

El crecimiento de las emisiones de *leveraged loans* (término en inglés referido a préstamos a empresas con un elevado grado de apalancamiento<sup>1</sup>) y de instrumentos de titulización con estos préstamos como subyacente, en particular, CLOs (*Collateralized Loan Obligations*, por sus siglas en inglés), así como la posible relajación de los estándares crediticios asociados a estos instrumentos han sido identificados como factores de riesgo relevantes para la estabilidad de los sistemas financieros de Europa y Estados Unidos por distintos reguladores<sup>2</sup>. El gráfico A muestra cómo el volumen global de las emisiones de *leveraged loans* es efectivamente notable en años recientes, con valores récord de emisión en 2017 superiores a 220 y 1.360 mm€ en Europa y Estados Unidos, respectivamente, y con solamente una ligera moderación de estos volúmenes en 2018 (las emisiones en Estados Unidos se mantienen de media en 6 veces el tamaño de las emisiones europeas en el período entre 2013 y 2018). Los datos agregados muestran también la importancia decreciente, tanto en Estados Unidos como en Europa, de la emisión de *high-yield bonds* (bonos con calificación por debajo del grado inversor) en relación a los *leveraged loans* proporcionados directamente por el sector bancario para financiar a las empresas con las estructuras financieras más apalancadas.

Las emisiones de CLOs en Europa se han triplicado de 2013 a 2018, mientras que en Estados Unidos han aumentado aproximadamente un 60 %, manteniendo sin embargo Estados Unidos en todos los años un volumen de emisión muy superior al de Europa (ver gráfico B). En cualquier caso, el aumento de las emisiones de CLOs<sup>3</sup> se sitúa en un contexto de recuperación

más amplia del mercado de titulaciones, ya que su peso relativo sobre el volumen total de CDOs (*Collateralized Debt Obligations*, por sus siglas en inglés, categoría más amplia de la que los CLOs representarían una fracción) ha disminuido en el final del periodo 2013-2018.

Más allá de la identificación de estas tendencias globales, el propósito de este Recuadro es analizar en mayor profundidad la evolución de la emisión de *leveraged loans* en Europa y la exposición de la banca española a sociedades no financieras apalancadas. Descomponiendo las emisiones de *leveraged loans* correspondientes a empresas europeas por la nacionalidad de su matriz de control (ver gráficos C y D), se observa como Reino Unido

- 1 No existe una definición única para *leveraged loan*, y la clasificación de un instrumento de deuda en esta categoría puede hacerse en función de *rating*, prima de riesgo, o medidas contables, tales como presentar una ratio de deuda sobre EBITDA superior a 6.
- 2 El BCE identificaba en su *Financial Stability Review* de mayo de 2018, Box 5: *Leveraged loans: a fast-growing high-yield market*, p.74-78, estos desarrollos como riesgos potenciales para la estabilidad financiera. La Reserva Federal en su *Financial Stability Report* de noviembre de 2018 identificaba también el aumento en 2017-2018 de la emisión de deuda de riesgo por empresas no financieras (*leveraged loans* y bonos de grado especulativo), p. 19-20, así como de CLOs, p. 28-29, y señalaba la elevada tolerancia al riesgo sobre la deuda de empresas no financieras como factor de vulnerabilidad.
- 3 Los instrumentos CLOs no contienen como único posible activo subyacente préstamos correspondientes a la categoría de *leveraged loans*, pero representan la mejor aproximación al volumen de titulaciones vinculadas a estos préstamos.

