



Los derivados de crédito:

UNA EXCELENTE HERRAMIENTA PARA LA MITIGACION DEL RIESGO

La mayor integración y volatilidad de los mercados financieros ha obligado a los agentes a desarrollar instrumentos que les permitan mitigar de una mejor manera los riesgos asociados a las transacciones que realizan. De esa forma han logrado llevar a cabo la asignación eficiente de los recursos y la maximización de los beneficios.

Tales instrumentos reciben el nombre de derivados financieros y su importancia a nivel internacional es cada vez más evidente. Pese a que existe una amplia gama de estos productos, en esta nota queremos llamar la atención sobre un mecanismo en particular, que tiene por objeto la cobertura del riesgo de crédito: los derivados de crédito.

Estos productos financieros mitigan el riesgo de incumplimiento en cualquier operación realizada entre un prestamista y un prestatario, constituyéndose en herramientas de primer orden para su gestión y administración.

En los últimos años, estos acuerdos financieros han sido utilizados ampliamente a nivel internacional por emisores de deuda, inversionistas, bancos y compañías de seguros. A pesar de ello, en el caso colombiano aún tenemos algunas restricciones en materia de regulación que no hacen posible la realización de este tipo de operaciones.

El ABC de los derivados de crédito

Los derivados de crédito son acuerdos financieros que permiten reducir el riesgo de incumplimiento o riesgo de crédito de un prestatario.¹ Por ejemplo, en un proceso de emisión de bonos por parte de una empresa, los

compradores de dichos títulos pueden estructurar un derivado de crédito para cubrirse del riesgo de incumplimiento del pago, tanto del principal como de los intereses de los mismos.

En tal sentido, los derivados de crédito operan a través de contratos celebrados entre dos tipos de agentes: los que quieren protegerse del incumplimiento de un prestatario (comprador de la protección) y los que proporcionan dicha protección (vendedor de la protección). Los primeros tienen como finalidad cubrir su exposición al riesgo de crédito, mientras que los segundos buscan obtener ganancias a partir del costo de oportunidad que genera su realización.

Estos productos funcionan como una póliza de seguro frente a las pérdidas de los créditos u obligaciones. Su valor no depende del precio de un activo subyacente sino de la ocurrencia de un evento particular, el cual debe ser definido de manera muy específica entre las partes del contrato. Los eventos más comunes a partir de los cuales se diseñan estos derivados están relacionados con el incumplimiento, las reestructuraciones de las obligaciones, la quiebra y la reducción en la calificación crediticia del prestatario.

Los derivados de crédito más comúnmente utilizados a nivel internacional son:

- **Credit Swaps:** son instrumentos financieros que permiten a un banco diversificar el riesgo de crédito de aquellas carteras de préstamos concentradas en industrias o áreas geográficas específicas, a través del intercambio de los pagos de algunos de sus créditos con los de otra entidad diferente.

Los *credit swaps* más comunes son: el *loan portfolio swap* y el *total return swap*. En el primer caso, se intercambian pagos de préstamos entre dos entidades. En el segundo, un banco le transfiere a otro pagos de algunos de sus créditos por un cierto

¹ Peña, Juan Ignacio (2002). "La Gestión de Riesgos Financieros de Mercado y Crédito." España. Págs. 181-183.

monto, a cambio de un desembolso por ese mismo valor más una rentabilidad adicional.

- **Credit Options:** estos productos funcionan como una póliza de seguro que se compra con el objeto de tener protección frente a cambios adversos en la calidad crediticia de un activo financiero. Por ejemplo, un inversionista en bonos puede comprar un seguro para cubrir el valor de los bonos, de tal manera que si éstos no son pagados, la prima del seguro compensará la pérdida para el inversionista.

El producto más utilizado de este tipo es el *credit default swap*². Dicho instrumento proporciona a su comprador un pago asegurado si se presenta un evento de problemas asociados a la solvencia en un número de activos superior a un mínimo establecido con anterioridad, al interior de un portafolio de bonos o de préstamos.

- **Credit - Linked Notes:** Estos derivados funcionan como un activo financiero, cuyo pago de principal e intereses está condicionado al desempeño crediticio de un prestatario específico.

Una excelente herramienta

Como se mencionó anteriormente, los derivados de crédito surgen como una herramienta alternativa para administrar el riesgo crediticio.

Tradicionalmente, las entidades financieras han venido utilizando los procesos de venta de cartera y la titularización de activos como mecanismos para la diversificación y administración del riesgo de crédito.

