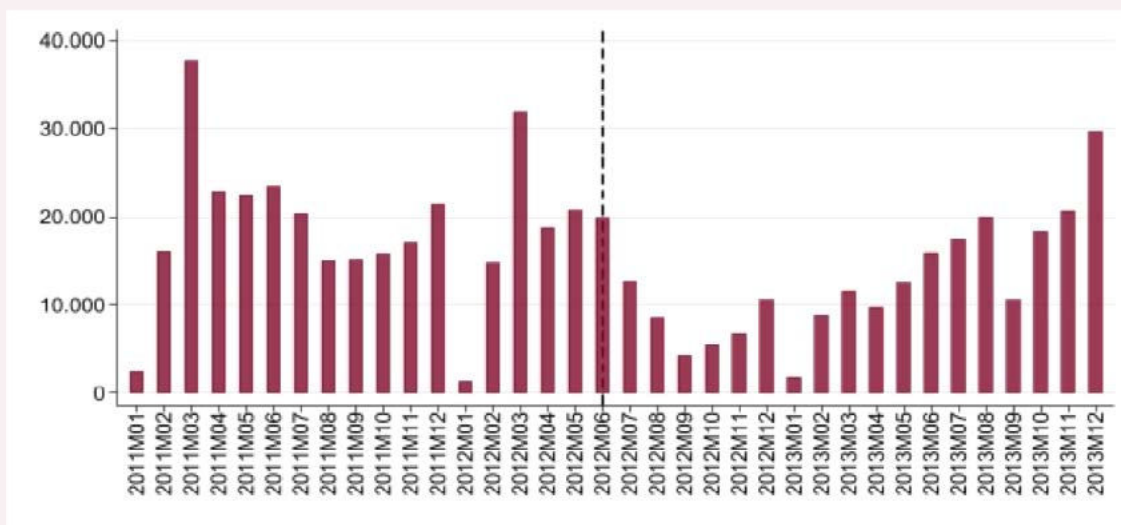


RECUADRO 14. ANÁLISIS DE LOS EFECTOS DE UN MODELO DE COMPARTICIÓN DE RIESGOS: EL CASO DE LA LÍNEA DE MEDIACIÓN ICO LIQUIDEZ

En el año 2009 se creó la línea ICO liquidez con el objetivo de paliar los efectos de la crisis financiera en las empresas españolas. En su origen, y a diferencia del resto de los instrumentos de mediación del ICO donde el riesgo de la operación lo soporta en su totalidad el banco mediador, **el riesgo de impago de los préstamos de esta línea se compartía entre el ICO y las entidades financieras (EE. FF.) a partes iguales.** Este reparto pretendía aumentar la liquidez del sistema financiero reduciendo la aversión al riesgo de las entidades financieras en medio de una crisis financiera sin precedentes. El **importante papel alcanzado** por la línea se puede observar en las consecuencias de su cierre en julio de 2012, con una fuerte caída en el número total de operaciones de mediación del ICO desde mediados de 2012 (gráfico re_14.1).

GRÁFICO RE_14. 1. EVOLUCIÓN QUINCENAL DEL NÚMERO DE OPERACIONES DE LAS LÍNEAS DE MEDIACIÓN 2011-2013



Fuente: AIReF con datos del ICO.

En el año 2010, se incorpora a la línea liquidez una modalidad donde el 100 % del riesgo es asumido por la entidad financiera y entre 2010 y 2012, conviven las dos modalidades, la del riesgo asumido por las entidades financieras y la del riesgo compartido. La **entidad financiera era la encargada de realizar la evaluación de riesgo** y elegir la modalidad y el tipo de interés, fijando el ICO el mismo tipo que la entidad financiera en el caso de la modalidad de riesgo compartido.

CUADRO RE_14. 1. RESUMEN DE DIFERENCIAS ENTRE LAS DOS MODALIDADES DE LÍNEAS DE LIQUIDEZ

	MODALIDAD 1 (50-50 % ICO-EE. FF.)	MODALIDAD 2 (100 % EE. FF.)
Vigencia	De 2009 a 2012	De 2010 a 2012
Asunción de riesgo	50 % ICO – 50 % EE. FF.	100 % EE. FF.
Provisión de fondos	50 % ICO – 50 % EE. FF. *	100 % ICO

Fuente: AIReF con datos del ICO.

Nota: * Salvo en 2012 que el ICO provee el 100 % de los fondos.

Este recuadro se centra en comparar, desde un punto de vista descriptivo, las dos modalidades de la línea (100 % de riesgo versus riesgo compartido) con el objetivo de determinar si una forma diferente de provisión en la modalidad de riesgo compartido amplió el espectro de empresas a las que llegó la intervención en alcance, solvencia y supervivencia de las empresas beneficiarias.