Gráfico A  
EMISIÓN DE LEVERAGED LOANS Y HIGH-YIELD BONDS (a)

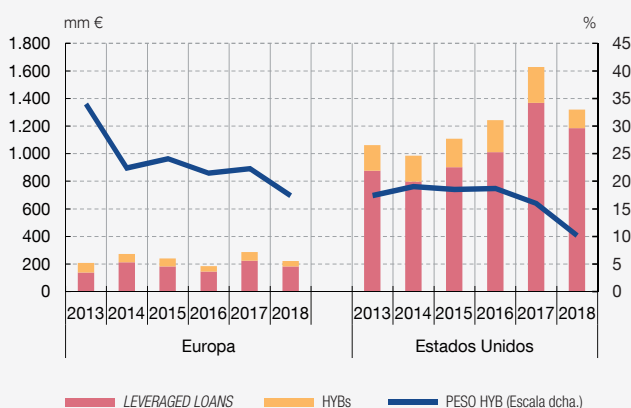
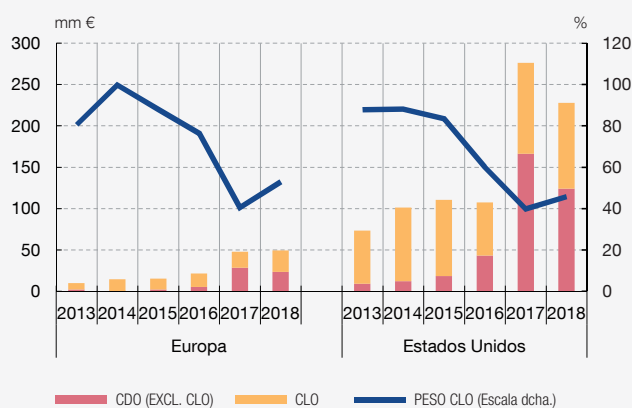


Gráfico B  
EMISIÓN DE CDO/CLO (b)



FUENTES: Thomson Reuters, Dealogic, SIFMA-AFME, SIFMA, Datastream y Thomson Reuters Leveraged Loan Monthly - March 2018 and Year End 2018, Reuters Bond News November 2018.

- a La definición de *leveraged loan* se corresponde con préstamos sindicados que se califican como apalancados o altamente apalancados por Thomson Reuters en base a una lista de criterios de calidad crediticia. La definición de *high-yield bond* se corresponde con bonos clasificados por debajo del grado inversor en la base de datos de emisiones de Dealogic. Las emisiones europeas se corresponden a deudores para los que la nacionalidad de su matriz se corresponde a las mayores economías europeas (Alemania, Reino Unido, Francia, Italia, y España). Los datos de emisiones de Thomson Reuters que aparecen en dólares se convierten a euros usando el tipo de cambio euro dólar correspondiente al día de la emisión.
- b Los datos de SIFMA de emisiones de titulaciones CDOs y CLOs, así como los datos de emisiones de CLOs en Estados Unidos de Thomson Reuters reportadas en dólares se convierten cada año al tipo medio euro dólar correspondiente. Los datos de emisión de CLOs de Europa para 2018 corresponden al periodo Enero-Noviembre.

Gráfico C  
FLUJO DE EMISIONES DE *LEVERAGED LOANS* POR PAÍS DEL PRESTATARIO (a)

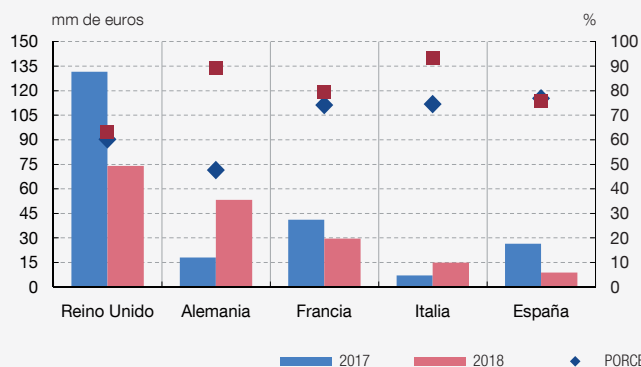
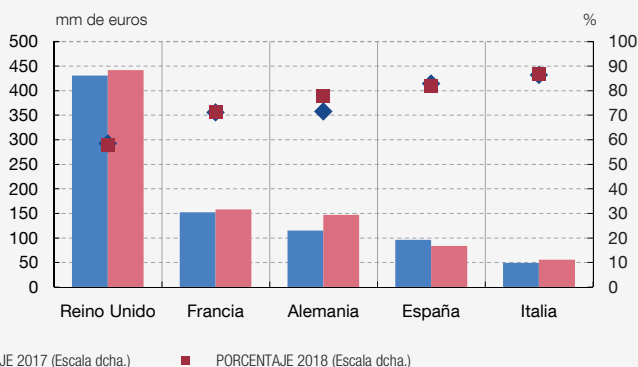


