

<sup>186</sup> Página12: *Derivados*, Alfredo Zaiat, en <http://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-182576-2011-12-03.html>

intervención del Presidente del ISDA entre 1988 y 1992 *Mark C. Brickell*, quien cabildeó activamente para que el Congreso de los Estados Unidos abandone su intención de regular los productos derivados de crédito tanto en 1994 como en 1998.

#### 4. CAPÍTULO III

##### 4.1 LOS CDS COMO MEDIO DE GARANTÍA

Como se ha analizado, el riesgo de crédito es inherente a una inversión, es decir, toda inversión conlleva un riesgo de que la contraparte incumpla su obligación del crédito o exista un detrimento en la calidad de activo financiero. En este sentido, la gestión de riesgo del inversionista estará encaminada a contar con todos los instrumentos para otorgar una adecuada cobertura a las inversiones realizadas en el mercado financiero. Bajo esta perspectiva, los *Credit Default Swap* cumplen perfectamente el papel principal para el cual fueron concebidos, es decir, se constituyen en un derivado de crédito que brinda cobertura al inversionista, y que, como ya se ha manifestado, los CDS permiten la transferencia del riesgo de contraparte o impago de un determinado instrumento de crédito, como un bono corporativo o un bono soberano.

Esta finalidad inicial del *Credit Default Swap* o permuta de incumplimiento crediticio, faculta a los inversionistas a asegurar el riesgo de sus operaciones a cambio de una prima anual, muy distinta a la otra función que cumplen, la especulativa, la cual si bien permite apostar y dar su punto de vista sobre la calidad crediticia de un activo de referencia determinado, su desregulación y, por tanto, poca transparencia, contribuyó a las crisis financieras del 2008 y de deuda soberana europea.

El mercado de los CDS con las últimas implementaciones regulatorias, cumplen debidamente su función principal de constituirse en un instrumento de cobertura inestimable para los inversionistas. Los CDS en la gestión del riesgo son:<sup>187</sup>

Herramientas fundamentales en la gestión activo de los riesgos de crédito, que permiten aislar el riesgo de crédito de los activos de otras características económicas, transfiriendo el riesgo de contraparte. La publicación del ISDA en el año 1999 de las definiciones y formatos de confirmación, ha contribuido a la estandarización de estos contratos, aumentando su liquidez y facilitando mayor transparencia, reduciendo el riesgo legal y agilizando las transacciones para la correspondiente liquidación. Resulta un instrumento fundamental para la gestión de riesgos de crédito y su capital regulatorio y como derivado de crédito, el CDS como regla general debe satisfacer como condiciones: la exigibilidad directa al vendedor de protección; definición explícita del activo de referencia; irrevocabilidad e incondicionalidad.

La bilateralidad del contrato de CDS, determina que el comprador de protección pagará la prima al vendedor de protección a cambio de que éste asuma el riesgo de incumplimiento de la entidad de referencia. En el contrato se deberán establecer los distintos elementos ya enunciados con anterioridad como son: la prima que se constituya y que el comprador pagará el *spread* por xx puntos básicos al año, una vez realizada la valoración respectiva, aplicando para ello, diversos tipos de métodos, como de *probabilidad o no arbitraje* ya enunciados; también se deberá definir el activo de referencia y la entidad de referencia con el riesgo inherente de *default*; la definiciones de los eventos de crédito que por lo general son: quiebra, impago o reestructuración, esta última no aplicable en Estados Unidos de América; y finalmente el proceso de liquidación cuando se verifique uno los eventos pactados, la liquidación podrá ser por entrega

---

<sup>187</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 24

física o por diferencia, en ambos casos se lo hará mediante subasta, este tema será tratado más adelante.

El CDS si bien constituye como decimos en un instrumento de cobertura adecuado, que puede cubrir o reducir la exposición a un activo de referencia, el mismo no está exento también de riesgo, que en esencia está asociado al riesgo de contraparte, al legal y también riesgo operativo. Mientras más estandarizado y por tanto, transparente se encuentre el mercado de CDS, mayor garantía tendrá el inversionista para contar con un instrumento apropiado para asegurar sus inversiones.

Bajo esta perspectiva de cobertura de riesgo de crédito, los CDS no constituyen un riesgo sistémico, pero posteriormente en el año 2000, mediante la *Commodity Futures Modernization Act of 2000*, que describimos con anterioridad, se derogó la prohibición de realizar operaciones cortas o "especulaciones" sobre CDS, incrementándose abrumadoramente el uso de los CDS con propósitos meramente especulativos, con las consecuencias ya detalladas y conocidas como la caída del banco de inversión *Lehman Brothers*, la cuasi quiebra de la aseguradora *AIG*, por el insuficiente respaldo de garantías para cubrir los *default*, así como también su incidencia de los CDS especulativos en la crisis de la deuda soberana europea.

#### **4.1.1 BENEFICIOS DE LOS CDS COMO MEDIO DE GARANTÍA**

El mercado de CDS debidamente regulado pero sin excesos que impidan su desarrollo, constituye definitivamente una herramienta adecuada para el mercado de derivados, y permite a los inversionistas la transferencia y distribución del riesgo de crédito a otros actores dispuestos a asumir el riesgo, siendo una importante fuente de liquidez en los mercados de capitales internacionales, y previniendo las concentraciones de riesgo en determinadas entidades.

Aún el uso de los CDS como medio especulativo sobre la calidad crediticia de la entidad o del título emitido por ésta tiene beneficios para los inversionistas, esto es indudable, reiteramos que la adecuada regulación sin excesos ni distorsiones del mercado, es la forma más importante para beneficiar a todos los actores del mercado de CDS, dicha regulación permitirá mejorar la transparencia y la supervisión, que permita la liquidación de los contratos en centrales de compensación, la rendición de suficientes garantías, la estandarización de contratos y en general, la distribución apropiado del riesgo.

Por otro lado, el mercado de CDS más regulado y transparente lo ha convertido en más líquido, lo cual permite con frecuencia que sea más efectivo ajustar las exposiciones de la cartera del inversionista a través de CDS que comprar y vender los bonos físicos equivalentes, permitiendo también que los inversionistas introduzcan ajustes tácticos en sus exposiciones crediticias, evitando así, el desembolso de efectivo inicial, cuando son vendedores de protección, o el pago del impuesto sobre las plusvalías cuando se materializa la venta del bono, en el caso de los compradores de protección.<sup>188</sup>

#### 4.1.2 LOS CDS COMO INDICADORES DE RIESGO DE CREDITO

Ratificar este punto ya tratado con anterioridad, y manifestar que ante el descrédito de las agencias de calificación de riesgo por sus notorios fallos en los ratings de productos estructurados, especialmente las *Obligaciones de Deuda Garantizadas con hipotecas subprime*, más conocidos como CDO, que ocultaron la calidad crediticia de los títulos que fueron vendidos a innumerables inversionistas durante la crisis financiera del 2008, y especialmente en la caída de *Lehman Brothers*, y a pesar de las posteriores regulaciones impartidas por los ministros y gobernadores de los Bancos Centrales del G-7 al Foro de Estabilidad Financiera y de la

---

<sup>188</sup> M&G Investments, en <http://www.mandg.es/inversores-profesionales/area-de-soporte/informacion-para-inversores-profesionales/ei-abc-de-las-cds/>

recepción de los gobiernos del G-20<sup>189</sup>, si bien las calificaciones emitidas por las principales calificadoras de riesgo como *Standard & Poor's Rating Services*, *Fitch Ratings* o *Moody's Investors Service*, sirven a la hora de gestionar el riesgo en las inversiones, en la práctica, las primas de riesgo de los CDS se han convertido en los más importantes indicadores de riesgo de crédito de los bonos soberanos y corporativos.

La fluctuación del valor de las primas de los CDS, revela a los inversionistas el nivel del riesgo de crédito de las entidades de referencia y de los activos por éstos emitidos, sustituyendo parcialmente también al otro medidor de riesgo país, el EMBI (*spread* o diferencia entre el costo de la deuda de cada país frente al de Estados Unidos)<sup>190</sup>.

En definitiva, si la percepción de riesgo de un país determinado aumenta, el valor de la prima del CDS aumentará y a la inversa, si mejora la percepción de riesgo, el precio del contrato disminuirá, esta circunstancia fue duramente apreciada en la crisis de deuda soberana europea, el aumento significativo de la percepción de riesgo en países como Grecia, Irlanda, España, Portugal e Italia, subió los tipos de interés de los bonos emitidos por esos países, a niveles insostenibles para sus economías.

Para el efecto se crearon en el 2004 los *CDS Dow Jones (CDX)* e *iTraxx* como índices de CDS como respuesta a la creciente demanda de liquidez y transparencia por parte de los inversionistas. El *spread* de estos bonos se calcula restando sus rendimientos a la curva IRS (interest rates swap) a cinco años. Cuanto más alto es el precio de estos activos, mayor es la percepción de riesgo que tienen los inversores, y viceversa.

---

<sup>189</sup> Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica, Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (IIMV), 2010, P. 245 y 246.

<sup>190</sup> Op. Cit. 114.

### 4.1.3 EJECUCIÓN DE GARANTÍAS

Como hemos analizado, los *Credit Default Swap* permiten a los inversionistas cubrirse del riesgo de crédito, y haciendo una analogía, constituyen una especie de contrato de seguro bilateral, por el cual, a cambio de transferir el riesgo de incumplimiento de la obligación, el comprador de protección paga una prima periódica. Si no se produce uno de los eventos de crédito pactados, el plazo de la cobertura del contrato transcurre y termina, pero si se verifica uno de los eventos pactados, entonces se ejecuta el CDS a favor del comprador de protección.

Sin embargo, cuando el evento de crédito no está definido dentro del contrato o por circunstancias especiales requiere que actúen los Comités de Determinaciones del ISDA, surgen inquietudes respecto a si efectivamente el *Credit Default Swap* constituye un instrumento de cobertura apropiado que "proteja al inversionista", como fue el caso de la quita de la deuda griega que a continuación la analizamos brevemente.

### 4.1.4 LA QUITA GRIEGA

Sin que sea nuestro propósito analizar la crisis de la deuda griega, sin embargo, sí podemos manifestar brevemente que la misma, entre sus causas posiblemente y sin perjuicio de otras que la desencadenaron están, las debilidades estructurales propias de la economía griega, su déficit público por su alto endeudamiento público, incluidas las excesivas adquisiciones de armamento para las Fuerzas Armadas griegas, alta evasión de impuestos en la base impositiva, corrupción generalizada, la unificación bancaria de la Unión Monetaria Europea, la falta de credibilidad en sus estadísticas públicas, sin descartar el alto coste de financiación de las Olimpiadas en Atenas 2004. Ante esta circunstancia, y ante el vertiginoso aumento de la deuda griega, ya en el año 2009 surgieron temores de los tenedores de la deuda helena, de la incapacidad de Grecia de cumplir sus obligaciones. Estos temores inevitablemente condujeron a una crisis de confianza reflejada incuestionablemente en la ampliación de los diferenciales de

rendimiento de los bonos griegos y en el aumento del costo de los CDS y la degradación de dichos títulos a la categoría de basura por parte de las calificadoras de riesgo *Moody's* que rebajó la calificación de la deuda de Grecia al mínimo, "C" situándola al borde de la bancarrota, y *Standard & Poor's* que rebajó previamente la calificación hasta "*default* selectivo", la fase previa a la declaración de la bancarrota, a pesar de que la Unión Europea le otorgó el segundo rescate financiero, lo que denotó la existencia de otro tipo de intereses más allá de los meramente técnicos.

Con estos antecedentes, y con la finalidad de evitar una crisis financiera de mayores alcances, la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional El 2 de mayo de 2010, resolvieron otorgar un préstamo de rescate de 110 mil millones de euros<sup>191</sup>, condicionada al cumplimiento de tres requisitos: La aplicación de medidas de austeridad, para restablecer el equilibrio fiscal; la privatización de activos públicos por el valor de 50 mil millones de euros hasta finales de 2015; y la aplicación de las reformas estructurales en la economía griega, para mejorar la competitividad y el crecimiento. Los rescates fueron ejecutados en tres paquetes cada uno dividido en diversos tramos, y más allá de las repercusiones y consecuencia que conllevó esta crisis de deuda del país heleno, que incluso llegó al abismo de abandonar el euro como moneda de curso legal, configuró la reestructuración de su deuda, sobre la cual, actuaron los CDS como instrumentos de cobertura y de especulación.