Para intentar reducir el riesgo moral de la operación en la modalidad de riesgo compartido, el ICO introdujo una salvaguarda por la que la entidad financiera debía aportar el 50 % de los fondos del préstamo (cuadro re_14.1). La intención era alinear los incentivos de entidades financieras y el ICO, agente y principal, respectivamente, en la concesión de los préstamos. En un contexto en el que el mercado discriminaba fuertemente entre entidades financieras por el riesgo percibido sobre ellas, esto puede explicar que, sobre todo al principio del periodo, fueran las entidades percibidas como más solventes por el mercado –por ejemplo, atendiendo al precio de sus CDS (seguros de impago sobre su deuda, a mayor CDS, mayor riesgo)– y, por lo tanto, cuyo coste de fondeo era menor, las que más recurrieran a la modalidad de riesgo compartido.

Las dos modalidades también diferían en cómo se fijaba el tipo de interés de la operación. En 2010 y 2011, la modalidad de riesgo compartido permitía márgenes mayores a las entidades financieras y la aplicación de un diferencial adicional. Concretamente, la estructura de tipo de interés por modalidad se recoge en el cuadro re_14.2.

CUADRO RE_14. 2. TIPOS DE INTERÉS APLICABLES EN LAS DOS MODALIDADES DE LÍNEAS DE LIQUIDEZ

AÑO/MODALIDAD	50-50 % ICO-EE. FF.	100 % EE. FF.
2010	Euribor + margen hasta (2 %, 2,5 %, 3 %, 3,5 %) + diferencial*	Euribor + margen hasta 3,5 %
2011	Euribor + margen hasta (2,5%, 3 %) + diferencial	Euribor + margen hasta 2 %
2012	Euribor + margen de 2 %	Euribor + margen hasta 2 %

Fuente: AIR^eF con datos del ICO.

Nota: * Hasta 1,5 % para fondos aportados por las entidades financieras.

En definitiva, la línea de riesgo compartido lo que permitía frente a la línea 100 % era que a igualdad de tipo de interés, las entidades de crédito tuvieran más margen para conceder préstamos a empresas con mayor riesgo de fallido (al compartirse con el ICO) siempre que su coste de fondeo no fuese muy elevado. Es decir, las entidades con un coste reducido de conseguir fondos en el mercado preferirían la modalidad de riesgo compartido ya que asumían la mitad del riesgo de la operación. A igualdad de tipo de interés, la entidad preferirá la modalidad de riesgo compartido (izquierda de la ecuación) a riesgo 100 % (derecha de la ecuación) siempre que:

$$\begin{aligned} \frac{d}{2} + c &< d \\ \frac{1}{2}d - c &> 0 \end{aligned}$$

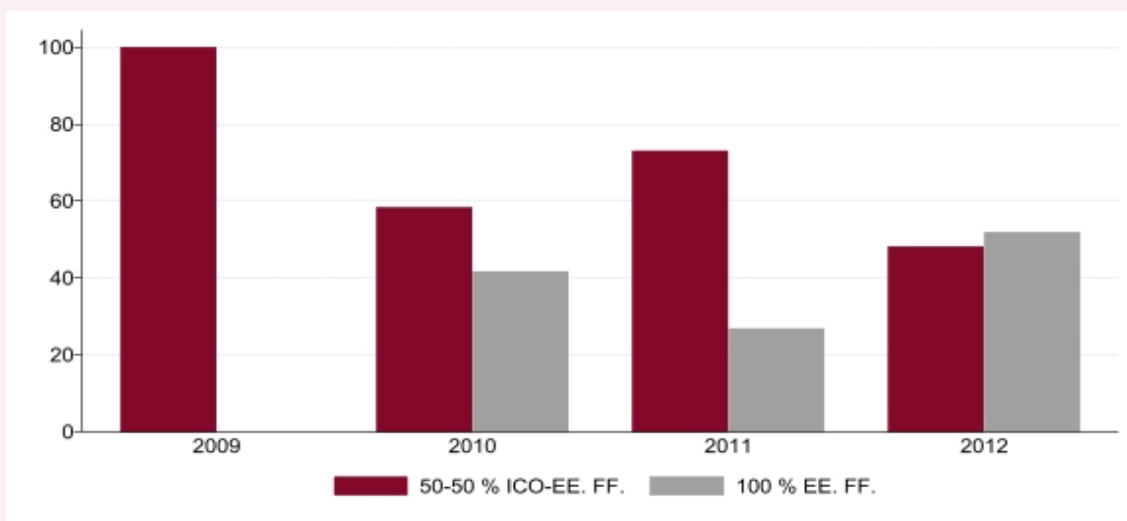
Donde d es el riesgo de fallido y c el coste de fondeo. Por tanto, **entidades con un bajo coste de fondeo $c \cong 0$ preferirán la modalidad de riesgo compartido al generarles mayor margen implícito que podrían dedicar a proveer préstamos a empresas menos solventes que de no haber existido esta modalidad no hubiesen sido beneficiarias.**