Sin embargo, con la adopción de otros productos más recientes como los derivados de crédito, los agentes han logrado diversificar el portafolio de préstamos de los bancos.

Adicionalmente, estos productos financieros han permitido la obtención de considerables mejoras en la eficiencia de las coberturas al riesgo, incorporando contingencias crediticias en contratos de moneda o de otros subyacentes.

Finalmente, una de la principales ventajas que ofrecen los derivados de crédito tiene que ver con la flexibilización en términos de apalancamiento en cualquier operación crediticia. En la medida en que esta cobertura garantiza una alternativa para la mitigación del riesgo crediticio, los agentes pueden irrigar recursos por la vía del crédito de manera eficiente, siendo cautelosos en la administración y gestión del riesgo.

Sin embargo...

Pese a que las ventajas que genera la utilización de esta herramienta de cobertura son evidentes, no hay que perder de vista que como cualquier otro derivado, éstos están expuestos a otros tipos de riesgo³:

- (i) Riesgo de especulación: se origina cuando los operadores del mercado utilizan un derivado de crédito con fines especulativos en lugar de buscar cobertura.
- (ii) Riesgo de contraparte: se genera cuando la contraparte de una transacción, en la cual se ha estructurado un derivado de crédito, incumple el contrato. Es decir, los derivados de crédito mitigan el riesgo crediticio pero no lo eliminan completamente.
- (iii) Riesgo legal: se produce cuando un contrato de derivado de crédito no se define adecuadamente entre las partes, razón por la cual puede ser catalogado como ilegal.

Así mismo, el riesgo de crédito, el cual se constituye en la piedra angular de los derivados de crédito, es un "activo subyacente" mucho más

² El *credit default swap* es catalogado como un *swap* por su estructura de pagos pero funciona como una opción.

³ Caparrós, Álvaro (2002). "Derivados de crédito, nuevos instrumentos financieros para el control del riesgo." Eurobolsa - Gestión de Valores. Págs. 20-22.

difícil de estandarizar que el riesgo de tasas de interés y el de divisas,⁴ por lo que su valoración y medición del riesgo se hace más compleja.

La experiencia internacional

De acuerdo con las cifras presentadas en un estudio del *Bank for International Settlements* (BIS),⁵ el mercado global de derivados de crédito ha registrado una importante expansión durante los últimos años. En efecto, el monto transado en este tipo de operaciones se multiplicó por cinco entre 2001 y 2004⁶ (cuadro 1).

Del total de derivados de crédito, los *forwards* y los *swaps* muestran la participación más significativa. Así mismo, su tasa de crecimiento (superior al 600%) es una clara muestra del dinamismo en este tipo de operaciones (cuadro 1).

Cuadro 1

Mercado global de derivados de crédito

Instrumento	Billones de dólares		Participación en el total		Tasa de Crec. Jun-04/Jun-01
	Jun-01	Jun-04	Jun-01	Jun-04	
Forwards y swaps	0,5	3,8	77,2%	85,9%	617,9%
Opciones	0,2	0,6	22,8%	14,1%	299,4%
Total Global de Derivados de Crédito	0,7	4,5	100,0%	100,0%	545,1%

Fuente: *Bank for International Settlements*. Cálculos Asobancaria.

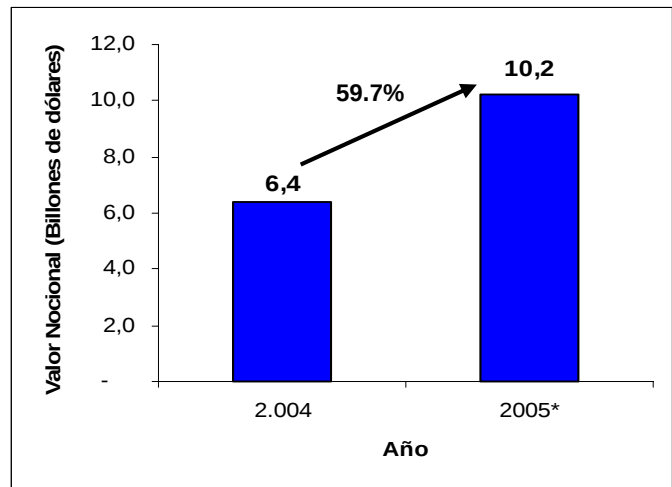
Más recientemente, el mismo estudio del BIS muestra que el crecimiento de los derivados de crédito se ha venido concentrado en los *credit default swaps*. El valor de estos productos, entre diciembre de 2004 y junio de 2005, se incrementó en cerca del 60%⁷ (gráfico 1).

