

Financiación estructurada: complejidad, riesgo y utilización de las calificaciones³

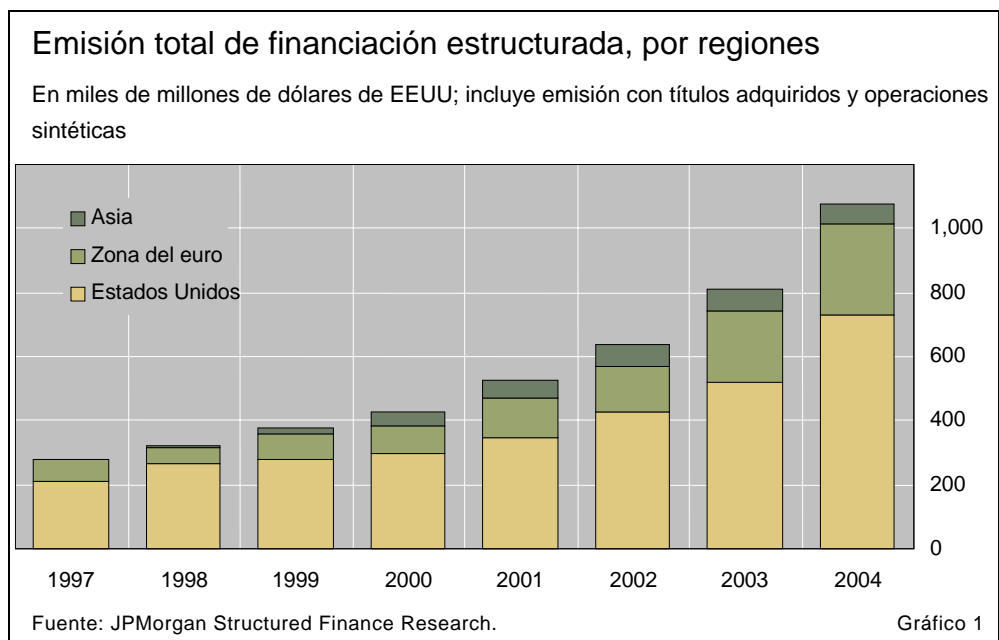
Este artículo analiza las principales características de los instrumentos de financiación estructurada. Para evaluar el perfil de riesgo de este tipo de productos, es esencial evaluar los riesgos que conlleva su estructura contractual, así como la modelización del riesgo de crédito de los conjuntos de activos subyacentes. Se argumenta que las calificaciones de la financiación estructurada, aun siendo útiles, presentan sus propias limitaciones a la hora de evaluar en su totalidad los riesgos que implican estos productos, pese a que su complejidad propicia que éstas se utilicen más que en el caso de otros valores. Tanto los agentes del mercado como las autoridades económicas han de tener presentes estas limitaciones al evaluar este tipo de instrumentos y sus mercados.

Clasificación JEL: G100, G200.

La financiación estructurada consiste en agrupar una serie de activos para venderlos después por tramos, cada uno de los cuales otorga derechos sobre los flujos de efectivo respaldados por estos conjuntos de activos. Este tipo de instrumentos ha ido adquiriendo importancia para la transferencia del riesgo de crédito y en los últimos años los volúmenes de emisión han crecido con rapidez (véase el Gráfico 1), a medida que han ido avanzando las técnicas para la modelización del riesgo de crédito.

Al igual que ocurre con otras formas de transferencia del riesgo de crédito, como por ejemplo los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) o de titulaciones *pass-through*, los instrumentos de financiación estructurada pueden utilizarse para transferir el riesgo de crédito entre diferentes instituciones y sectores financieros. Sin embargo, existe una diferencia: al separar los derechos de cobro por tramos, los instrumentos estructurados también transforman el riesgo creando posiciones frente a diferentes “franjas” de la distribución de pérdidas del conjunto de activos subyacente. Debido a esta distribución por “franjas” y a las estructuras contractuales necesarias para

³ Las opiniones expresadas en este artículo, que también se publica en el siguiente número del *Financial Stability Report* del Banco Nacional de Bélgica, son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI ni las del Banco Nacional de Bélgica. Cualquier error u omisión corresponde a sus autores.



crearlas, determinar el perfil de riesgo–rendimiento de cada tramo puede resultar especialmente complicado.