Los resultados evidencian que así fue:

- Existió un uso intensivo tanto de la modalidad riesgo compartido como la modalidad riesgo 100 % asumido por las entidades financieras (gráfico re_14.2). El importe de los préstamos tiende a ser menor en promedio para la modalidad de riesgo compartido en comparación con la modalidad riesgo 100 % asumido por las entidades financieras.

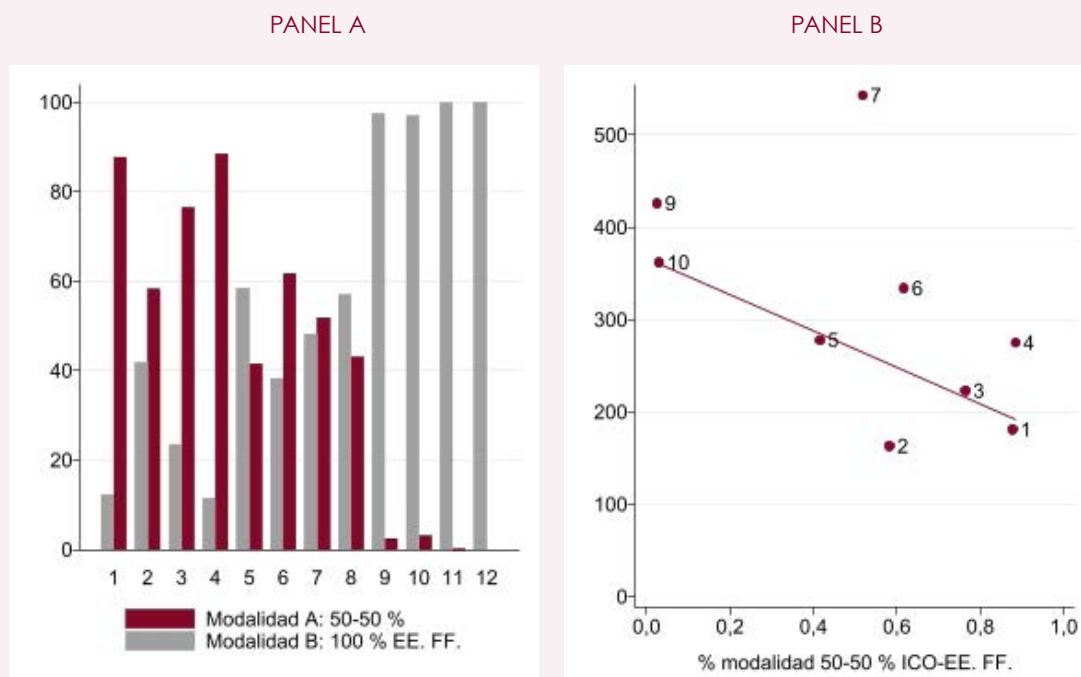
- Se observa un comportamiento heterogéneo en el uso de estas modalidades por parte de las entidades financieras principalmente en 2010 (gráfico re_14.3: Panel A). Así tal y como se esperaba, las entidades financieras con menor coste de fondeo (aproximado por el CDS), hicieron un mayor de la modalidad de riesgo compartido (gráfico re_14.3: Panel B).

GRÁFICO RE_14. 2. PORCENTAJE DE OPERACIONES EN MODALIDAD 50-50 % ICO-EE. FF. Y 100 % EE. FF.



Fuente: AIReF a partir de datos de entidades de instrumentos financieros.

GRÁFICO RE_14. 3. PANEL A: PORCENTAJE DE OPERACIONES EN MODALIDAD 50-50 % ICO-EE. FF. Y 100 % EE. FF. POR BANCOS CON MÁS DE 1.500 OPERACIONES EN LA LÍNEA LIQUIDEZ. PANEL B: CORRELACIÓN ENTRE MODALIDAD RIESGO COMPARTIDO Y CREDIT DEFAULT RISK (CDS). AÑO 2010



Fuente: AIReF con datos del ICO.