Con esta perspectiva, y condicionado el gobierno griego para reducir su alta deuda, lanzó el programa de reestructuración, la que supuso la mayor reestructuración de la historia, superó incluso el *default* de Argentina de 73.000 millones de euros en el año 2002. El valor total de la deuda griega ascendía a 350.000 millones de euros de los cuales, 206.000 millones estaban en manos de inversionistas privados y 144.000 millones de euros en carteras de organismos e instituciones públicas. Del valor total en manos privadas, 177.000 millones de

---

<sup>191</sup> El FMI otorgó un préstamo de 30.000 millones de euros y la UE los restantes 80.000 millones.

euros estaban regidos bajo la ley griega, de los cuales, 152.000 millones de euros de tenedores equivalente al 85,8% del total de la deuda, aceptaron voluntariamente la quita establecida por el gobierno griego; y 25.000 millones asumieron forzosamente con la activación de las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC)<sup>192</sup>; por otro parte, 29.000 millones de euros estaban bajo las leyes extranjeras, de los cuales 20.000 millones de euros aceptaron forzosamente la quita igualmente bajo la activación de las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC); quedando únicamente un remanente de 9.000 millones de euros que quedaron fuera de la propuesta gubernamental griega, el canje se hizo por bonos griegos depreciados al 31,5% de su valor, más títulos europeos al 15% de su valor, bajo legislación británica y con más garantías.<sup>193</sup>

La aplicación de las CAC permitió al gobierno griego llegar al 95,7% de adhesión al plan, requerido para que Grecia pueda atenerse al programa de reducir su deuda de un 160% del PIB (350.000 millones de dólares) a un 120,5% en 2020. No obstante, la reestructuración condujo a que se cuestionara la credibilidad de los CDS como instrumento de cobertura de riesgo crediticio, esta circunstancia por la demora e indefinición en la determinación del ISDA de si la adhesión forzada mediante la activación de las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) constituía un evento de crédito que activen los CDS.

Si bien los tenedores de bonos griegos que no aceptaron voluntariamente la quita, representaban una minoría, con un valor de 3.200 millones de dólares (2.420 millones de euros), su repercusión en el mercado financiero y específicamente en el de derivados era muy alta por todas sus implicaciones. Es importante indicar que por las circunstancias y las dimensiones de la crisis de deuda soberana, la mayoría de los tenedores de bonos griegos que se vieron tácitamente obligados a aceptar la quita de deuda, eran grandes bancos e instituciones financieras, dependientes del escrutinio del Banco Central Europeo y de sus propios gobiernos

---

<sup>192</sup> Ver descripción apartado definiciones.

<sup>193</sup> *Cinco preguntas clave para entender la quita*, en griega <http://www.expansion.com/2012/03/09/economia/1331283558.html>

integrantes de la UE, por lo cual un rechazo a dicho programa de canje era inconveniente desde otros puntos de vista. Por otro lado, la minoría que rechazó la quita, estaba constituida principalmente por los denominados *"hedge funds"* o fondos de cobertura.

Inicialmente el ISDA decidió el 1 de marzo del 2012 que el canje de deuda pactado con el Gobierno griego no representaba un "evento de reestructuración de crédito", lo que provocó incertidumbre en el mercado de CDS, dejando en entredicho su credibilidad entre los inversionistas que los contrataron y si esta decisión se hubiera ratificado, los CDS posiblemente habrían desaparecido como instrumento de cobertura del riesgo de crédito, no serviría que los inversionistas contraten los CDS como permutas de incumplimiento crediticio, a pesar de que el ISDA sí consideró un evento de crédito en otros casos de deuda soberana, como el caso irlandés.

Entre las cuestiones consideradas por el ISDA para determinar si la reestructuración de la deuda griega constituía un evento de crédito, era si los tenedores privados de bonos griegos se habían visto "subordinados" respecto al canje de bonos del Banco Central Europeo con el Gobierno griego. La subordinación es un evento que activaría el pago de los CDS a los inversionistas. El canje de bonos del BCE con Grecia no incluía la quita del 53,5% que tuvieron que aceptar el resto de tenedores, bajo estas consideraciones, el ISDA votó unánimemente que no constituía un evento de crédito. La segunda cuestión era si la oferta de canje a los tenedores privados de bonos, era en sí misma un *"credit event"*. El comité también votó por unanimidad que no.<sup>194</sup>

Sin embargo, posteriormente, luego de que un agente del mercado planteara la cuestión de si Grecia había sufrido un *"credit event"* para ejecutar el pago de CDS asociados a la deuda griega, el 9 de marzo del 2012, el ISDA a través de su Comité de Determinaciones en su sede

---

<sup>194</sup> Carlos Montero, *Hoy es el gran día: La Carta de la Bolsa*, en [http://lacartadelabolsa.com/leer/articulo/hoy\\_es\\_el\\_gran\\_dia](http://lacartadelabolsa.com/leer/articulo/hoy_es_el_gran_dia)

en Londres, determinó unánimemente que sí hubo un "*credit event*" con respecto a la reestructuración de la deuda griega, lo que implicó un impago de facto y consecuentemente la activación de los seguros contra cesación de pagos (CDS) para indemnizar a los tenedores de bonos por un valor de 3.200 millones de dólares (2.420 millones de euros) contra pérdidas de la deuda soberana griega. Esta vez, el ISDA sí determinó que la decisión del Gobierno griego de activar las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC), para obligar a aceptar el proceso de reestructuración de su deuda a aquellos tenedores de bonos que no habían aceptado voluntariamente la quita, implicaba un impago de facto.

En esencia el ISDA actuó como debió hacerlo, considerando no sólo que las Cláusulas de Activación Colectiva fueron incluidas en los contratos de los bonos en forma retroactiva, luego que Grecia promulgó una ley que le permitió obligar a los inversionistas privados a acatar la reestructuración, incluso para aquellos que expresamente no estaban de acuerdo, al haberse activado las cláusulas haciendo la reestructuración de deuda vinculante para todos los inversionistas, convirtiéndola, por tanto, en obligatoria.

Finalmente como hemos manifestado con anterioridad, el CDS se instituye como un contrato bilateral en el cual, el comprador de protección y el vendedor del CDS pactan los términos y condiciones del mismo, entre éstas, las definiciones de los eventos de crédito, cuando existe una manifestación unilateral en una de estas definiciones, se transforma de un acuerdo mutuo a una determinación obligatoria, y, por tanto, el emisor de referencia incumple con sus obligaciones de pago, y consecuentemente da derecho al beneficiario de CDS, a exigir la indemnización de su inversión.

#### 4.1.5 LIQUIDACION DEL CDS

Un vez que se ha verificado el evento o suceso de crédito pactado en el contrato de CDS, lo cual, provoca el vencimiento anticipado del plazo de cobertura y la consecuente liquidación, el inversionista tiene la facultad de reclamar la protección contratada al vendedor del CDS, siempre que se cumplan las siguientes condiciones:<sup>195</sup>

##### 1. QUE OCURRA EL SUCESO DE CRÉDITO

Como ya se ha mencionado con anticipación, debe ocurrir el suceso o evento de crédito pactado, como son quiebra, impago, incumplimiento de obligaciones distintas a las correspondientes al pago, vencimiento anticipado de obligaciones, repudio, o reestructuración, o alguna otra que previamente se haya pactado entre comprador y vendedor de protección. Todos estos eventos, si el contrato fue establecido a través de un *Master Agreement*, deberán ser conocidos y aprobados por el Comité de Determinaciones del ISDA, como fue el caso anteriormente expuesto de la reestructuración de la deuda griega.

##### 2. SE CUMPLAN LOS REQUISITOS PARA EL PAGO

Estos requisitos son:

##### 2.1 NOTIFICACIÓN DEL SUCESO DE CRÉDITO

Al igual que un contrato de seguro, verificado el evento o suceso de crédito es obligación del comprador de protección o del vendedor, notificar el evento de crédito al Comité de Determinaciones del ISDA, para su sometimiento, si el contrato es estandarizado, y según se haya pactado en el contrato, o la notificación la deberá realizar el comprador al vendedor de

---

<sup>195</sup> Roberto Knop, Joan Vidal y Javier Cachán, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, P. 146-147.

protección. Esta notificación podrá realizarse hasta 14 días posteriores al vencimiento anticipado del CDS, conforme la estipulación establecida en la confirmación.

## 2.2 NOTIFICACIÓN DE LA EXISTENCIA DE INFORMACIÓN PÚBLICA DISPONIBLE

La notificación del evento de crédito debe ir acompañada de la información referente a la descripción de dicho evento de crédito, la misma que deberá estar publicada o difundida por dos o más fuentes de noticias financieras internacionales reconocidas, según lo hayan pactado las partes en el contrato, o que esté determinada en una sentencia o resolución judicial emitido por una autoridad competente.

## 2.3 NOTIFICACIÓN DE ENTREGA FÍSICA

Según el método pactado para la liquidación, si fuera por entrega física, el comprador de protección deberá entregar una notificación con la descripción de las obligaciones entregables, momento a partir del cual, se extiende un plazo de 30 días para liquidar el CDS.

## 3. SE LIQUIDE CONFORME EL MÉTODO PACTADO

La liquidación del CDS se ejecutará conforme el método pactado en el contrato, el mismo que puede ser de tres modalidades:

**3.1. Liquidación por Entrega Física o *Physical Settlement*:** El comprador de protección entrega al vendedor de protección los bonos u obligaciones entregables de la entidad de referencia, y el vendedor de protección paga al comprador el valor total del nominal. Este método estaba inicialmente más difundido en la liquidación de CDS que otros métodos.

**3.2. Liquidación por Entrega por Diferencia o *Cash Settlement*:** El vendedor paga al comprador de protección la diferencia entre el valor nominal del activo de referencia (*par*

*value*) tras el acontecimiento del evento de crédito y el precio de mercado de la obligación de deuda de la entidad de Referencia.

**3.3. Subasta o *Auction*:** Este método está organizada por el ISDA desde el 2009 con la finalidad de facilitar la liquidación masiva de CDS, una vez producidos los eventos de crédito, se incorporó como medida en el Suplemento "*Bing Bang*" del 8 de abril de 2009, a los Acuerdos Marco ISDA de 2003.<sup>196</sup> Este método es aplicado ampliamente en deuda soberana por su carácter poco líquido y por su circulación restringida en los mercados y en otros CDS también es el método más aplicado.

El proceso de liquidación de un CDS sobre un bono de deuda soberana se ejecuta en un plazo aproximado de 30 días, iniciándose, con una consulta al Comité de Determinaciones que realiza un miembro del ISDA sobre si se ha producido un evento de crédito, si éste se ha producido en los 60 días anteriores a la fecha de la consulta, deberá conforme lo indicado con anterioridad, incluir la información pública disponible en relación con el evento de crédito y deberá enviar una notificación de evento de crédito y la información pública a la contrapartida del CDS. En el caso de que el Comité de Determinaciones determine que sí se ha producido el evento, que lo hará en un plazo de dos días, todos los CDS adheridos al *Big Bang Protocol* se activarán automáticamente y la ISDA comenzará todo el proceso de la subasta, publicará la lista con las obligaciones entregables en dos semanas aproximadamente, la determinación de los términos y condiciones de la subasta, la emisión y finalmente se ejecuta la liquidación de los CDS.

Una vez que inicia la subasta, los compradores de cobertura conforme lo pactado en el contrato, realizan la entrega física del activo cubierto (si está dentro de la lista de obligaciones entregables), para lo cual, deberán hacer la solicitud a un postor en la subasta, que puede ser

---

<sup>196</sup> Carmen Galán López, *Los "Credit Default Swaps" (CDS): Una aproximación a su régimen jurídico*, P. 14-15.

cualquier miembro del ISDA. Si hay liquidación por diferencias, siempre conforme lo que establezca el contrato, el comprador de protección una vez determinado por la subasta recibe del vendedor la diferencia entre el nominal y la tasa de recuperación (porcentaje de recuperación de un capital, en caso de *default* por parte de la entidad sobre la que se contrató el CDS), valor a la fecha del incumplimiento como ya se indicó, y el vendedor ingresa en su balance un activo que, en principio, vale en mercado la tasa de recuperación de la subasta multiplicado por valor del CDS. Si hay entrega física, el comprador recibe del vendedor el total del nominal del bono.<sup>197</sup>

En definitiva a partir del 2009, la liquidación de CDS, se ejecuta a través de la entrega física o de la liquidación por diferencias, a partir del mecanismo de subasta, que se convierte en el estándar en dichas liquidaciones. Entre los aspectos positivos se destaca la mayor transparencia del mercado, la fijación de un único valor de recuperación y, por lo tanto, un único valor de liquidación. Entre los aspectos negativos, no se puede conocer si va a existir o no subasta, dependerá del tamaño del mercado, y que el activo cubierto con un CDS puede o no ser entregable en la subasta.<sup>198</sup> Por otro lado, en la mayoría de subastas, si no es en todas, los tenedores de CDS sobrepasan en número a las entidades tenedoras de los bonos referenciados que cayeron en *default*, los mismos que por esta calidad tienen un carácter ilíquido, por su baja circulación en los mercados.