Gráfico D  
STOCK DE EMISIONES DE *LEVERAGED LOANS* POR PAÍS DEL PRESTATARIO (a)



FUENTE: Thomson Reuters.

a El gráfico de flujo de emisiones considera los préstamos con fecha de acuerdo en 2017 y 2018. El *stock* de emisiones en un año dado considera todas las emisiones con fecha de acuerdo hasta diciembre de ese año y fecha de vencimiento del préstamo posterior a diciembre de ese año, esto es, considera el saldo de emisiones vivas. Porcentaje 2017 y 2018 indican la proporción de las emisiones vinculadas a prestatarios de un país en las que intervienen bancos del mismo país (entidades significativas que participan en el último ejercicio de transparencia de la ABE) en capacidad de agentes Tier 1 del sindicato de bancos que proporciona el préstamo. El país del prestatario se identifica con el país de residencia de su compañía matriz última.

lidera las emisiones de *leveraged loans* tanto en 2017 (131 mm€) como 2018 (74 mm€), aunque en este segundo año su diferencia con el segundo país por emisiones (Alemania con 53 mm€) se estrecha considerablemente. Las emisiones correspondientes a empresas con la matriz del grupo radicada en España presentan volúmenes mucho más reducidos (26 mm€ en 2017 y menos de 10 mm€ en 2018) y se presentan a la cola de otros países (ver gráfico C). En todos los países considerados, se observa un elevado porcentaje de emisiones en las que participan bancos significativos (identificados como participantes del ejercicio de transparencia de la Autoridad Bancaria Europea (ABE) para cada país del estudio) con el mismo país de residencia que la matriz de los prestatarios. Este porcentaje supera el 70% en ambos años en Francia, España, e Italia, país que presenta el mayor porcentaje de participación nacional<sup>4</sup>.

El análisis del *stock* total de emisiones vivas de *leveraged loans* a diciembre de 2017 y 2018 (ver gráfico D) ofrece conclusiones similares al análisis de flujos, de nuevo con Reino Unido como el país de residencia más frecuente de los grupos que emiten *leveraged loans* (con 441 mm€ en 2018), y a distancia significativa del segundo país (Francia con 158 mm€ en 2018). El tamaño relativo de las emisiones correspondientes a prestatarios españoles excede al de los italianos al considerar el total de emisiones (83,3 mm€ frente a 53,3 mm€ en 2018).

La emisión de *leveraged loans* se clasifica comúnmente como un subsegmento del mercado más amplio de préstamos bancarios sindicados, que no solamente se extienden a empresas con consideración de altamente apalancadas<sup>5</sup>. De todas formas, la exposición a préstamos sindicados de los bancos europeos (ver gráfico E) representa otra aproximación útil, al representar una cota máxima, a la exposición a *leveraged loans*. La exposición

de los bancos del área del euro a préstamos sindicados a empresas no financieras no ha variado de forma significativa en el periodo 2012-2018, pero existen importantes diferencias entre países. El crecimiento acumulado de estos préstamos sindicados para el periodo 2012-2018 es de aproximadamente el 16% en Alemania y del 30% en Francia, con claras expansiones desde 2014 y 2016 respectivamente. Por el contrario, España e Italia presentan caídas acumuladas de aproximadamente el 22%.

En 2018, la exposición a préstamos sindicados, a nivel europeo (media UE), representaba aproximadamente el 13,2% del total de exposiciones de crédito a empresas no financieras, 1,3 pp mayor que el porcentaje observado en 2012 (ver gráfico F). La evolución de esta ratio ha sido bastante distinta entre países, con un patrón en U para Alemania, Italia y Francia, retornando los dos primeros en 2018 al porcentaje observado en 2012, mientras que el tercero presenta un cierto aumento. Por el contrario, España presenta un claro patrón ascendente y la importancia relativa de los créditos sindicados pasa del 11,9% en 2012 al 17,1% en 2018. Este hecho, unido al descenso absoluto en el nivel de préstamos sindicados en los bancos españoles observado en el gráfico E indica que la reducción del volumen de este tipo de préstamos de los bancos españoles, ha sido menor que en el conjunto del crédito a empresas no financieras.

