
Términos contractuales y valoración de los CDS⁵

Los términos contractuales para la definición de eventos de crédito y para la obligación de entrega de CDS single-name repercuten en el precio de estos instrumentos. Aunque esta repercusión ha tendido a unificarse a lo largo del tiempo, parece que todavía persiste un cierto grado de fragmentación regional.

Clasificación JEL: G12, G13.

En los últimos años, el mercado para los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) se ha ampliado enormemente. Este tipo de contratos consiste en la promesa de una serie de pagos a cambio de protección frente a pérdidas crediticias que podrían producirse en caso de incumplimiento. Al ofrecer a los inversionistas la oportunidad de comprar o vender posiciones frente a una entidad de referencia, sin tener que comprar o vender con ello el bono o préstamo subyacente, este tipo de instrumentos ha aumentado considerablemente la liquidez en los mercados de crédito.

El rápido crecimiento del mercado de CDS también ha llevado consigo una gama más amplia de los términos contractuales que pueden acordar las partes contratantes. Entre las principales condiciones contractuales se cuentan la definición del evento de crédito que obliga al pago a la parte que proporciona la protección, así como la definición de la correspondiente obligación de entrega. Con el tiempo, se han ido ampliando los tipos de cláusulas de estos contratos estipulados por la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), de tal modo que en la actualidad, por ejemplo, existen al menos cuatro cláusulas estándar diferentes entre las que puede elegirse.

En este artículo monográfico, examinamos el efecto que produce cada una de estas cláusulas en los precios de los CDS. A partir de los datos sobre subscriptores de distintos contratos proporcionados por uno de los principales proveedores de información del mercado, descubrimos que los diferenciales de los CDS suelen ser sensiblemente más altos en aquellos contratos con una

⁵ Quisiéramos agradecer a Marcus Jellinghaus su inestimable contribución investigadora, así como a Ingo Fender y Jacob Gyntelberg el habernos hecho partícipes de sus opiniones. Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI.

definición de evento de crédito amplia y/o con obligaciones de entrega menos restrictivas. Dependiendo de los contratos comparados, los cambios tanto en la probabilidad de incumplimiento esperada (o evento de crédito) como en la pérdida esperada en caso de incumplimiento parecen influir significativamente en los precios, algo que era de esperar.

Las oscilaciones de precios relacionadas con las diferencias entre contratos pueden influir tanto en los mercados como en las prácticas de regulación. Teniendo en cuenta la amplia utilización de derivados crediticios, es interesante discernir si el riesgo de crédito ha sido incorporado en los precios de manera adecuada. Aunque en este artículo monográfico no respondemos directamente a esta cuestión, demostramos que los diferenciales de los CDS incorporan los diversos grados de protección tras una reestructuración de la deuda. Además, nuestras estimaciones cuantitativas del impacto que tienen los términos contractuales pueden ser reveladoras para los requerimientos de capital que imponen los bancos centrales para los derivados del crédito. En concreto, las primas asociadas a las cláusulas de reestructuración que se observan pueden resultar útiles para determinar el nivel más adecuado para las reducciones del nivel de capital exigido⁶.

El resto del artículo se organiza del siguiente modo: en la primera sección, analizamos sucintamente el mercado de CDS y los tipos más comunes de estipulaciones contractuales; a continuación, explicamos los datos utilizados en el proyecto; en la sección cuarta, planteamos y comprobamos diversas hipótesis en torno a la influencia que tienen los términos contractuales de los CDS en su precio; en la sección quinta, demostramos que la valoración de las diversas estipulaciones contractuales ha ido convergiendo a lo largo del tiempo; por último, presentamos nuestras conclusiones.

⁶ El marco de Basilea II estipula que sólo podrá permitirse la compensación total del capital exigido cuando se incluya la "reestructuración" como evento de crédito. De no ser así, sólo podrá reconocerse como cubierta hasta el 60% de la cobertura (BCBS (2004)). Este tratamiento es provisional y está sujeto a revisión.