Podemos señalar que la liquidación constituye la esencia del CDS, en consideración a que le permite al inversionista cubrirse del riesgo de crédito y ser indemnizado, si existe el suceso de crédito. Este propósito se ve reforzado como ya se ha analizado también, mediante la implementación de las nuevas regulaciones del mercado de CDS, que permitan supervisar las operaciones para armonizar los criterios de las liquidaciones de estos instrumentos

---

<sup>197</sup> ZoomNews/Economía/Finanzas/Mercados: *Guía definitiva para entender los CDS*, en <http://www.zoomnews.es/economia/finanzas-y-mercados/guia-definitiva-entender-que-es-cds-credit-defaultswap-seguros-contra-impago-deuda>

<sup>198</sup> Luis Otero González, Luis Ignacio Rodríguez Gil, *Derivados de Crédito y crisis financiera en Europa*, Fundación de Estudios Financieros, 2013.

estandarizados y se liquiden en Centrales de Compensación y Liquidación de Contrapartidas, aplicando niveles de capital apropiados y se exija mayores garantías para aquellos instrumentos que no estén tan estandarizados, transparentando de esta forma las operaciones que les falta en general a los mercados OTC, para reducir el riesgo de liquidación y, el riesgo de contraparte.<sup>199</sup>

## 4.2 LOS CDS COMO MEDIO DE ESPECULACIÓN

Sin perjuicio de lo que ya hemos descrito con anterioridad en el punto 2.3.1.2 referente a los *Credit Default Swap en descubierto o especulativos*, podemos manifestar que los CDS como medio de cobertura, permiten a los inversionistas poseedores de bonos o activos de referencia en general, cubrirse del riesgo de crédito, y ser indemnizados si acontece el evento o suceso de crédito pactado en el contrato. Por el contrario, los CDS también son ampliamente utilizados con otro propósito distinto al que fueron concebidos inicialmente de cobertura, el cual es, para fines exclusivamente especulativos, con la finalidad de obtener ganancias mediante apuestas negativas sobre un determinado título, sin poseerlo, ni tener derecho alguno que justifique la compra de protección que no sea otro que, obtener ganancias mediante la especulación<sup>200</sup>.

### 4.2.1 FUNCIONAMIENTO

En esencia el funcionamiento de un proceso especulativo con CDS se refiere a si el diferencial (*spread*) de un CDS que asegura un bono soberano, tiene una fluctuación demasiado alta o baja, en comparación con el rendimiento que obtenga dicho bono, independientemente de

---

<sup>199</sup> Óscar Arce, Javier González Pueyo, Lucio Sanjuán, *El Mercado de Credit Default Swaps...*

<sup>200</sup> Juan Hernández Viguera, *El casino que gobierna el mundo, Mañas y trampas del capitalismo financiero*, Capital Intelectual, Buenos Aires, 2012, P. 284.

las causas que originen dicho rendimiento, puede ser aprovechado por el inversionista poseedor del CDS, para vender o comprar protección, según la valoración que realice el inversionista. De esta forma, el inversionista podrá apostar a la posible quiebra o *default* del emisor sea una corporación o un país, o la rebaja de la calidad crediticia del activo de referencia, en este caso los CDS aumentan su diferencial o prima, cuando disminuye la solvencia crediticia de la entidad emisora, y a la inversa, disminuye el diferencial del CDS, cuando aumenta dicha solvencia crediticia. En estas circunstancias, el inversionista podrá comprar CDS o posición "corta", o vender protección o posición "larga", dependiendo si disminuye o aumenta la calidad crediticia de la entidad emisora.

Siendo esto así, los inversionistas pueden adoptar una posición de crédito "corta", es decir, adquirir protección sobre un bono que no posean para exclusivamente beneficiarse del deterioro de sus perspectivas crediticias. Por otro lado, se asume una posición "larga" que significa la previsión positiva del comprador respecto al título que posee, en la cual, los vendedores de protección mediante CDS pueden adquirir exposición a una inversión, sin que posean el activo subyacente, asumiendo el riesgo de crédito, recibiendo la prima del comprador de protección.<sup>201</sup>

En esencia los CDS con fines especulativos o *Naked CDS* o *Credit Default Swap al descubierto*, se utiliza cuando los compradores de protección no son poseedores de los títulos de deuda emitidos por la entidad de referencia, y no mantienen un interés directo en el bono subyacente. Bajo esta perspectiva, los CDS como medio de especulación, representan el mayor riesgo en el mercado de CDS, en consideración principalmente a que los vendedores de protección cuando se verifica el evento o suceso de crédito tienen que pagar la compensación sin tener el título, lo cual, dificulta la posterior venta en subasta del bono. Esta particularidad de

---

<sup>201</sup> M&G Investments, en <http://www.mandg.es/inversores-profesionales/area-de-soporte/informacion-para-inversores-profesionales/ei-abc-de-las-cds/>

no poseer el título, y la intencionalidad especulativa para obtener ganancias tiene como consecuencia que el monto de los contratos de CDS multiplique el valor nominal del activo de referencia, lo cual, en la práctica significa que no hay límites para el número de contratos de cobertura que sobre dichos subyacentes pueden celebrarse, así el riesgo de impago se multiplica dando lugar a un eventual riesgo sistémico.

Es decir, una vez que un Estado soberano emite bonos, son negociados en el mercado secundario, cuyas compras y ventas determinan la variación de su cotización, que es interpretada como una mayor o menor confianza en la solvencia del país que los emitió, en virtud de lo cual, se determinarán los intereses que deberá pagar a los inversionistas a más del capital que deberá ser reembolsado. Ante esta circunstancia, los inversionistas compran protección mediante CDS teniendo el bono como subyacente o compran para especulación cuando no lo tienen apostando como se ha dicho al *default* o baja de la calidad crediticia, en esa circunstancia, al depender de la declaración de eventos de crédito o *default* del ISDA, como fue en el caso griego, los CDS especulativos sin la suficiente regulación incentivan un eventual comportamiento fraudulento que lleve al colapso de las entidades o países sobre los cuales están referenciados.

En definitiva, cuando existe la percepción de que la entidad de referencia emisora de los bonos tiene adecuada credibilidad, la cotización de los bonos en los mercados secundarios de deuda suben y su rendimiento baja y, por tanto, los que los han vendido previamente con préstamo de valores puedan obtener ganancias a corto plazo al poder recomprarlos a precio más bajo, así, los *spread* o prima de los CDS son más bajos y factibles de comprar; en cambio cuando cae la cotización de la deuda, aumenta el riesgo país y el *spread* o prima de riesgo los CDS subirán, entonces los inversionistas podrán venderlos y obtener una mayor rentabilidad en su operación.

Estas características meramente especulativas son las que han sido fuertemente criticadas, en virtud de lo cual, han sido los CDS señalados como causantes principales de la

crisis financiera del 2008 y también de ahondar la crisis de deuda soberana europea, por este motivo, se ha ejercido presión para que se limite o prohíba su utilización, a pesar de que existen otros criterios que hablan de la utilidad de este tipo de instrumentos, y de su aporte a la funcionalidad del mercado financiero con un particular componente para un adecuado manejo de inversiones y de mitigación del riesgo, siendo, por tanto, una parte sustancial de la libertad en la operación diaria de los inversionistas en el mercado, otorgando liquidez al sistema, además, su prohibición o restricción podría incluso aumentar los costos de financiamiento de varios países si los inversionistas perciben que tienen menos formas de proteger sus inversiones contra el descenso en los precios de los bonos.

Por tanto, el inversionista que utiliza los CDS exclusivamente como medio especulativo, no busca la cobertura de un crédito, sino únicamente obtener un beneficio, para lo cual, apostará al *default* o suspensión de pagos de un país, especulando mediante la llamada "prima de riesgo" que "aseguran" los CDS (*Credit Default Swaps*) soberanos, como fue el caso de Grecia, España, Portugal en el caso de aumentos de la prima de riesgo, o Argentina y Ecuador cuando cayeron en el *default* de su deuda soberana, este último en un caso muy discutido que más adelante trataremos brevísimamente; o cuando fueron utilizados en la quiebra de *Lehman Brothers Inc.*, y en la cuasi quiebra de la aseguradora AIG, con todas las consecuencias que ya se han señalado con anterioridad.

Creemos que los CDS al descubierto para uso especulativo tiene una finalidad muy importante dentro de la funcionalidad del mercado y como una alternativa atractiva en el portafolio de un inversionista, en virtud de que contribuye al flujo de crédito en la economía real, al permitir que los inversionistas se resguarden del riesgo de crédito, cubran otros riesgos asociados no sólo los relacionados con los préstamos directos, y por su liquidez, sin embargo, en consideración a que el mercado de CDS al descubierto está operado por pocos y grandes actores, sí es nuestro criterio que debe existir la suficiente regulación y supervisión de estos

productos que permitan transparentar las posiciones de todos los partícipes del mercado de CDS, evitando concentraciones y eventuales riesgos sistémicos, así como distorsiones de los activos de referencia, específicamente en cuanto al *spread* de la prima de riesgo de los bonos que emiten los países.

Con este propósito, los CDS para uso especulativo fueron ya regulados, conforme lo descrito, inicialmente por la UE a raíz de la crisis de deuda soberana, concretamente el 19 de octubre del 2011, el Parlamento Europeo, Consejo de Ministros de la UE y Comisión Europea acordaron prohibir las ventas al descubierto de CDS ligados a deuda soberana, cuya prohibición entró en vigor a partir de noviembre de 2012, de acuerdo a los términos ya señalados, existiendo, no obstante, excepciones a la utilización del CDS al descubierto, dicha prohibición no afecta a los operadores primarios y *"market makers"* También se faculta a las entidades de control, el suspender temporalmente esas restricciones cuando considere que el mercado de deuda no está funcionando correctamente. *JP Morgan, Citi, Bank of America, Goldman Sachs y HSBC* son estos pocos actores del mercado de CDS al descubierto, que acumulan el 96% de la exposición de derivados en EE UU, que asciende a 250 billones de dólares, según un informe del segundo trimestre de 2011 del *"Comptroller of the Currency Administrator of National Banks"*,<sup>202</sup> esta concentración es un elemento importante respecto a los mercados de deuda pública, a mayor número de participantes, por tanto, mayor liquidez o profundidad del mercado.

#### 4.2.2. CASOS DE ESPECULACIÓN INTERNACIONAL

Los *Credit Default Swap* han sido utilizados como instrumentos en ataques especulativos a determinados emisores públicos o privados, que han provocado o contribuido en mayor o

---

<sup>202</sup> La UE prohibirá los CDS "la licencia para matar" deuda soberana, en <https://www.diagonalperiodico.net/global/la-ue-prohibira-cds-la-licencia-para-matar-deuda-soberana.html>

menor medida, a su *default* o *rebaja* en la calificación crediticia. Basta recordar casos de especulación internacional famosos, como fueron los ataques para la caída de los bancos de inversión *Bear Stearns*, o *Lehman Brothers Inc*, o el casi colapso de la aseguradora *AIG*<sup>203</sup>; los ataques lanzados en contra de países como Grecia, España o Portugal; así como el uso de los CDS en el *default* de Argentina y la posterior reclamación del grupo que tenedores de bonos que no se acogió a la quita implementada por el gobierno de dicho país, y finalmente un caso muy discutido en nuestro país, cuando los CDS fueron parte del escándalo de la rebaja de calificación y posterior *default* de nuestra deuda externa. También se puede añadir que los fondos especulativos se alejan de la búsqueda de soluciones intermedias que pretenden compartir la carga de la deuda e impulsan una estrategia que obstaculice los mecanismos de pago a acreedores que aceptan las reestructuraciones.

Con estos antecedentes, y como nota para destacar el juego de casino especulativo de ciertos fondos, destacamos lo señalado por el Premio Nobel de Economía y profesor de la prestigiosa Universidad de Columbia, *Joseph Stiglitz*, respecto al litigio judicial entre Argentina y los fondos especulativos que [...] "cualquiera comprando bonos después de que un país anuncia una reestructuración de deuda, sabe con certeza virtual, que no serán repagados en su totalidad sin manipular el sistema legal" [...] <sup>204</sup>, añadiendo que [...] "al argumentar por una interpretación del principio legal de que todos los inversores sean tratados de igual manera, en total contradicción con el que tradicionalmente atribuyen los economistas y participantes del mercado" [...], los fondos especulativos [...] "han socavado el estado de derecho y han hecho la reestructuración de deuda casi imposible".[...]

A continuación brevísimas reseñas destacadas de casos internacionales de especulación:

---

<sup>203</sup> The Wall Street Journal Americas, "Europa quiere bajar el calibre de un arma financiera clave: los CDS", en Diario El Comercio, Quito, 10 de marzo de 2011.

<sup>204</sup> Infobae, *Para Stiglitz la falta de acuerdo equivale a una explosión*, en <http://www.infobae.com/2014/07/31/1584452-para-stiglitz-la-falta-acuerdo-equivale-una-explosion>

#### 4.2.2.1. BEAR STEARNS, LEHMAN BROTHERS Y AIG

El colapso del banco de inversión *Bear Stearns* fue el prelude de la crisis financiera del 2008 cuando se produjo la estrepitosa quiebra del prestigioso banco de inversión *Lehman Brothers Inc*, sin embargo, más allá de las acertadas o desacertadas decisiones gerenciales en la administración de estos bancos de inversión, existió una causa valedera y considerablemente profunda en la caída de ambas entidades, esta no fue otra que la guerra de rumores tras bambalinas de los pasillos de *Wall Street*, con sobrevaloraciones de las acciones para después alimentar el mercado con falsos informes que provocaron la caída estrepitosa de su valor bursátil, reforzados por el instrumento más criticado en los últimos días de crisis financiera: los *CDS al descubierto* o *Naked CDS* que ya los hemos tratado con anterioridad.