Entre los factores que señala el citado estudio, como determinantes de este comportamiento se encuentra el mayor grado de estandarización en los términos contractuales de esta clase de acuerdos y la aparición de índices

de referencia y de plataformas tecnológicas de negociación para dichos productos.

Gráfico 1

El mercado global de los *credit default swaps*



Fuente: *Bank for International Settlements*.

* Información disponible a junio.

Si bien es cierto que los derivados de crédito son cada día más utilizados, su mercado sigue siendo poco profundo en relación con otros derivados. A junio de 2005, la participación de los *Credit Default Swaps* sobre el total de derivados OTC⁸ fue de sólo el 3.8% (cuadro 2).

Tal dinámica puede estar explicada de un lado, por la complejidad en la medición del riesgo de crédito en dichos contratos y de otro, por la dificultad que se presenta en la definición de las cláusulas que materializan la liquidación de los mismos. Otro aspecto que se debe tener en cuenta a la hora de dinamizar este tipo de coberturas, tiene que ver con la necesidad de contar con un mercado líquido y transparente en el cual los *“market makers”* coticen y difundan los precios con la oportunidad que se requiere⁹.

⁴ Kiff, John y Ron Morrow (2000). “Credit Derivatives”. Bank of Canada Review. Pág. 5.

⁵ Bank for International Settlements (2005). “OTC derivatives market in the second half of 2004.” Mayo.

⁶ Hace referencia al valor nocional o nominal.

⁷ Bank for International Settlements (2005). “OTC derivatives market in the first half of 2005.” Noviembre.

⁸ OTC es la sigla de la expresión *Over the Counter*, que significa “sobre el mostrador”. Dicha expresión hace referencia a un sistema de negociación bilateral por fuera de mercados organizados.

⁹ Kiff y Morrow (2000). Pág. 5.

Cuadro 2

Mercado global de derivados OTC

Totales	Billones de dólares		Participación en el total		Tasa de Crec. Jun-05/Dic-04
	Dic-04	Jun-05	Dic-04	Jun-05	
Credit Default Swaps	6,4	10,2	2,5%	3,8%	59,7%
Derivados de Tasa de Interés	190,5	204,4	75,6%	75,7%	7,3%
Otros Derivados	54,9	55,5	21,8%	20,6%	1,0%
Total Global de Derivados OTC	251,8	270,1	100,0%	100,0%	7,3%

Fuente: *Bank for International Settlements. Cálculos Asobancaria.*

¿Y en Colombia?

La dinámica del mercado de derivados en Colombia ha tenido una tendencia similar a la observada en el plano internacional.

Conviene señalar que en nuestro país, el mercado de instrumentos derivados está concentrado fundamentalmente en los contratos de tipo de cambio y, particularmente en las operaciones *forward*. Sin embargo, no podemos hablar de la existencia de un mercado de derivados de crédito.

En efecto, estas operaciones no han sido autorizadas por el Banco de la República. Expresamente, la autoridad monetaria así lo estableció en la Circular Reglamentaria Externa DODM 144 de 2006.

Dicha norma, en su numeral 3, señala lo siguiente: *“Los contratos de derivados financieros autorizados ... se refieren exclusivamente a riesgos derivados de tasa de cambio, tasa de interés e índices bursátiles. En las operaciones permitidas se pueden incluir cláusulas referidas a eventos crediticios, siempre y cuando se trate del riesgo de cualquiera de las partes del contrato. Los contratos de derivados de crédito no están autorizados”.*

Finalmente

Es un hecho que el mercado de derivados en Colombia ha venido creciendo considerablemente en los últimos años, motivado en gran parte por el mayor riesgo cambiario al que se encuentran expuestos los agentes y a la internacionalización de las finanzas locales. A pesar de ello la profundidad del mercado colombiano dista de los estándares internacionales y regionales en la materia.

De otra parte, es evidente que aún nos queda un largo camino por recorrer en relación con la utilización por parte de los agentes financieros de otro grupo de instrumentos de cobertura que sin duda son herramientas fundamentales en la administración del riesgo.

Si bien es cierto que en la Asociación Bancaria somos conscientes de la prudencia y rigurosidad técnica que caracteriza la normatividad de la autoridad monetaria, también consideramos que es indispensable abrir el debate sobre la necesidad y oportunidad de contar con este tipo de herramientas que faciliten la gestión y diversificación del riesgo crediticio de manera más eficiente.

Continuar el trabajo tendiente al establecimiento de un marco regulatorio adecuado es una tarea de primer orden para que estos productos se sigan desarrollando.