4 Con los datos disponibles, solo es posible identificar la participación de bancos nacionales en las operaciones de préstamos sindicados marcadas como *leveraged loans* en Thomson Reuters pero no la cantidad de riesgo asumido.

5 Thomson Reuters incluye en su lista de *leveraged loans* a aquellos préstamos sindicados que se califican como apalancados o altamente apalancados en base a una lista de criterios de calidad crediticia.

Gráfico E  
PRÉSTAMOS SINDICADOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS

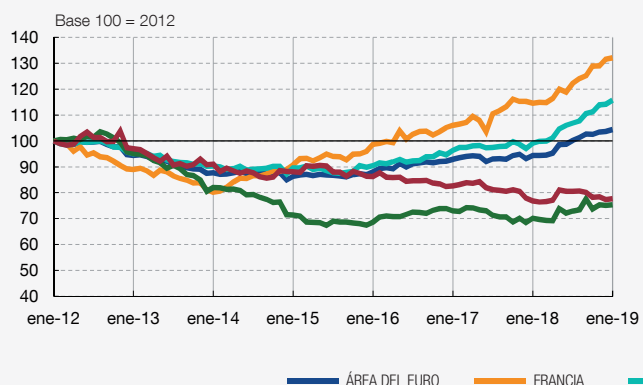
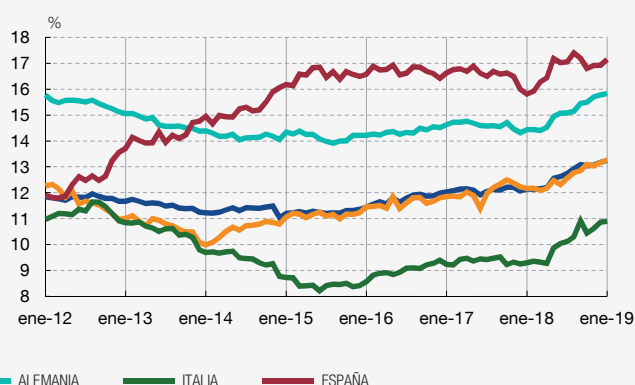


Gráfico F  
PRÉSTAMOS SINDICADOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
En porcentaje sobre préstamos a sociedades no financieras



FUENTE: Banco Central Europeo.

Gráfico G  
DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO DEUDA-ACTIVO POR RIESGO DISPUESTO  
EN PRÉSTAMOS SINDICADOS (a)  
Diciembre 2018

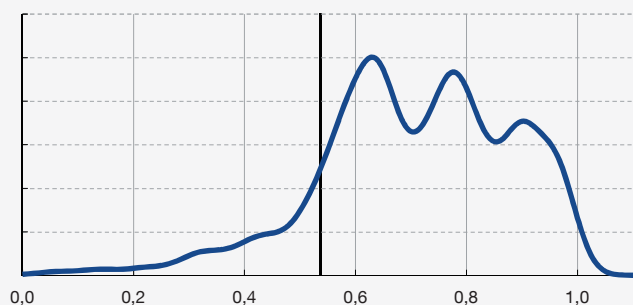
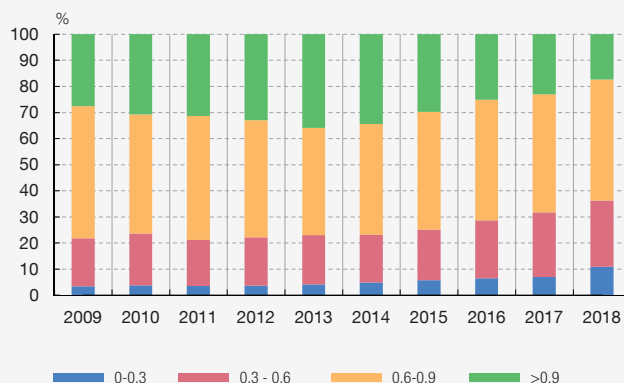


Gráfico H  
PORCENTAJE DE VOLUMEN DISPUESTO POR BUCKETS DE RATIO DE DEUDA  
GRANDES EMPRESAS (b)



FUENTE: Banco de España.