Fundadas o infundadas estas suposiciones, lo cierto es que la excesiva desregulación del mercado llevó como dijo *Alan Greenspan* antiguo Presidente de la Reserva Federal estadounidense, a la "exuberancia irracional"<sup>205</sup>, generando una desconfianza absoluta en los mercados y la participación activa de los CDS como medio especulativo fue destacada. Precisamente *Bear Stearns*, *Lehman Brothers Inc*.y *AIG* sufrieron feroces ataques especulativos mediante CDS, apostando verdaderamente a la caída de estas instituciones, todo sin embargo se ha visto reducido a meras investigaciones ante las entidades judiciales.

En todo caso, la primera entidad, *Bear Stearns* quinto banco de inversión en *Wall Street*, y pionera en la titularización de activos hipotecarios para ser negociados en los mercados financieros, fue sacudida en consideración a que sus *hedge funds* o fondos especulativos estaban al borde de la liquidación por la pérdida de valor de sus activos vinculados a *hipotecas subprime* y presuntivamente por apuestas a la baja del valor de sus acciones mediante ventas en corto, fue inicialmente rescatada por la *Reserva Federal de Nueva York* y por el *Departamento*

---

<sup>205</sup> William A. Fleckenstein, Frederick Sheehan, *Las Burbujas de Alan Greenspan*...P.20

del Tesoro para evitar otro colapso, para lo cual, contó con la ayuda del banco de inversión *JP Morgan*, institución que facilitó el acceso a una línea de financiación especial de 29.000 millones de dólares y que finalmente fue adquirida por este banco de inversión. *Bear Stearns* creó billones de posiciones de productos estructurados opacos con CDS en el mercado OTC, con lo que llegó un momento en que no conocía a ninguno de los que le habían vendido la protección y tampoco sabía si podían hacer frente a su pago por diferencias en caso de impago.<sup>206</sup>

La caída del cuarto banco de inversión *Lehman Brothers* como ya lo detallamos en nuestro primer capítulo, fue el punto de quiebre de la economía mundial, y sus posteriores consecuencias, y fue trascendente las ventas al descubierto de acciones de esta entidad y las apuestas de quiebra cubiertas con los CDS, fue lógica la intención de rebaja de calificación de *Lehman Brothers* con la finalidad de cobrar las indemnizaciones de CDS. Si en primera instancia el Gobierno federal estadounidense "rescató" a *Bear Stearns*, sin dejarlo quebrar al ser considerado "*too big to fail*" por las graves consecuencias de permitir su caída para el sistema financiera mundial, y por promover y ordenar en la práctica la compra por parte de *JP Morgan*, no se aplicó el mismo criterio en un banco de inversión de mayor envergadura y con mayores participación en el mercado financiero, las autoridades financieras estadounidenses enviaron en este caso, la señal de que ningún banco era lo suficientemente grande para no dejarle quebrar, provocando consecuentemente con la caída de *Lehman Brothers* el pánico en el mercado de acciones, de deuda y en general en la economía mundial.

Por otra parte, también es importante señalar que la quiebra de *Lehman Brothers* lanzó una señal de alerta sobre el mercado de CDS, en consideración a que no se conocía el monto total de dichos contratos sobre su deuda, y que se estimaba que podía producir unos 400.000 millones de dólares de pagos y cobros brutos y que se complicaba aún más, porque este banco

---

<sup>206</sup> Guillermo de la Dehesa, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI...*P. 181.

de inversión era también un importante contratante de CDS, fue ahí cuando surgió dudas por los riesgos de contraparte, de liquidación y compensación.<sup>207</sup>

Las consecuencias del uso de CDS con *Lehman Brothers* es que a pesar de su caída y quiebra, y como parte del proceso de liquidación de su cartera de activos, se vendió y colocó en el mercado un total de 8.000 millones de CDS que cubrían bonos municipales de California, alterando el precio de bonos municipales y provocando el descenso artificial de los precios de los CDS, sin considerar su desempeño de la calidad crediticia de la entidad emisora de los títulos subyacentes.

Por otra parte, la historia de CDS con la aseguradora *AIG Group* fue trascendental, si consideramos en primer lugar, que esta entidad fue el primer operador mundial de CDS para cubrir los riesgos de crédito de inversionistas, y cuya cartera fue de más de 400.000 millones suscritas con entidades estadounidenses y europeas para mitigar riesgos y aliviar restricciones de capital, circunstancia que determinó la toma de riesgos extraordinaria por parte de AIG, situación que no fue advertida por las entidades supervisoras, en virtud de que estos últimos únicamente se ocupaban de la supervisión de la cartera de seguros de vida y generales. La exposición a esta cartera de CDS fue conocida por las autoridades de supervisión luego de las inmensas peticiones de colateral por parte de los compradores de protección, cuando advirtieron el deterioro de la calidad crediticia de AIG, particular que obligó la intervención federal y posterior rescate para evitar la misma suerte de *Lehman Brothers*, inyectando más de 182.300 millones de dólares y la indirecta nacionalización de la firma con un 92% de control del gobierno federal durante cuatro años y un retorno de 22.700 millones para los contribuyentes, a pesar de que hoy AIG planea demandar al Departamento del Tesoro por supuestamente afectar la compensación de los accionistas por su rescate.

---

<sup>207</sup> Guillermo de la Dehesa, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI...*P. 361.

#### 4.2.2.2. DEUDA ESPAÑOLA, IRLANDESA, ITALIANA Y PORTUGUESA

La crisis de deuda soberana europea es otro ejemplo de la utilización de los CDS como medio especulativo, en conjunto los ataques especulativos fueron lanzados en contra del grupo despectivamente denominado por los círculos financieros, como PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España), y fue iniciado en contra Grecia en el 2010 y a medida que la crisis se prolongó fue continuada en contra de los otros países, provocando incluso que se ponga en riesgo la estabilidad del euro y de la propia Unión Europea.

Como se ha destacado el uso de los CDS como medio especulativo, incidió en la elevación de los costos de asegurar la deuda soberana, y provocó consecuentemente el incremento en las tasas de interés de los rendimientos de deuda soberana de dichos países, a pesar de que los gobiernos de los países europeos afectados han realizado las acciones necesarias para estabilizar los mercados, recibiendo incluso inyecciones de recursos para atenuar la desconfianza del mercado, en esencia, las acciones especulativas no permitían que se reflejen los verdaderos rendimientos de los tipos de interés de los bonos soberanos emitidos. En este contexto, las acciones especulativas reflejan una estrategia deliberada de quienes tienen la capacidad financiera para poder apostar contra determinados estados, como vimos en la crisis de deuda soberana, precisamente valiéndose de la estructura financiera internacional y específicamente poniendo como punta de lanza a los CDS descubiertos.

Si los mercados actuaran en forma eficiente los precios cotizados en cada momento reflejarían las decisiones racionales de los agentes y no cabría un efecto que arrastre a los inversionistas. La razón última de la prohibición de los CDS descubiertos por parte de la UE es que la fuerza especulativa es la que provoca la caída. La fuente de información asimétrica y especulativa de los mercados de deuda soberana en combinación con el mercado de CDS de poca profundidad, permite que pocos inversionistas tengan capacidad para mover el mercado,

que favorece movimientos en el *spread* con un pequeño número de operaciones “desnudas”, y las posiciones cortas en los mercados de deuda pública y en el de acciones sobre bancos de esos mismos países son elementos que conducen a tensar los *spread* y a que los especuladores puedan obtener cuantiosos beneficios.<sup>208</sup>

#### 4.2.2.3. DEUDA ARGENTINA

El *default* de la deuda soberana argentina en el año 2001, por el valor de 95.000 millones de dólares constituyó el más grande de la historia, y su reestructuración se realizó en el 2005, y posteriormente en el 2010, alcanzando el 92,4% de los tenedores de bonos, totalizando pagos de hasta 190.000 millones de dólares. Sin embargo, cuando existen reestructuraciones de deuda siempre existe un porcentaje de tenedores que se opone a una quita, y en este caso, los acreedores que no aceptaron la quita de la deuda argentina, entre estos, “*hedge funds*”, compraron el equivalente a bonos argentinos por el monto de 325 millones de dólares, reclamando el interés generado en siete años.

Entre estos inversionistas que compraron “*bonos defaulteados*” estuvieron los fondos *NML Capital Ltd.* y *Aurelius Capital Management*, entidades que además contrataron CDS, como es habitual en este tipo de operaciones y como medio especulativo no de cobertura de riesgo, ejerciendo su derecho de exigir al Estado argentino el pago del 100% del valor de los bonos, realizando con este propósito más de 900 acciones judiciales alrededor del mundo, prefiriendo a nuestro criterio, activar los CDS y cobrar el 100% del valor de los bonos, que negociar con el Estado argentino mediante un acuerdo de reestructuración por un valor menor, a pesar incluso de que los fondos especulativos tienen dos alternativas, el fallo judicial que les habilita a cobrar

---

<sup>208</sup> Ángel Vilarino Sanz-Universidad Complutense, Nuria Alonso Gallo-Universidad Rey Juan Carlos, David Trillo del Pozo-Universidad Rey Juan Carlos, XIII Reunión de Economía Mundial, *La falacia del spread de la deuda soberana como indicador de la solvencia del Estado*, en [http://xiiiirem.ehu.es/entry/content/221/cod\\_026.pdf](http://xiiiirem.ehu.es/entry/content/221/cod_026.pdf).

el 100% del valor nominal de los bonos *default*eados en 2001 y cobrar las indemnizaciones de los CDS al no llegar a ningún acuerdo que estos mismos fondos propugnaron.

Con el anuncio del Estado argentino de negociar y llegar a un acuerdo por vía judicial con los tenedores que se opusieron a la quita, los bonos argentinos subieron al nivel más alto en tres años. No obstante, el Tribunal Supremo de la Corte de Nueva York, que tiene competencia en virtud de que Argentina reestructuró parte de su deuda bajo la jurisdicción del estado de Nueva York, ratificó la validez del dictamen de la Corte Federal del mismo estado de noviembre de 2012, que resolvió la obligación de Argentina de cancelar hasta el 30 de julio del 2014, los 1.330 millones de dólares que adeuda a los "*hedge funds*" que rehusaron reestructurar sus bonos argentinos en cartera tras la quiebra de Argentina en 2001, ordenando como medida complementaria para la ejecución del fallo, que el Banco de Nueva York, sede del pago a los acreedores que aceptaron reestructurar la deuda, embargue las transferencias y utilice ese dinero para pagarles a los fondos *NML Capital Ltd.* y *Aurelius Capital Management*. Además, la sentencia resolvió condicionar el pago a los demás tenedores de bonos, previo pago a los fondos *NML Capital Ltd.* y *Aurelius Capital Management*. Esta condición pondría en peligro la reestructuración de la deuda pública que Argentina realizó en 2005 y 2010 y que incluyó al 92% de los acreedores.

Consecuencias inmediatas de este fallo judicial, *Standard & Poor's Ratings Services*, rebajó la nota para la deuda en moneda extranjera de "CCC+" a "CCC-", fijándola en lo que se denomina "*deuda basura*" y a escasos escalones de lo que se considera *default*, poniendo en un eventual *default* o suspensión de pagos con las implicaciones de riesgo de las reestructuraciones del 2005 y 2010 como se ha manifestado y con eventuales reclamaciones de los restantes tenedores de bonos.<sup>209</sup> *Fitch* y *Moody's* calificaron al igual que *Standard and Poor's*, de "CC" y

---

<sup>209</sup> Standard & Poor's Bajo La Nota De Argentina A Bonos Basura, Standard & Poor's, genera negocio millonario a los Fondos Buitres, Empire et Résistance - Néolibéralisme - Date de mise en ligne : mercredi 18 juin 2014, en

“CAA1”, respectivamente. También en el mercado la caída en los bonos implicó que el riesgo país que elabora *JP Morgan* suba a 890 puntos.

Ante el fallo judicial en contra de Argentina, los precios de los CDS se dispararon y la demanda de los inversionistas de deuda argentina por comprar masivamente CDS se reflejó en el valor de las primas de los CDS, por ejemplo, el CDS a seis meses se triplicó en tres jornadas, superó los 11.000 puntos básicos; el CDS a un año se duplicó, rebasó los 6.000 puntos básicos; y el CDS a cinco años se ubicó en más de 300 puntos básicos, hasta los 3.203 casi duplicándose su valor, valoraciones que reflejan la medición del riesgo sobre la deuda argentina, la cual se convirtió en la más cara de asegurar del mundo, existiendo un 67% de probabilidades de impago durante cinco años.

Como medidas adicionales implementadas por el Estado argentino, está la vigencia de la cláusula de los contratos de bonos que garantiza a los tenedores de bonos reestructurados que el Estado argentino no hará una oferta mejor a los *holdouts* antes del 31 de diciembre de 2014. Igualmente Argentina anunció un canje de la deuda para evitar embargos en Nueva York, modificando el lugar de pago de esos compromisos, este cambio de jurisdicción permitiría al país continuar con los pagos de deuda, sin embargo, cualquier cambio en las condiciones de la deuda, como es el lugar de cobro, determinaría un *default* técnico con todos los efectos que esto implicaría, como es la activación de los CDS.

En definitiva si Argentina pagaba a los fondos especulativos, tendría que desembolsar adicionalmente otros 15 mil millones de dólares para saldar la deuda con el restante porcentaje de acreedores que no entraron a los canjes y que no hicieron parte de la demanda que impulsan los fondos. El principal obstáculo para Argentina para negociar como se indicó es la existencia de una cláusula con los contratos que rigen los canjes efectuados que prohíbe hasta el 31 de

diciembre de 2014 ofrecer voluntariamente a los otros acreedores mejores condiciones que al 92% que negoció y acordó la reestructuración de la deuda.

