Credit Default Swaps

La crisis financiera desatada hace ya casi dos años en Estados Unidos, y que se diseminó en mayor o menor medida en todos los rincones del mundo, llevó al mundo de las finanzas a replantear los beneficios y los riesgos que implican ciertos instrumentos financieros.

Tal fue el caso de la Canciller alemana Ángela Merkel que anunció durante la semana que prohibirá temporalmente las ventas en corto al descubierto y los Credit Default Swaps (CDS) al descubierto de deuda soberana de Europa. Medidas similares fueron adoptadas tiempo atrás por la SEC (Security Exchange Comission) para restringir la especulación con derivados.

Ya en la década de los noventa, con el mayor desarrollo de productos derivados, los resonantes desastres financieros ocurridos durante esa década, como Orange County (Estados Unidos), Daiwa (Japón), Metallgesellschaft (Alemania), Barings (Reino Unido), entre muchos otros, impartieron un importante mensaje de advertencia.

La lección común aprendida de todos ellos es que miles de millones de dólares se pueden perder como consecuencia de un inadecuado control y administración de los riesgos financieros a los que se encuentran expuestas las instituciones. Atendiendo a esta inquietud se desarrollaron diversos modelos que permitieron ponderar riesgos potenciales, ya sea con el mero objetivo de concientizar a los directivos de las compañías la exposición a pérdidas potenciales, como medio de determinación de límites de trading o yendo aún más allá, como instrumento para la asignación de activos.

Estos modelos fueron de utilidad para racionalizar los riesgos financieros implícitos en la operatoria de derivados. Tengamos presente que la definición de riesgo es: "variabilidad en los resultados esperados", es decir que riesgo es pérdidas mayores a las esperadas como así también ganancias menores a las esperadas.

Dentro de los modelos desarrollados, el modelo VaR (value at risk) fue el de mayor acogimiento. Este modelo mide la máxima pérdida esperada en un período de tiempo y con un nivel de confianza dados, en condiciones normales de mercado.

Ahora bien, cuando las condiciones dejan de ser normales los resultados pueden apalancarse de manera sorprendentemente.

Los CDS, cuya operatoria busca limitar la Canciller alemana, son derivados de crédito que, al igual que cualquier derivado, fueron creados para cubrir un riesgo. Sin embargo, a diferencia de la mayoría de los derivados cuya finalidad principal es cubrir un riesgo de mercado (por exposición a la baja o alza en el mercado), los CDS nacieron para cubrir riesgo de crédito o riesgo de contraparte.

¿Cómo funcionan?

Un Credit Default Swap (CDS) es un contrato entre dos partes en el que una de ellas compra protección sobre el riesgo de default de una cierta cantidad (nocional) de bonos o deuda, de una determinada compañía, durante un plazo especificado, y la otra parte vende esta protección. El comprador paga una prima periódica, denominada "spread", a cambio del cual, en caso de que se produzca un default, el vendedor compensará al comprador por las pérdidas en esos bonos y el spread se dejará de pagar. La mecánica es muy similar a la de los seguros, en la que se paga una prima anual por una protección sobre ciertas pérdidas contingentes. Por ejemplo, si un banco A financia a un deudor B, puede contratar un Swap para cubrirse ante un eventual default de deudor B. El banco A compra un swap al inversor C por el cuál le paga una prima periódica. Si el deudor B incumple su obligación con el banco A, el inversor C deberá asumir la pérdida y pagar al banco A la deuda incumplida por B a su valor par. A partir de ese momento, el inversor C se convertirá en el acreedor del deudor B. Por lo tanto, las pérdidas asumidas serán equivalentes a la diferencia entre el valor par de la obligación y el valor de recupero de la deuda.

Hasta aquí la herramienta parece ser adecuada para aquellos que buscan disminuir su exposición al riesgo de crédito de determinados deudores (ya sea porque mantienen en cartera elevada exposición al mismo deudor y decidan diversificar o porque decidan simplemente reducir el riesgo sacrificando parte de las tasas cobradas). También resulta interesante para aquellos que estén dispuestos a asumir riesgos para ganar un rendimiento (tasa) acorde al riesgo implícito según la calidad crediticia del deudor.