- a El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de la ratio de deuda (total de deuda a largo y corto plazo sobre total activo) para las empresas con préstamos sindicados de las entidades de depósito españolas, ponderada por el importe de crédito en CIRBE en diciembre de 2018 correspondiente a cada categoría de esta ratio. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador *kernel*, que posibilita una estimación no paramétrica de la función de densidad, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función. La línea vertical indica la mediana de la ratio de deuda medida para el conjunto de grandes empresas en la Central de Balances del Banco de España (CBBE) a la última fecha disponible.
- b La distribución de este gráfico se obtiene mediante el cruce de los datos de CBBE, seleccionando aquellas entidades que satisfacen a nivel individual los requisitos para ser clasificada como gran empresa en términos de número de empleados, ventas o total activo de acuerdo al Reglamento de la UE 651/2014, con CIRBE. Los datos de CBBE se utilizan para clasificar a las empresas por su ratio de deuda y los datos de CIRBE proporcionan el volumen de exposición dispuesto de los bancos españoles a cada una de estas categorías. El año indicado en el gráfico se refiere a la medición del dispuesto en CIRBE (e.g., 2018), con la clasificación por ratios de deuda correspondiente al diciembre anterior (e.g. 2017).

A pesar de que no todo el volumen de préstamos sindicados es concedido a empresas altamente apalancadas, se observa que la distribución de la ratio de deuda (total de deuda a corto y largo plazo sobre total activo) por volumen de este tipo de préstamos en las entidades de depósito españolas se concentra en valores relativamente altos de la ratio en diciembre de 2018 (gráfico G).

La observación de que la actividad sobre *leveraged loans* y titulizaciones asociadas se concentra en Estados Unidos y, dentro de Europa, en Reino Unido, no significa que la proliferación de estos instrumentos no suponga un cierto riesgo para el sistema financiero español. La asunción de riesgos en Europa y Estados Unidos a través de *leveraged loans* afecta a la sensibilidad global a posibles *shocks* sobre la revisión de las

primas de riesgo exigidas o la posición financiera de las empresas, y las perturbaciones originadas en otros sistemas pueden ser transmitidas a través de canales comerciales y financieros.

Adicionalmente, la importancia relativa de las exposiciones a préstamos sindicados para las entidades bancarias españolas en relación al conjunto del crédito a sociedades no financieras no es menor que en otros países europeos como se ha mostrado en el gráfico F.

Finalmente, se analiza la exposición de las entidades de depósito españolas al apalancamiento de grandes empresas en el conjunto del crédito concedido a éstas, más allá del segmento de préstamos sindicados, que a pesar de ser una categoría de riesgo relevante, podría no cubrir todas las

exposiciones a empresas altamente apalancadas. Desde 2009, el cruce de la información de la Central de Balances (CBBE) y la Central de Información de Riesgos (CIR) del Banco de España, muestra una menor exposición en el crédito a las empresas más apalancadas (ver gráfico H), si bien el peso de éstas en el conjunto del crédito a grandes empresas en 2018 no es despreciable. En concreto, el peso del crédito a empresas con ratio de deuda en las categorías entre 0,6 y 0,9 y superior a 0,9 ha pasado respectivamente del 51% y 28% en 2009, al 46% y 17% en 2018. La exposición a empresas menos apalancadas mitiga los riesgos para la estabilidad del sistema, si bien la distribución de apalancamiento observada indica que la capacidad de pago de alguna empresas de este segmento podría ser sensible al deterioro de las condiciones macrofinancieras como resultado de la cristalización de los riesgos identificados en este IEF.