Como propuestas de última hora en medio de la incertidumbre y con el plazo ya vencido, la *Asociación de Bancos Argentinos (ADEBA)*, resolvió poner a disposición de los "holdouts" una suma de 250 millones de dólares como muestra de voluntad de pago y para facilitar la llegada del *stay* medida cautelar por parte del juez, medida que nunca llegó.

Como punto destacado, es la aclaración que resolvió el Tribunal Supremo de la Corte de Nueva York que por única vez *Citibank* podía efectuar el pago de bonos, incluidos los bonos reestructurados en dólares bajo legislación nacional y otros emitidos como parte del acuerdo con *Repsol* por la estatización de la petrolera *YPF*, a futuro *Citibank* deberá distinguir a partir del 30 de julio entre los títulos reestructurados y los emitidos como parte del acuerdo con *Repsol*, algo que no pudo cumplir por esa ocasión por no disponer de tiempo suficiente. De igual forma fueron autorizadas mediante orden de aclaración las entidades bancarias *Euroclear Bank* y *Clearstream Banking*, así como los tenedores de bonos emitidos en pesos bajo legislación argentina, para permitir que perciban los fondos que corresponden al vencimiento del 30 de junio de la reestructuración de deuda lograda en 2005 y 2010 sobre los fondos depositados por Argentina.

Vencido el plazo de pago el 31 de julio del 2014, la agencia de calificación *Standard & Poor's* declaró la deuda de la República de Argentina referente a los 539 millones de dólares que no han llegado a hacerse efectivos por estar retenidos en el *Bank of New York Mellon*, en cese de pagos selectivo (categoría *SD*) desde su anterior posición, "CCC-IC", después de que no se efectuó dicho pago.

Con el vencimiento del plazo para el pago, la compañía *UBS* el mismo 31 de julio solicitó al ISDA la determinación si dicho impago constituyó un evento de crédito, para resolver la activación o no de 2.652 CDS suscritos por un monto superior a los 1.000 millones de dólares. El *Comité de Determinación para América de la International Swaps and Derivatives Association*

(ISDA), conformado por los bancos *Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citibank, Credit Suisse International, Deutsche Bank, Goldman Sachs International, JP Morgan Chase Bank, Morgan Stanley y Nomura International* así como también cinco fondos de inversión: *Elliot Management*<sup>210</sup>, *Blue Mountain Capital Management, D.E. Shaw, Eaton Vance Management y Pacific Investment Management*, se reunió en Nueva York, y definió en tiempo record que “se produjo la falta de pago de un evento de crédito de la República Argentina” en el pago de sus obligaciones por 539 millones de dólares en intereses por bonos reestructurados, determinándose el evento de crédito que activa los CDS, y decidiendo también recurrir a una subasta en el caso de operaciones de CDS en circulación.

Esta circunstancia puede incluso poner en peligro la reestructuración de la restante deuda argentina, en virtud de la existencia de una cláusula de aceleración de pagos, es decir, los tenedores de bonos cumpliendo ciertos requisitos, podrían solicitar el pago adelantado de al menos unos 34.000 millones de dólares por el capital de sus títulos “*Par*”, “*Discount*” y “*Global 17*” emitidos bajo leyes extranjeras en las dos reestructuraciones de deuda en *default* en el 2005 y el 2010, una vez que se declaró el *default*, si bien selectivo, pero podrían tener esta posibilidad los demás tenedores de títulos.

#### 4.2.2.4. DEUDA ECUATORIANA

Finalmente podemos anotar brevisamente la aparente utilización de CDS como instrumento especulativo, al registrarse en mayo del 2007 el escándalo del video en el que apareció el Ministro de Economía de nuestro país de aquel entonces, Ricardo Patiño, reunido con representantes de *Abadi & Co.* firma de asesoramiento y soluciones financieras, en la cual, se proponía que el gobierno nacional declare la mora técnica en los pagos de deuda o amenace la reestructuración de los bonos *Global 2012, 2015 y 2030* en un 40%, con la finalidad de que

---

<sup>210</sup> Entidad matriz de NML Capital, uno de los fondos especulativos que ganó el litigio a Argentina por el reclamo del pago del 100% de los bonos argentinos.

esta empresa de inversiones pueda vender los CDS como cobertura de riesgo a nerviosos tenedores de deuda, en el evento de impago de la deuda ecuatoriana, esto lógicamente iba a permitir que el costo de la prima para asegurar la deuda ecuatoriana con CDS suba sustancialmente por el riesgo de impago, y la diferencia del costo de asegurar dicha deuda constituía la ganancia que se propuso, pero que en definitiva nunca se llegó a implementar.<sup>211</sup>

La correlación de los hechos tuvo la siguiente secuencia:<sup>212</sup>

El plazo límite para el pago de USD 135 millones por concepto de intereses de los Bonos Global 2030 emitidos por el Gobierno ecuatoriano, era hasta el 15 de febrero de 2007, circunstancia que pasaba por los reiterados anuncios de reestructuración y de auditoría para establecer tramos de deuda supuestamente ilegítima. El Ministro de Economía de ese entonces, Ricardo Patiño, según el Diario Hoy del 13 mayo de 2008<sup>213</sup>, aseveró que el Gobierno nacional pagaría la deuda únicamente si contaba “con disponibilidad de efectivo no comprometido”.

Posteriormente, Fausto Ortiz en su calidad de viceministro de ese entonces anunció el 12 de febrero del 2007 que, por iliquidez de la caja fiscal, el gobierno ecuatoriano difería el pago de los bonos Global 2030 y se acogía al período de gracia de 30 días contemplado en los contratos de emisión de dichos bonos. Al día siguiente, el propio ministro Ricardo Patiño habría reiterado que no se cumpliría con la obligación de pagar dichos intereses a los tenedores de bonos, finalmente el Gobierno nacional cumplió la obligación de pago el 14 de febrero del mismo año.

Esta aparente ambivalencia del Gobierno nacional indudablemente generó incertidumbre en los mercados financieros internacionales y logró que en el ámbito especulativo se dieran las

---

<sup>211</sup> Diario El Universo: *Abadí le pidió a Patiño que ponga “nervioso” al mercado*, Viernes 25 de mayo del 2007, en <http://www.eluniverso.com/2007/05/25/0001/9/0DAABED642D24F8C8497BC0BCE7223A1.html>

<sup>212</sup> Blog: Admiramos el desarrollo acelerado de varios países del Asia. Asimilamos sus lecciones para emularlos, luchando contra el estatismo y el Socialismo del Siglo XXI que algunos impulsan en el Ecuador, en <http://licsdemanabinet2.blogspot.com/2010/01/14-con-la-deuda-externa-especulan-como.html>

<sup>213</sup> Citado en op cit. 182.

condiciones adecuadas para asumir posiciones especulativas tanto para los tenedores de bonos de la deuda ecuatoriana, como para aquellos inversionistas que habrían contratado CDS para asegurar deuda ecuatoriana con una finalidad exclusivamente especulativa.

Si efectivamente se habría puesto en práctica la propuesta de los representantes de Abadi & Co., se habría operado así:

En el primer ámbito, al anunciar el Gobierno nacional su intención de no pago o reestructurar la deuda, se habría provocado que el precio de los bonos pierdan su valor en los mercados de deuda, al existir precisamente alta probabilidad de impago de las obligaciones de Ecuador como entidad emisora de dichos bonos, lo cual, incentivaba que inversionistas especuladores puedan comprar bonos a un menor precio, obteniendo grandes ganancias con las ventas futuras de dichos bonos una vez que los mismos vuelvan a precios más ajustados a su calidad crediticia.

En el otro ámbito, de igual forma, si el Gobierno ecuatoriano anunciaba su intención de no cancelar un tramo de la deuda, el riesgo país habría subido sustancialmente en los mercados financieros internacionales, lo cual a su vez, provocaba automáticamente que la prima de riesgo de CDS para asegurar la deuda ecuatoriana suba en función de la incertidumbre generada, sin embargo, al haber ya anunciado dicha intención, y al haberse comprado CDS a un precio alto, los titulares de estos seguros sabiendo anticipadamente que sí se iba a cumplir con el pago de deuda, habrían vendido a su vez sus coberturas de CDS a otros inversionistas que no sabían de la información confidencial, obteniendo así una importante ganancia que se pretendía “compartir” con el gobierno nacional, circunstancia que como hemos manifestado, no se llegó a ejecutar, aunque queda la duda de que en cierta forma sí hubo algún beneficiado en este asunto, a pesar de que la justicia ecuatoriana desestimó cualquier imputación en este sentido.

## 5. CAPÍTULO IV

### 5.1 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

1. Los derivados financieros están vinculados con un valor subyacente o de referencia y derivan su valor de los cambios en el valor de otro activo o instrumento financiero, como índices bursátiles, tipos de interés, mercado de divisas, mercados de deuda, *commodities*, como petróleo, oro, plata, maíz, trigo, y cualquier materia prima, en definitiva, todo aquello que sea susceptible de medición. En forma práctica podemos manifestar que son apuestas que se liquidan por diferencias entre el precio de mercado del subyacente y el precio pactado. Tienen como finalidad primordial, establecer una cobertura y transferencia del riesgo, entendida la misma como, aquellas operaciones destinadas a distribuir el riesgo para cubrirse de las fluctuaciones de precios, tipos de interés, o cualquier otra circunstancia que afecte los activos en general. Por su naturaleza constituyen una herramienta útil para los inversionistas como cobertura de riesgo y como medio de especulación, que si bien, no elimina completamente la volatilidad, ni el riesgo como tal, sí permite, disminuirlo en gran medida.

2. En nuestra la Ley Mercado de Valores y en la Ley General de Instituciones Financieras no existe una referencia expresa de los derivados financieros, pero sí en la nueva Ley Orgánica para el Fortalecimiento del Sector Societario y Bursátil, en la cual, expresamente se señala que la Entidad de Contraparte Central en referencia a la Compensación y Liquidación de valores bursátiles, tendrá por objeto mitigar los riesgos de incumplimiento de las obligaciones de efectivo y de instrumentos financieros derivados que se negocien en el Mercado de Valores, a pesar de no constituir dicha Entidad de Contraparte Central en un emisor de derivados financieros. En uno de los proyectos de la nueva Ley del Mercado de Valores que iba a ser promulgado y que finalmente no vio la luz, se señalaba que en dicho mercado se podrían negociar instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito. Esta normativa incluye por su

amplitud a todos los instrumentos derivados financieros, entre los cuales, se podían incluir en sentido más particular, a los derivados de crédito, y específicamente a los CDS como medios de cobertura.

3. En consideración a sus elementos, características, partes contratantes, entidades reguladoras, determinación de la existencia de un evento equivalente a un siniestro, liquidación o pago de indemnización, queda demostrado que la naturaleza jurídica de los *Credit Default Swap* no es la de un contrato de seguro, a pesar de la similitud en ciertos elementos que en forma general, permiten que se lo llegue a denominar como un seguro contra la cesación de pagos o contra incumplimiento crediticio. Los elementos que se destacan como similares a un seguro, son la contraprestación existente del comprador de protección que paga una prima y el vendedor de protección que asume el riesgo del impago del activo subyacente. La naturaleza jurídica de un CDS es más la de un contrato financiero del tipo opción o incluso permuta de incumplimiento crediticio, sujeto al intercambio de flujos entre las partes contratantes en un período específico de tiempo, en el cual, el mismo puede transcurrir hasta el cumplimiento mismo del plazo o terminar anticipadamente con la liquidación del contrato al momento de verificarse un evento de crédito.

4. Los CDS definitivamente no son títulos valor, las obligaciones de las partes intervinientes en una operación de un CDS están circunscritas a un contrato bilateral estandarizado, instrumentado a través de los Master Agreement, que incorpora los derechos y obligaciones de las partes, el derecho del comprador de protección a la cobertura y a la indemnización en el evento de que se cumpla el evento o suceso de crédito, y al pago de una prima periódica a favor del vendedor de protección, son por tanto, contratos condicionales.

5. En cuanto a la cesión de los derechos de un contrato de CDS, contrario a la autonomía del derecho de los títulos valor, en las que puede unilateralmente operarse la transferencia del derecho, mediante simples endosos, los CDS se transfieren mediante cesión de derechos y

obligaciones a realizarse necesariamente entre las dos partes contractuales, vendedor y comprador de protección, operación que por la naturaleza del contrato puede realizarse ilimitadamente, con la eventual multiplicación del riesgo como ya hemos manifestado.

6. El CDS no es un contrato de seguro, por cuanto y fundamentalmente, no se requiere ser propietario del activo a ser protegido, en un seguro tradicional es requisito que la persona natural o jurídica para contratar protección sobre un vehículo, una casa, equipos de oficina o industriales u otro tipo de activos, debe ser el propietario de los mismos, caso contrario no puede contratar un seguro para los mismos, este requisito principalmente por consideraciones patrimoniales y por el interés asegurable, siendo así, los CDS pueden ser contratados y transferidos a su vez, por cualquier persona natural o jurídica, sin que exista relación de propiedad alguna con el activo de referencia, multiplicando así, el valor del mismo infinitamente. La otra razón fundamental para no configurarlos como un seguro es el marco de regulación bajo el cual operan los CDS, que en esencia y sin perjuicio de las últimas regulaciones que han sido instauradas, no existen los niveles de exigencia que se aplica a las aseguradoras tradicionales, especialmente en cuanto a la constitución de reservas para poder satisfacer con las indemnizaciones de los eventos o siniestros que se produzcan.