Sin embargo, cuando se negocia los CDS descubiertos, conocidos como Neaky CDS, se adquiere la protección sin poseer la deuda garantizada, generando una red de coberturas que puede llegar a superar el valor nocional de la deuda total objeto de la garantía.

Estos contratos, al igual que los contratos de futuros, pueden liquidarse contra entrega o cash settlement. La modalidad cash settlement implica que, en caso de default del deudor, el vendedor de un swap deberá pagar el comprador la diferencia entre el valor par de la obligación y el valor de recupero de la deuda. Resulta complicado a veces determinar el valor de recupero de una deuda post default. Este inconveniente es solucionado a través de la modalidad con entrega y es por esto que este tipo de contrato es el más negociado. En un contrato con entrega, el comprador de un swap que desea hacer efectiva su cobertura ante el incumplimiento de la deuda, deberá entregar al vendedor títulos de deuda del deudor en default. Si no posee en cartera dichos títulos, deberá recurrir al mercado de valores para adquirir los mismos y entregarlos al vendedor contra entrega del monto garantizado.

En definitiva, lo que comenzó como una especie de seguro contra impagos se ha convertido en un gigantesco mercado de derivados donde no se sabe de forma transparente quienes se encuentran realmente expuestos al riesgo de default.

Uno caso ilustrativo para comprender el alcance de los CDS es el de la quiebra de la compañía Delphi. Al quebrar la empresa circulaban CDS por un valor de 28.000 millones de dólares que cubrían una deuda mucho menor 5.200 millones de dólares. Los compradores de CDS se desesperaron por conseguir los títulos de deuda para luego exigir la garantía al vendedor del CDS. Esos títulos tenían un valor teórico prácticamente nulo, sin embargo, la gran demanda por conseguirlos impulsó el precio a 0,70 centavos por dólar. Finalmente los que no pudieron adquirir los bonos de Delphi para entregarlos acabaron recibiendo unos 366 dólares por cada bono de 1.000 dólares de valor nominal. Dándose la paradoja que tal vez consiguió recuperar más dinero un tenedor de los bonos de Delphi que no se había asegurado que uno que había comprado el seguro pero no tenía los bonos sino que tenía una posición especulativa.

Situaciones como el de caso Delphi, entre otros, originaron varias veces denuncias por especulación ilegal.

El caso más renombrado fue el de Goldman Sachs en dos oportunidades. El primero tuvo lugar a comienzos de la crisis financieras a mediados de 2008. Goldman había lanzado CDO sintéticas con hipotecas de las denominadas "tóxicas" y cerró operaciones, denominadas Abacus, por un monto de 11.000 millones de dólares. Transcurridos solamente cinco meses desde la creación de estas CDO Abacus, el 84% de las hipotecas subyacentes habían visto disminuir su calificación. AIG proporcionó los CDS que permitieron a Goldman cubrirse ante un impago de las hipotecas. Curiosamente, poco tiempo más tarde, la aseguradora necesitó un rescate de 85.000 millones de dólares de los cuales 12.900 millones de dólares pasaron por las manos de Goldman.

El gigante financiero volvió a estar recientemente en el ojo de la tormenta cuando trascendió que se investigaría si la compañía cubrió la situación financiera de Grecia, ya que se comprobó que habría contratado cuantiosos CDS para cubrirse ante un default del país helénico, justo antes de que la calificación crediticia se desplomara.

El volumen operado en el mercado de CDS con un nocional poco menos de 60 billones de dólares, llegó a superar en el 2007 a los montos operados en contratos OTC de divisas. Sólo fue superado por los contratos de tasa de interés que claramente lideran los over the counter con un volumen en el 2009 de 449 billones de dólares, septuplicando a su escolta. El estrepitoso crecimiento del volumen de los CDS se revertió, como puede observarse en el gráfico, a mediados del 2008, cuando en Estados Unidos se interpuso severas medidas para limitar la actividad especulativa en plena crisis iniciada por el crack de hipotecas de baja calidad.