Las calificaciones, que se basan en el primer momento de la distribución de pérdida de un título, conllevan sus limitaciones a la hora de evaluar con precisión el riesgo de los valores por tramos. Si bien esta observación también se aplica a cualquier otro título, en este artículo se argumenta que la cola de estas distribuciones de pérdida tiende a ser más pronunciada en el caso de productos estructurados⁴. Así pues, puede esperarse que concretamente los tramos subordinados de instrumentos estructurados impliquen más riesgos que las carteras de bonos de similar calificación por cuanto que los inversionistas de los primeros están mucho más expuestos a eventos de pérdidas extremas. Ahora bien, la complejidad de las operaciones de financiación estructurada puede hacer que en ocasiones los inversionistas tiendan a utilizar las calificaciones más que cuando se trata de otro tipo de valores con calificación. Partiendo de esta premisa, la transformación del riesgo que conlleva la financiación estructurada plantea diversos interrogantes con importantes implicaciones potenciales. Uno de ellos es si los instrumentos por tramos pueden originar concentraciones de riesgo inesperadas en las carteras institucionales.

Por diversos motivos (que se analizarán en este artículo), los productos de financiación estructurada pueden resultar más eficaces que otros instrumentos financieros para evitar la selección adversa o la segmentación en los mercados financieros. Esto es precisamente lo que ha hecho tan atractivos estos productos entre una serie de agentes del mercado. Los emisores de este tipo de instrumentos los utilizan, entre otras razones, para acceder a nuevas fuentes de financiación, reducir los requerimientos de capital regulador o

⁴ Hay que destacar que las calificaciones no pretenden ser una medida integral del riesgo, de modo que las citadas limitaciones se refieren a su utilización, no a las calificaciones en sí mismas.

económico o aprovechar oportunidades de arbitraje. Los inversionistas, por su parte, están interesados en estos productos para diversificar sus inversiones y por su atractivo perfil de riesgo–rendimiento en un entorno de bajos tipos de interés.

Ante el potencial que ofrece la financiación estructurada para la transformación del riesgo, el Comité del Sistema Financiero Global (CGFS), que se encarga de vigilar el funcionamiento de los mercados financieros en nombre de los Gobernadores de los bancos centrales de los países que componen el G–10, estableció un grupo de trabajo destinado a analizar estos instrumentos⁵. Este artículo destaca alguno de los principales hallazgos del grupo en cuanto a la “complejidad” y “riesgo” de los productos por tramos. Las agencias de calificación y sus métodos de evaluación son aspectos importantes de este artículo, al igual que los posibles conflictos de intereses relacionados con las calificaciones de emisor a comisión, que se mencionan en este artículo y se explican con más detalle en CGFS (2005).

El resto del artículo se organiza del siguiente modo: Después de la introducción se analiza brevemente los principios económicos que rigen los mercados de financiación estructurada. A continuación, diversas secciones se encargan de la complejidad de los instrumentos estructurados y de su perfil riesgo–rendimiento. Por último, se identifican algunas implicaciones para los órganos encargados de las políticas económicas, los investigadores en este campo y los agentes del mercado.

⁵ El grupo de trabajo sobre la función de las calificaciones en la financiación estructurada estaba presidido por Peter Praet del Banco Nacional de Bélgica. El informe (CGFS, 2005), así como algunos de los documentos de fondo elaborados por miembros del grupo de trabajo, pueden consultarse por Internet en www.bis.org. Véase también el CGFS (2003).