7. El riesgo en el ámbito de seguros están determinados por sus características básicas: que sea posible, incierto, fortuito y que tenga consecuencias dañosas o negativas, en cambio en los derivados crediticios, todos excepto el elemento fortuito; este elemento no es aplicable a los derivados crediticios, por cuanto, de una u otra forma, si la entidad de referencia incumple, no se debe a un hecho meramente fortuito, habrá siempre una determinación de la acción u omisión que llevó al incumplimiento de la entidad de referencia en el pago, o en la degradación de la valoración del activo de referencia.

8. Los CDS constituyen en esencia contratos financieros de la clase de los derivados de crédito que actúan en el ámbito del mercado OTC, a diferencia de otros derivados financieros

que operan en mercados organizados a través de bolsas especializadas que sí cuentan con cámaras de compensación y liquidación que minimizan el riesgo de contraparte, el cual por sus características contribuye a que no exista la suficiente transparencia en las contrapartes ni en las posiciones asumidas, así como tampoco la exigencia de las garantías suficientes que respalden las coberturas; en contraposición, en el ámbito del sector asegurador, sus participantes están debidamente regulados por entidades especializadas y con requerimientos suficientes de reservas como se ha manifestado.

9. En definitiva, a pesar de las diferencias existentes, también hay similitudes, principalmente en cuanto a su finalidad principal, y sin perjuicio de todas las diferencias que se han manifestado, ambos productos brindan cobertura de riesgo a los activos a los cuales protegen, esta esencia contribuye para que en forma generalizada y usual se denomine a los *Credit Default Swap*, como seguros contra cesación de pagos, instrumentos que buscan principalmente garantizar los activos de los inversionistas, reduciendo así su exposición a las pérdidas, aunque también han servido como instrumentos de especulación.

10. Por tanto, los CDS tienen una naturaleza jurídica *sui generis*, que en principio se configura como un swap o permuta de incumplimiento crediticio, que implica un intercambio de valores. A pesar de ello, no existe necesariamente y obligatoriamente un intercambio de flujos entre dos entidades, la vendedora de protección por un lado, y la compradora de la misma; si bien es cierto que quien compra paga una prima calculada en función del riesgo del activo de referencia, la obligación de la vendedora de pagar al comprador, se ve condicionada, a la verificación del *default* de la entidad emisora del activo de referencia, o en la variación del precio de éste, si no ocurre ninguno de estos eventos, la entidad vendedora de protección no realiza ningún pago a favor de la compradora de CDS.

11. En este sentido, el CDS como derivado de crédito, y más ampliamente, como derivado financiero se ajusta contractualmente a un contrato de opción crediticia, mediante el cual, el

comprador de protección puede, por un lado, recibir una compensación en el evento de *default* o incumplimiento crediticio, y por otro, puede facultarle a recibir dicha compensación en el evento de producirse fluctuaciones en la calificación crediticia del activo financiero de referencia, características que se ajustan efectivamente a los CDS.

12. En consideración a la naturaleza OTC de la negociación de los CDS, la implementación del *Contrato Marco de Referencia* o *ISDA Master Agreement* permite simplificar los procesos de negociación y estandarización, para mejorar la eficiencia y transparencia del mercado, regulando las operaciones entre instituciones financieras en el mercado de derivados, con la finalidad de determinar las definiciones y condiciones generales de negociación, y se constituye así en uno de los elementos más importantes para minimizar el riesgo de contraparte. El *ISDA Master Agreement* permite que los Anexos de Condiciones particulares, o Confirmaciones, contenidas en las Definiciones ISDA o "ISDA Definitions", puedan ser modificadas en consideración a los requerimientos propios de cada operación, en virtud precisamente de su característica *Over the Counter*, reduciendo los eventuales conflictos entre las partes contratantes, y los consecuentes plazos de negociación y concreción de dichas operaciones de derivados. En definitiva podemos afirmar que el *ISDA Master Agreement*, como contrato estandarizado, constituye un instrumento con términos, condiciones, y definiciones generales, aplicables a operaciones de distintos derivados, cuyo principal propósito es brindar a los participantes del mercado, seguridad jurídica, flexibilidad y agilidad en la contratación de derivados financieros en el mercado OTC.

13. Los CDS contribuyen positivamente como medio de garantía para los inversionistas, así como también han jugado un papel negativo en varios escenarios, como en la crisis financiera del 2008 con las *hipotecas subprime*, en la crisis de deuda soberana europea y como último antecedente, en la reestructuración de la deuda argentina, en virtud de lo cual, por el tamaño de

su mercado 36 billones de dólares<sup>214</sup>, las nuevas iniciativas de regulación, principalmente en los mercados estadounidense y europeo, son una respuesta a los riesgos derivados del uso de estos instrumentos financieros, las mismas que deben buscar tres fines básicos, transparencia, supervisión del riesgo y la protección del inversionista. La transparencia como condición fundamental para el adecuado funcionamiento, con acceso a todos los partícipes del mercado de información oportuna, completa, veraz y clara, relativa a los aspectos relevantes del mercado y a las operaciones de CDS, que contribuya principalmente a una mejor valoración del riesgo de contraparte y a una mayor eficiencia en la rendición de garantías exigidas en los contratos.

14. De esta forma, el mercado de CDS podrá ser más eficiente con la reducción del riesgo de contraparte, la promoción de la transparencia de sus operaciones y la estandarización de sus contratos, principalmente a través de los *ISDA Master Agreement*, como instrumentos idóneos que brinden seguridad jurídica para las operaciones de los CDS, junto con la implementación de mayores requerimientos de capital a los participantes, con la finalidad de demostrar la capacidad de contar con capital y liquidez suficiente que respalde los contratos suscritos por las contrapartes, así como la incorporación de la liquidación de mediante cámaras de compensación o "*netting*", pudiendo explorarse la implementación de bolsas especializadas para los contratos de CDS, como forma de reducir el riesgo de contraparte, dicha regulación deberá equilibrarse para beneficio de todos los partícipes, y debe permitir la operación de los CDS, sin que pierdan ni se distorsione su naturaleza y propósito para el cual han sido creados.

15. El ISDA se instituye como la principal entidad reguladora que agrupa a los principales participantes del mercado de derivados financieros, cuyo propósito es simplificar los procesos de negociación y estandarización, persiguiendo la mejora en la eficiencia y transparencia en el mercado de derivados. Su objetivo principal, es promocionar la implementación del uso del *ISDA*

---

<sup>214</sup> Op. Cit. 171.

*Master Agreement*, en la negociación de derivados financieros con la intención principal de lograr estabilidad y seguridad a las operaciones, normalizando los diferentes elementos contractuales en sus términos generales y dejando las condiciones específicas de cada negociación, a confirmaciones particulares, en consideración a los requerimientos de cada contraparte.

16. Para efectos de garantizar a los inversionistas a través de los CDS, el ISDA a través de su *Comité de Determinaciones de Derivados de Crédito o ISDA Credit Derivatives Determinations Committees ("DCs")*, cumple un papel fundamental a la hora de resolver la determinación de los eventos de crédito que activen los CDS para la liquidación y pago de indemnizaciones a sus titulares a través de la subasta. Su actuación en forma general ha sido consistente en la resolución de eventos de crédito, pero la quita de la deuda soberana griega, demostró que el Comité de Determinaciones no siempre ha actuado con un mismo criterio, lo cual repercutió en el mercado de CDS y resquebrajó la credibilidad de este instrumento como garantía para los inversionistas. Considerando además, que las decisiones que establece el Comité de Determinaciones de si existen o no eventos de crédito, la resuelven los mismos actores que podrían estar interesados en que sí se determinen dichos eventos y, por tanto, se activen los CDS para los pagos de las indemnizaciones correspondientes, como fue el caso del voto positivo de *Elliot Management* filial miembro del ISDA en el *default* de la deuda argentina con los bonos del fondo de *NML Capital Ltd.* principal actor de las acciones judiciales en contra de Argentina en sus pretensiones de que se cancele el 100% de los bonos argentinos.

17. El CDS en la gestión de riesgo con una apropiada regulación, que incluya cámaras de compensación y liquidación y garantías suficientes de las partes intervinientes, que permita contar con suficiente transparencia de las posiciones del mercado, constituye para el inversionista en un instrumento adecuado que le permitan reducir el riesgo de contraparte, el legal y también el riesgo operativo, que permite la transferencia y distribución del riesgo de

crédito a otros actores dispuestos a asumir el riesgo, siendo una importante fuente de liquidez en los mercados de capitales internacionales.

18. Las fluctuaciones del valor de las primas de riesgo de los CDS se han convertido en importantes indicadores de riesgo de crédito de los bonos soberanos y corporativos, que han sustituido en la práctica a las calificaciones de riesgo que emiten las distintas agencias calificadoras, en esencia por la pérdida de su credibilidad e incluso han sustituido a otro indicador como el EMBI.

19. La utilización de los CDS al descubierto como medio de especulación en la que el comprador de protección apuesta a la posible quiebra o *default* del emisor sea una corporación o un país, o la rebaja de la calidad crediticia del activo de referencia, ha sido duramente criticada, en consideración a la finalidad única de obtención de ganancias mediante apuestas negativas sobre un determinado título, perjudicando al emisor. Bajo esta perspectiva, los CDS como medio de especulación, representan el mayor riesgo en el mercado de CDS, por cuanto el monto de los contratos de CDS multiplica el valor nominal del activo de referencia, lo cual, en la práctica significa que no hay límites para el número de contratos de cobertura que sobre dichos subyacentes pueden celebrarse, así el riesgo de impago se multiplica dando lugar a un eventual riesgo sistémico.

20. Los pedidos de limitación o prohibición de los CDS especulativos son justificadas en parte y en otras no, se puede afirmar que la falta de regulación sí contribuyó en la crisis financiera del 2008 y de deuda soberana europea, es indudable, pero no fueron la causa de las mismas, y su prohibición o excesiva limitación en cambio sí podría limitar el accionar de los inversionistas y provocar la disfuncionalidad del mercado financiero en lo referente a un adecuado manejo de inversiones y de mitigación del riesgo, así como para otorgar liquidez al sistema, por tanto, creemos que los CDS al descubierto para uso especulativo tiene una finalidad muy importante dentro de la funcionalidad del mercado, pero su accionar debe ejecutarse con la

suficiente regulación y supervisión de estos productos que permitan transparentar las posiciones de todos los partícipes del mercado de CDS, evitando concentraciones y eventuales riesgos sistémicos.

21. La acusación a los CDS de que por sí solos fueron los causantes de la crisis financiera del 2008 no tiene fundamento, podemos afirmar fehacientemente que los mismos no fueron la causa principal de la crisis, sino que constituyeron en uno de los diversos elementos que sumados y consecuentes unos a otros, provocaron esta crisis financiera. Son varias acciones y omisiones las que la estimularon, como fue la rebaja de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal estadounidense a niveles sin precedentes, la expansión del crédito para las hipotecas que provocaron un crecimiento del sector inmobiliario hasta que desencadenaron la burbuja inmobiliaria, la expansiva política bancaria de otorgar las *hipotecas subprime*, el excesivo apalancamiento de los créditos, todo esto, al amparo de una excesiva autorregulación de los mercados, entre otras causas que ya las hemos detallado. En consecuencia, la incidencia de los CDS sí ahondó la crisis financiera por constituirse en un instrumento que mal regulado, multiplicó el riesgo, contradiciendo su finalidad principal para la cual fue creado, permitiendo que los inversionistas puedan especular y apostar por la quiebra o la rebaja crediticia de los emisores cuyos títulos poseían, y en esencia por la poca transparencia de los mercados OTC y el alto riesgo de contraparte que esto producía.

22. Finalmente, en consideración al marco legal ecuatoriano vigente, la utilización de los CDS está abierta inicialmente, tomando en cuenta que está indirectamente contemplados los derivados financieros, entre los cuales están los derivados de crédito, y a su vez, los *Credit Default Swap*, sin embargo, la limitación y alcance del mercado de valores y financiero nacional impide su real operatividad, siendo necesario, la estructuración de un adecuado marco legal y operativo que asimile y contemple la contratación y liquidación de CDS, acorde con las regulaciones y políticas establecidas por el ISDA como entidad reguladora.