Combinando los datos de operaciones con la información de la Central de Balances del Banco de España se ha analizado el perfil de riesgo *ex ante* de las empresas beneficiarias a partir de sus cuentas anuales y su tasa de supervivencia (riesgo *ex post* o realizado) para verificar si efectivamente la modalidad de riesgo compartido alcanzó a empresas con un perfil de riesgo mayor. La utilización de una métrica de riesgo realizado pretende recoger aquellos factores del riesgo de crédito que no se reflejan en las cuentas anuales pero que son observables por el banco (por ejemplo, el historial crediticio).

El riesgo de solvencia a corto plazo *ex ante* se aproxima a través de una ratio dinámico que nos indica si la empresa genera suficiente tesorería a través de su actividad ordinaria para atender sus exigencias financieras. Por lo general, se considerará solvente a corto plazo a empresas que presenten un valor de esta ratio mayor a uno, ya que puede hacer frente a sus exigencias financieras con la tesorería procedente de su actividad ordinaria. Combinando la información de esta ratio con la del resultado ordinario neto se establece la siguiente tipología:

CUADRO RE_14. 3. RIESGO DE SOLVENCIA A CORTO PLAZO

	Ratio dinámico a corto plazo < 1	Ratio dinámico a corto plazo > 1
Resultado ordinario neto < 0	Existe riesgo solvencia muy elevado a corto y largo plazo	Existe riesgo solvencia muy elevado solo a largo plazo

Fuente: AIR^eF.

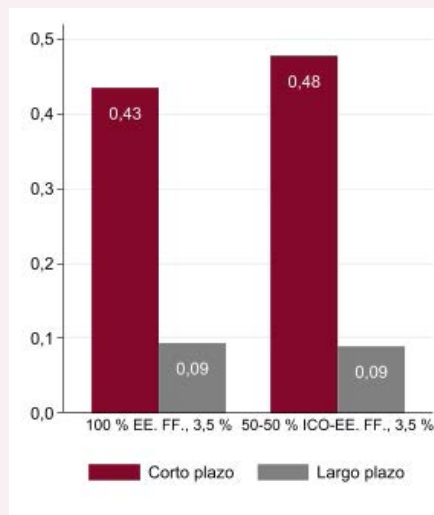
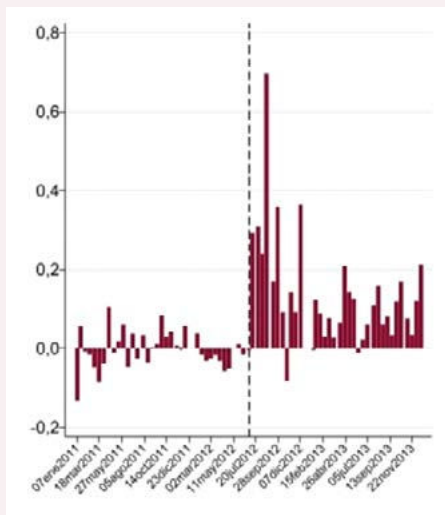
Para medir el riesgo *ex post*, se analizan las tasas de supervivencia de las empresas que utilizaron esta línea de mediación mediante un indicador de supervivencia que toma el valor uno si la empresa aparece en la Central dos años después del préstamo. La probabilidad de supervivencia se estima con un modelo *probit* controlando por sus características (por ejemplo, antigüedad, tamaño, sector, riesgo de solvencia, etc.).

Los resultados de este análisis muestran lo siguiente:

- Con el cierre de la modalidad de riesgo compartido se observa que la solvencia media de las empresas en líneas de mediación aumenta intensamente (gráfico re_14.4, panel A). Este resultado junto con la reducción en el número total de operaciones (gráfico re_14.1) **muestra que la línea alcanzó a un importante número de empresas que por su riesgo no hubieran accedido a los préstamos.**
- Se observa un **mayor riesgo ex ante de crédito a corto plazo de las empresas asignadas a la modalidad riesgo compartido** en comparación a empresas asignadas a la modalidad de riesgo 100 % asumido por las entidades financieras. Las expectativas de impago a largo plazo son menores que a corto plazo (gráfico re_14.4, panel B).
- **La tasa de supervivencia a dos años** (medida *ex post* del riesgo o riesgo realizado) **es menor en la modalidad riesgo compartido** (gráfico re_14.5, panel A). En la modalidad riesgo compartido, se observa que la tasa de supervivencia se reduce a medida que se incrementa el margen (máximo permitido), es decir, **para empresas consideradas como de más riesgo por el banco, la tasa de supervivencia es menor.** Especialmente relevante es la comparación entre operaciones a igualdad de tipos de interés, en la que **la tasa de supervivencia es claramente inferior para las operaciones a empresas en la modalidad de riesgo compartido.**
- La probabilidad de sobrevivir es mayor, en promedio, para las empresas con operaciones en modalidad de riesgo 100 % asumido por las entidades financieras (gráfico re_14.5, panel B).