1. Abadía Sr, Leopoldo., *La crisis Ninja*, en <http://leopoldoabadia.blogspot.com/>.
2. Andrade Ubidia, Santiago, *Los títulos valor en el Derecho Ecuatoriano*, Quito, Fundación Andrade & Asociados Fondo Editorial, 2006.
3. Aragall, Edmond, CFA, FRM, *CVA, DVA y FVA: Impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC*, Documento de Trabajo Número 11 Octubre 2013, B12322-2013, en [www.iefweb.org/odf](http://www.iefweb.org/odf)
4. Arce, Óscar, González Pueyo, Javier, Sanjuán, Lucio, *El Mercado de Credit Default Swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias*, Comisión Nacional de Mercado de Valores, Documentos de Trabajo No 42, Octubre de 2010.
5. Avellaneda, M. y Cont, R. (2010). *Transparency in Credit Default Swap markets. Finance Concepts*, julio, citado por Óscar Arce, Javier González Pueyo, Lucio Sanjuán, *El Mercado de Credit Default Swaps*.
6. Bonàs Piella, Arianna, Llanes Mateu, Marta, Usón Catalán, Idoya, Veiga Fernández, Noa, *Riesgo de crédito amenaza u oportunidad (Análisis e implementación de los Credit Default Swaps)*, Universitat Pompeu Fabra –IDEC, Máster en Mercados Financieros, Sexta edición, 21 de Junio 2007.
7. Cachón Blanco, José Enrique, *Análisis Jurídico de los conceptos de “valor negociable” e “instrumento financiero”*, en Revista de Derecho Mercantil, julio-septiembre 1996, citado por Juan Ignacio Sanz Caballero, Régimen Jurídico General de los Productos Derivados.
8. Cachón Blanco, José Enrique, *Derecho del Mercado de Valores*; Díaz Ruiz, Emilio, *Contratos sobre tipos de interés a plazo y futuros financieros sobre intereses*; Iglesias Prada, Juan Luis, *El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico*, en *Los mercados españoles; opciones y futuros financieros*, citados por Juan Ignacio Sanz Caballero, Régimen Jurídico General de los Productos Derivados.
9. Caparrós Ruipérez, Álvaro Miguel, *Derivados de crédito, nuevos instrumentos financieros para el control del riesgo*, Documentos de Trabajo (Universidad de Castilla La Mancha. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, en <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=1154721>
10. Daga, Gabriel Alejandro, *Contratos financieros derivados*, Buenos Aires, Editorial Abaco de Rodolfo Depalma, 2005.
11. De la Dehesa, Guillermo, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI, Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*, Madrid, Alianza Editorial, 2010.

12. Faus, Joan, *EE UU ultima con Bank of America la mayor sanción por las 'subprime'*, El País, en [http://economia.elpais.com/economia/2014/08/07/actualidad/1407426560\\_707737.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/08/07/actualidad/1407426560_707737.html)
13. Fleckenstein, William A., Sheehan, Frederick, *Las Burbujas de Alan Greenspan, Su paso por la Reserva Federal*, México, Mc Graw Hill, 2009.
14. Flores Javier, *Inversión finanzas.com, Grecia y cómo funcionan las cláusulas de acción colectiva*, 7 de marzo del 2012, en [http://www.finanzas.com/noticias/analisis/2012-03-07/675309\\_grecia-clausulas-accion-colectiva.html](http://www.finanzas.com/noticias/analisis/2012-03-07/675309_grecia-clausulas-accion-colectiva.html)
15. Galán López, Carmen, *Los "Credit Default Swaps" (CDS): Una aproximación a su régimen jurídico*, en <http://eprints.ucm.es/15505/1/Galan-DT57.pdf>
16. González Mota, Emiliano y Marqués Sevillano, José Manuel, *Dodd-Frank Wall Street Reform: Un Cambio Profundo en el Sistema Financiero de Estados Unidos*, Banco de España, Estabilidad Financiera, N.19, P.74-75, en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/10/Nov/Fic/ref0519.pdf>
17. Harding, Paul C., *Mastering, The ISDA Master Agreements (1992 and 2002)*, A practical guide for negotiation, FTPrentice Hall, Financial Times, Pearson, 2010.
18. Holm, Eric, *AIG demanda a Bank of America por hipotecas*, The Wall Street Journal Americas, en <http://online.wsj.com/article/SB10001424053111904140604576496200370898670.html>
19. Knop, Roberto, Vidal, Joan y Cachán, Javier, *Derivados de crédito, Aspectos financieros y legales*, Madrid, Biblioteca Fundación de Estudios Financieros, Ediciones Pirámide, 2003.
20. Labanda Puerta Arturo, *Análisis Financiero, Los derivados de crédito*, en [http://www.ieaf.es/new/component/k2/item/download/186\\_059df2579d3ba8e4ab9807091c010fd0.html](http://www.ieaf.es/new/component/k2/item/download/186_059df2579d3ba8e4ab9807091c010fd0.html).
21. Lamothe, Prosper, y Soler, José A., *Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés*, Madrid, McGraw-Hill, 1996.
22. Margariti, Antonio I., *Liberalismo militante, Las reglas progresistas incuban la crisis* (nota II de IV), en <http://rigofa.blogdiario.com/85>
23. Martínez D., Patricio *Diccionario Práctico de Términos Económicos Financieros*, Ecuador, Grafitext Cía. Ltda. 2009.
24. Montero, Carlos, *Hoy es el gran día: La Carta de la Bolsa*, en [http://lacartadelabolsa.com/leer/articulo/hoy\\_es\\_el\\_gran\\_dia](http://lacartadelabolsa.com/leer/articulo/hoy_es_el_gran_dia)

25. Moreno, Marco Antonio, *Qué son los Crédit Default Swap*, en <http://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/que-son-los-credit-default-swaps>
26. Otero González, Luis, Rodríguez Gil, Luis Ignacio, *Derivados de Crédito y crisis financiera en Europa*, Fundación de Estudios Financieros, 2013.
27. Pérez Ramírez, Jorge, *Los Derivados de Crédito*, en [http://bestpractices.com.py/wp-content/uploads/publicaciones/contabilidad/niif\\_en\\_espa%C3%B1a/derivados\\_de\\_credito.pdf](http://bestpractices.com.py/wp-content/uploads/publicaciones/contabilidad/niif_en_espa%C3%B1a/derivados_de_credito.pdf)
28. Rodríguez Arriagada, Ricardo, *Diccionario Financiero*, ING.MBA.
29. Pozzi, Sandro, *La aseguradora AIG sufre pérdidas históricas por la crisis hipotecaria*, Diario El País, en [http://elpais.com/diario/2008/03/01/economia/1204326007\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2008/03/01/economia/1204326007_850215.html)
30. Ruíz, Marta, *La regulación europea de los derivados financieros: ¿demasiado poco, demasiado tarde?* Nota informativa de Eurodad, Marzo de 2010, P.2, en [http://eurodad.org/uploadedfiles/whats\\_new/news/derivatives\\_es\\_final.pdf](http://eurodad.org/uploadedfiles/whats_new/news/derivatives_es_final.pdf)
31. Sanz Caballero, Juan Ignacio, *Derivados financieros*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., Madrid, 2000.
32. Viguera, Juan Hernández, *El casino que gobierna el mundo, Mañas y trampas del capitalismo financiero*, Capital Intelectual, Buenos Aires, 2012.
33. Vilariño Sanz, Ángel -Universidad Complutense, Alonso Gallo, Nuria -Universidad Rey Juan Carlos, Trillo del Pozo, David -Universidad Rey Juan Carlos, XIII Reunión de Economía Mundial, *La falacia del spread de la deuda soberana como indicador de la solvencia del Estado*, en [http://xiiirem.ehu.es/entry/content/221/cod\\_026.pdf](http://xiiirem.ehu.es/entry/content/221/cod_026.pdf).
34. Zaiat, Alfredo *Página12: Derivados*, en <http://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-182576-2011-12-03.html>
35. *Actibva anima tus finanzas, Las bolsas de derivados de América en:* <http://www.actibva.com/magazine/mercados-financieros/las-bolsas-de-derivados-de-america>
36. AFME/*Investing in bonds Europe, Finance for Europe, Glossary of Bond Terms*, en <http://www.investinginbonds.eu/Pages/Glossary.aspx?LangType=1034>
37. Banca Fácil, *Palabras y Expresiones Financieras y Bancarias de Uso Frecuente* en [http://www.bancafacil.cl/bancafacil/servlet/pdf/Glosario\\_completo\\_bancafacil.pdf](http://www.bancafacil.cl/bancafacil/servlet/pdf/Glosario_completo_bancafacil.pdf)
38. Blog: *Admiramos el desarrollo acelerado de varios países del Asia. Asimilamos sus lecciones para emularlos, luchando contra el estatismo y el Socialismo del Siglo XXI que algunos impulsan en el Ecuador, en*

<http://ticsdemanabinet2.blogspot.com/2010/01/14-con-la-deuda-externa-especulan-como.html>

39. 10 millones de personas deben más de lo que cuesta su casa, Revista Líderes, en [http://www.revistalideres.ec/informe-semanal/millones-personas-deben-cuesta-casa\\_0\\_681531874.html](http://www.revistalideres.ec/informe-semanal/millones-personas-deben-cuesta-casa_0_681531874.html)
40. Banco Internacional de Pagos, Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS), Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidación, Marzo de 2003, en [http://www.bis.org/publ/cpss00b\\_es.pdf](http://www.bis.org/publ/cpss00b_es.pdf)
41. Banco Internacional de Pagos, El tamaño del mercado mundial de CDS: datos del BPI y de DTCC [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0912y\\_es.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0912y_es.htm).
42. Bank for International Settlements: OTC Derivatives: Settlements procedures and counterparty risk management, Report by the Committee on Payment and Settlement Systems and the Euro-currency Standing Committee of the central banks of the Group of Ten countries, Basle, September 1998, p. 42, citado por Juan Ignacio Sanz Caballero, Derivados financieros, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., Madrid, 2000.
43. Bank of International Settlements, Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at end-June 2012 (página 14), disponible en [http://www.bis.org/publ/otc\\_hy1211.pdf](http://www.bis.org/publ/otc_hy1211.pdf).
44. Cinco preguntas clave para entender la quita, en <http://www.expansion.com/2012/03/09/economia/1331283558.html>
45. Definición contenida en la Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de diciembre de 1985, citado por Juan Ignacio Sanz Caballero, Régimen Jurídico General de los Productos Derivados.
46. Diccionario elemental de la crisis financiera, en: [http://www.avizora.com/publicaciones/ciencias\\_politicas/textos/0093\\_diccionario\\_crisis\\_financiera\\_economica\\_2011.htm](http://www.avizora.com/publicaciones/ciencias_politicas/textos/0093_diccionario_crisis_financiera_economica_2011.htm)
47. El Incremento en el uso de Credit Default Swaps como cobertura de riesgos crediticios, en <http://blog.pucp.edu.pe/item/3118/el-incremento-en-el-uso-de-credit-default-swaps-como-cobertura-de-riesgos-crediticios>.
48. Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica, Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (IIMV), 2010.
49. Infobae, Para Stiglitz la falta de acuerdo equivale a una explosión, en <http://www.infobae.com/2014/07/31/1584452-para-stiglitz-la-falta-acuerdo-equivale-una-explosion>
50. ISDA Member Types, en <http://www2.isda.org/membership/member-types/>

51. ISDA Credit Derivatives Determinations Committee, en <http://dc.isda.org/>
52. La crisis de hipotecas subprime, en [http://www.abc.es/20070820/economia-economia/advirtio-abril-riesgo-billones\\_200708200246.html](http://www.abc.es/20070820/economia-economia/advirtio-abril-riesgo-billones_200708200246.html)
53. La Desregulación financiera, en <http://www.ehu.es/Jarriola/Docencia/Ecolnt/Las%20nuevas%20crisis%20financieras.pdf>
54. La gran enciclopedia de Economía en <http://www.economia48.com/spa/d/activo-subyacente/activo-subyacente.htm>
55. La UE prohibirá los CDS “la licencia para matar” deuda soberana, en <https://www.diagonalperiodico.net/global/la-ue-prohibira-cds-la-licencia-para-matar-deuda-soberana.html>
56. Lehman Brothers sale de la quiebra, El Mundo, en <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/03/06/economia/1331052217.html>
57. Leones vs Gacelas, La cadena bancaria (CDOs y los CDS) The Banking Chain, 11 de mayo de 2011, en <http://leonesvsgacelas.blogspot.com/2011/05/la-cadena-bancaria-los-cdo-y-los-cds.html>
58. Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, publicada en el Suplemento del Registro Oficial Número 249 del 20 de mayo del 2014.
59. Libertad Digital Economía, Credit Default Swaps: ¿causa de la crisis o efecto del sistema monetario?, en <http://www.libertaddigital.com/economia/credit-default-swaps-causa-de-la-crisis-o-consecuencia-de-la-intervencion-monetaria-1276362410/>
60. Michael Corkery y Katy Burne, Lehman Brothers vuelve a sacudir a los mercados, The Wall Street Journal, en <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303714704576383582350258092.html?dsk=y>
61. Lista de compañías (o valores) a seguir, y para la que se pueden configurar alarmas, Glosario Bursátil Inglés-Español, en <http://bolsadigital.blogspot.com/2008/08/glosario-burstil-ingls-espaol.html>.
62. Los vaticinios sobre el fin del euro en Grecia toman fuerza, en Diario El Comercio, Quito, 15 de Mayo del 2012.
63. M&G Investments, en <http://www.mandg.es/inversores-profesionales/area-de-soporte/informacion-para-inversores-profesionales/ei-abc-de-las-cds/>

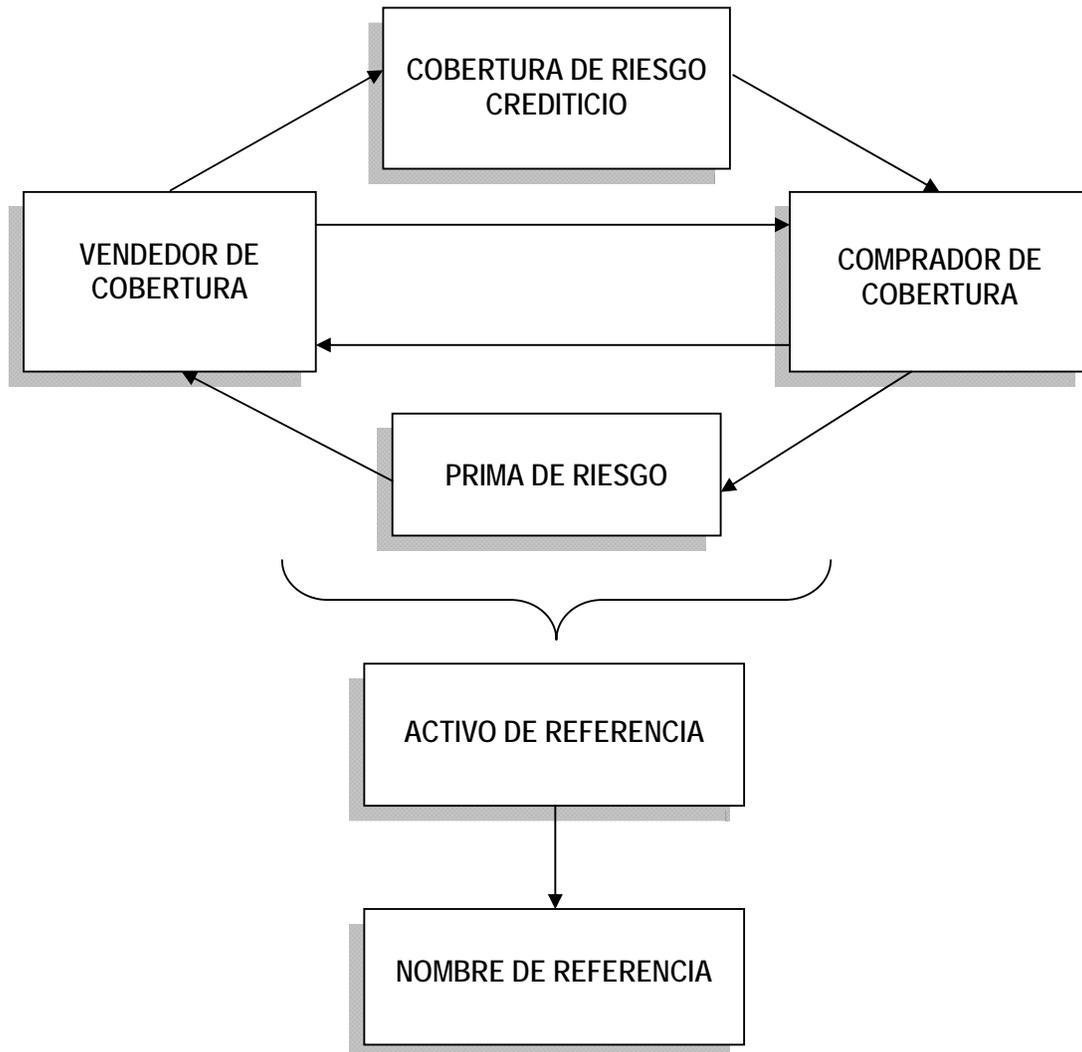
64. Organización de las Naciones Unidas, Aspectos de la tributación internacional de los nuevos instrumentos financieros, en <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/un/unpan001949.pdf>
65. Permutas de Incumplimiento de Crédito o Credit Default Swaps (CDSs), P.18, en <http://www.iimv.org/actividades2/Panama2010/Presentacion%20final%20cads%208.3.2010.pdf>
66. Prima de Riesgo, Portal económico-financiero, en <http://www.primaderiesgo.com/>
67. Renta4banco, en [https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid\\_resumen](https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid_resumen)
68. Reportaje Los Aspectos en materia de hipotecas para tenerlos en cuenta, en Revista Líderes, Quito, 16 de abril de 2012.
69. Standard & Poor's Bajo La Nota De Argentina A Bonos Basura, Standard & Poor's, genera negocio millonario a los Fondos Buitres, Empire et Résistance - Néolibéralisme - Date de mise en ligne : mercredi 18 juin 2014, en [http://www.elcorreo.eu.org/IMG/article\\_PDF/Standard-Poor-s-genera-negocio-millonario-a-los-Fondos-Buitres\\_a24460.pdf](http://www.elcorreo.eu.org/IMG/article_PDF/Standard-Poor-s-genera-negocio-millonario-a-los-Fondos-Buitres_a24460.pdf)
70. Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador, Glosario de Términos Financieros, en [http://www.sbs.gob.ec/practg/sbs\\_index?vp\\_art\\_id=70&vp\\_tip=2#s](http://www.sbs.gob.ec/practg/sbs_index?vp_art_id=70&vp_tip=2#s)
71. Superintendencia de Compañías y Valores del Ecuador, Glosario de Términos, en [http://www.supercias.gob.ec/bd\\_supercias/descargas/mv/Glosariomv.pdf](http://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/Glosariomv.pdf)
72. The Wall Street Journal Americas, "Apuestas defensivas de empresas y gestores intensificaron crisis de Grecia.", en Diario El Comercio, Quito, 9 de abril de 2010.
73. The Wall Street Journal Americas, "Demandan a Ernst & Young por las cuentas de Lehman Brothers", en Diario El Comercio, Quito, 22 de diciembre de 2010.
74. The Wall Street Journal Americas, "El fracaso de un modelo matemático de riesgo estuvo detrás de la debacle de AIG." en Diario El Comercio, Quito, 5 de noviembre de 2008.
75. The Wall Street Journal Americas, "Europa quiere bajar el calibre de un arma financiera clave: los CDS", en Diario El Comercio, Quito, 10 de marzo de 2011.
76. The Wall Street Journal Americas, "La Casa Blanca propone limitar el tamaño de los bancos de EE.UU.", en Diario El Comercio, Quito, 22 de enero de 2010.
77. The Wall Street Journal Americas, "La crisis griega causa estragos en los balances de los bancos europeos.", en Diario El Comercio, Quito, 23 de junio del 2010.
78. The Wall Street Journal Americas, "La deuda griega vuelve a poner a los mercados con los nervios de punta", en Diario El Comercio, Quito, 7 de abril de 2010.

79. The Wall Street Journal Americas, "La falta de detalles arruina la recepción del plan de rescate bancario en EEUU.", en El Comercio, Quito, 11 de febrero de 2009.
80. The Wall Street Journal Americas, "Las calificaciones soberanas no serían un indicador tan confiable.", en Diario El Comercio, Quito, 12 de Agosto del 2011.
81. The Wall Street Journal Americas, "Los problemas en la cúpula de un gigante hipotecario hacen temblar a Wall Street", en Diario El Comercio, Quito, 10 de Junio del 2003.
82. The Wall Street Journal Americas, "Los tres días en que murió Wall Street", en Diario El Comercio, Quito, 2 de enero del 2009.
83. The Wall Street Journal Americas, "Regresan los temores frente a los problemas de la deuda soberana en Europa.", en Diario El Comercio, Quito, 3 de Noviembre de 2010.
84. The Wall Street Journal Americas, "Una advertencia de S&P al Reino Unido crea temores sobre la deuda de varios países", en Diario El Comercio, Quito, 22 de mayo de 2009.
85. The Wall Street Journal Americas, "¿Una tragedia griega o una tempestad en un vaso de agua?", en Diario El Comercio, Quito, 8 de febrero de 2010.
86. Thomson Proprietary Research; International Swaps and Derivatives Association, en [http://www.nytimes.com/imagepages/2008/02/17/business/20080217\\_SWAP\\_2\\_GRAPHIC.html](http://www.nytimes.com/imagepages/2008/02/17/business/20080217_SWAP_2_GRAPHIC.html)
87. UE prohibirá venta en corto al descubierto de CDS vinculados a deuda soberana, en [http://noticias.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/servicios-financieros-y-comerciales/ue-prohibira-venta-en-corto-al-descubierto-de-cds-vinculados-a-deuda-soberana\\_O7oddf5h2AKKHmTub4h322/](http://noticias.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/servicios-financieros-y-comerciales/ue-prohibira-venta-en-corto-al-descubierto-de-cds-vinculados-a-deuda-soberana_O7oddf5h2AKKHmTub4h322/)
88. ZoomNews/Economía/Finanzas/Mercados: Guía definitiva para entender los CDS, en <http://www.zoomnews.es/economia/finanzas-y-mercados/guia-definitiva-entender-que-es-cds-credit-defaultswap-seguros-contrainpago-deuda>

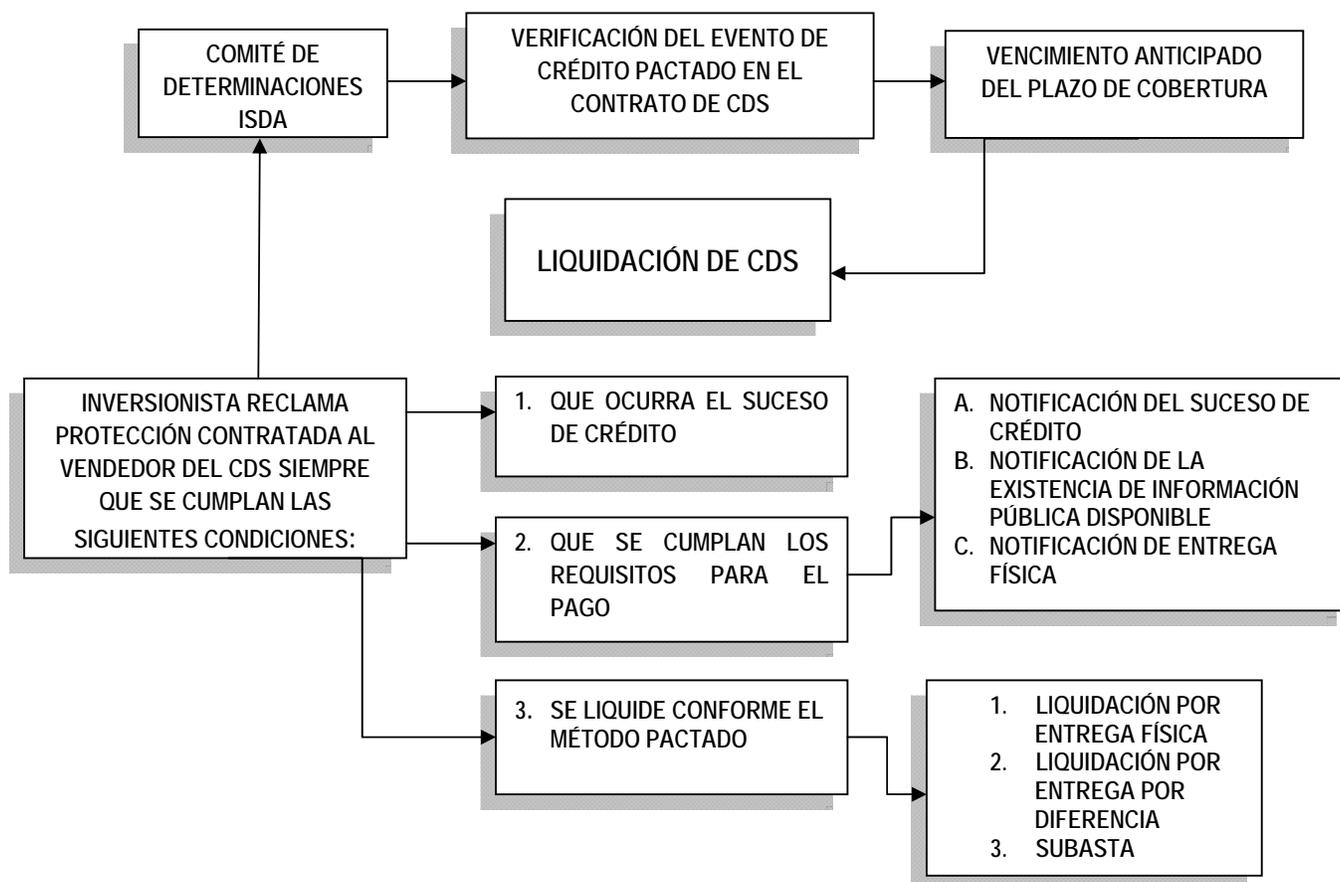
#### **BASE LEGAL:**

1. Codificación del Código Civil Ecuatoriano, Registro Oficial Suplemento Número 46 del 24 de junio del 2005.
2. Codificación de la Ley de Mercado de Valores, Registro Oficial Suplemento Número 215 del 22 de febrero del 2006.
3. Ley para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, Registro Oficial Número 249 del 20 de Mayo del 2014.

## ESTRUCTURA DEL CDS



## EJECUCIÓN DE GARANTÍAS



# LOS CDS COMO MEDIO DE ESPECULACIÓN