GRÁFICO RE_14. 4. MEDIANA DE LA RATIO DINÁMICA A CORTO PLAZO POR QUINCENA. PERÍODO 2011-2013.

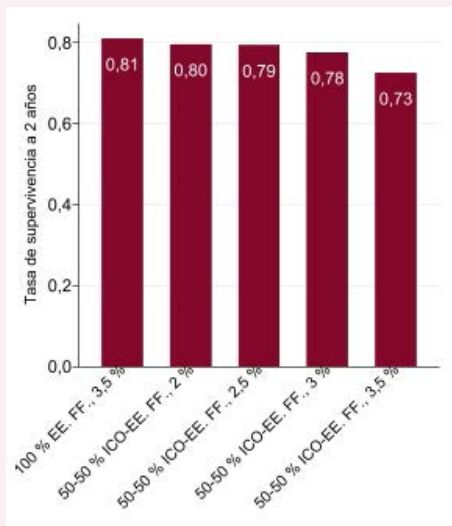
PANEL A. RATIO DINÁMICA A CORTO PLAZO PANEL B. RIESGO DE SOLVENCIA POR MODALIDAD



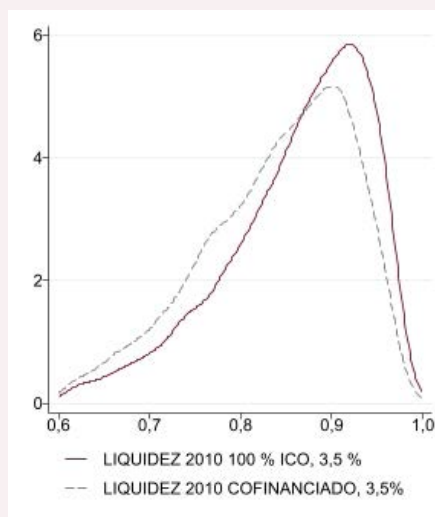
Fuente: AIReF con datos del ICO.

GRÁFICO RE_14. 5. TASA DE SUPERVIVENCIA Y MODELO DE PROBABILIDAD DE SUPERVIVENCIA POR MODALIDAD

PANEL A.
TASA DE SUPERVIVENCIA



PANEL B.
MODELO DE PROBABILIDAD DE SUPERVIVENCIA



Fuente: AIReF con datos del ICO.

En conclusión, la existencia de una línea con dos modalidades representa un caso interesante para el estudio del diseño de los instrumentos financieros. La decisión sobre quién asume el riesgo (ICO-entidades financieras) implica trade-offs. Por un lado, un modelo de riesgo compartido permitió el acceso a financiación a empresas más frágiles o que por sus características (por ejemplo, su tamaño) tenían un acceso más limitado al crédito. Por otro lado, los problemas de riesgo moral y selección adversa se podrían intensificar afectando a los resultados del ICO. La intención del gobierno al introducir la modalidad fue **utilizar los instrumentos financieros para contribuir a aliviar los problemas de liquidez de las empresas en un momento de contracción generalizada del crédito y de aumento de la aversión al riesgo, intentando minimizar el riesgo moral mediante la fórmula de cofinanciación del préstamo.**

En la práctica, no obstante, **esto seleccionaba en contra de los bancos percibidos como menos solventes**, pero no necesariamente de las empresas menos solventes. Los resultados de la modalidad de riesgo compartido se pueden considerar ambivalentes. Por un lado, aumentó significativamente el número de préstamos concedidos en un contexto de restricciones de crédito y además esta liquidez llegó a empresas que por su perfil de riesgo no podían acceder a otras modalidades. Por otra parte, este riesgo se tradujo en una mayor tasa de impagos. El mecanismo implantado para alinear los incentivos de las entidades financieras y el ICO mediante una fórmula de cofinanciación provocó que empresas potencialmente destinatarias quedaran fuera de la fórmula porque su banco no podía acceder a la línea por sus dificultades de financiación, en un contexto de fuerte restricción de liquidez, **discriminando, de facto, entre empresas de idéntico perfil de riesgo solo por el banco con el que trabajaban, lo que reveló algunos de los costes del modelo de mediación.**

En definitiva, el modelo de mediación es un modelo complejo en el que los intereses de los agentes, los problemas de información y las dificultades de coordinación y control son el contrapeso a las grandes ventajas de eficiencia y alcance que supone para el Estado.