

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

4/2019

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

PRÉSTAMOS CORPORATIVOS APALANCADOS:
DEFINICIÓN Y EVOLUCIÓN DEL MERCADO

Carlos González Pedraz

RESUMEN

En la última década, el volumen de préstamos corporativos apalancados (*leveraged loans*) ha crecido hasta alcanzar niveles máximos desde el final de la crisis. En el caso de España, este crecimiento ha sido más contenido, con un volumen del 5% del total para Europa durante el período 2016-2018.

Las condiciones contractuales de los préstamos apalancados son ahora menos restrictivas y gran parte de estos se distribuye entre inversores institucionales de todo el mundo en forma de obligaciones garantizadas (o CLO, por sus siglas en inglés).

Este modelo de originar para distribuir plantea potenciales riesgos para el sistema financiero. En caso de un deterioro del ciclo económico, las pérdidas en este mercado podrían ser significativas, en especial por la relajación en las protecciones al inversor. Además, debido a su relevancia como fuente de financiación corporativa, un aumento en los incumplimientos tendría efectos negativos en la economía real.

Palabras clave: préstamos apalancados, CLO, préstamos sindicados.

Códigos JEL: G23, G15, G32.

Este artículo ha sido elaborado por Carlos González Pedraz, de la Dirección General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago¹.

Introducción

Los préstamos apalancados (*leveraged loans*) son préstamos sindicados concedidos a empresas con un perfil alto de riesgo de crédito. Los préstamos sindicados surgieron en la década de 1980 con el auge de las compras de empresas en Estados Unidos. Al tratarse de un único préstamo con unas únicas condiciones, pero concedido por un grupo de prestamistas (sindicato), son menos costosos para el prestatario y más eficientes de administrar que los préstamos bilaterales.

La clasificación de un préstamo sindicado como apalancado varía según el participante del mercado y la fuente de los datos. En general, los criterios están basados en la calificación crediticia y en el diferencial de tipos de interés del préstamo². En igualdad de condiciones, un prestatario con un alto endeudamiento tendrá peores calificaciones crediticias o se le requerirán mayores diferenciales de tipos.

En la estructura de capital, los préstamos apalancados son deuda sénior garantizada, respaldada por el total de los activos del prestatario y también por activos específicos. Otra característica relevante de estos préstamos es la inclusión en los contratos de ciertos requerimientos (*covenants*) para controlar la estructura financiera del prestatario y evitar que esta se deteriore a lo largo de la vida del crédito, reforzando así la posición de los prestamistas.

Tras la crisis financiera y en un contexto de tipos bajos, muchos inversores institucionales han encontrado en los préstamos apalancados una oportunidad para conseguir rentabilidades más altas³. En este contexto de incremento de

1 El autor agradece los comentarios de J. Ayuso, Á. Estrada, J. Ibáñez, R. Gimeno, E. González, A. van Rixtel, E. Rodríguez de Codes y F. Sáez, y el apoyo técnico de R. Pascual. Los posibles errores restantes son responsabilidad exclusiva del autor.

2 Normalmente, se clasifica un préstamo como apalancado si el *rating* está por debajo del grado de inversión (inferior a BBB-) o si el diferencial con respecto al tipo de referencia está por encima de 150-175 puntos básicos. Estos umbrales pueden variar ligeramente según la fuente.

3 Véase B. Gruic, A. van Rixtel y J. Sobrun (2014), «Signs of recovery in structured finance and leveraged loan markets», *BIS Quarterly Review*, diciembre.

demanda inversora, las empresas con más riesgo de crédito han encontrado una vía menos costosa de obtener financiación. Además, muchos de estos préstamos apalancados se han titulizado y distribuido en forma de obligaciones garantizadas (CLO: *collateralized loan obligations*). El aumento de esta operativa ha venido acompañado de una cierta relajación de los requerimientos de los contratos, incrementándose la concesión de préstamos con *covenants* menos restrictivos (préstamos *covenant-lite*). Así, en 2017 y 2018, el volumen originado de préstamos apalancados —en particular, *covenant-lite*— alcanzó niveles récord, por encima del billón de dólares anuales.

El crecimiento de los préstamos *covenant-lite* y el potencial problema de incentivos asociado al modelo de originar para distribuir, que tan determinante resultó en la detonación de la pasada crisis financiera, aconsejan analizar este mercado y los posibles riesgos que puede suponer para la estabilidad financiera. El presente documento tiene como objetivo contribuir a mejorar el conocimiento sobre la evolución de este tipo de deuda corporativa. En particular, se centrará en las principales características del mercado de préstamos apalancados y en sus desarrollos en Estados Unidos y en Europa, detallando finalmente la situación del mercado en España.

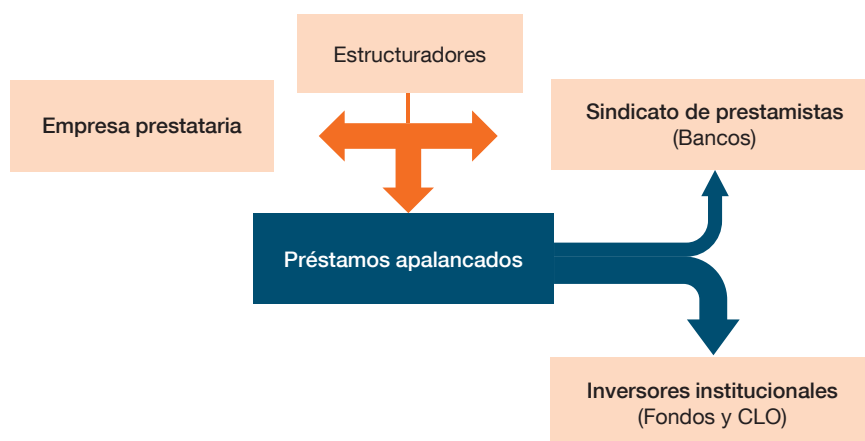
Estructura y principales características

Los préstamos apalancados están estructurados y administrados por uno o por varios bancos (estructuradores), que se encargan de encontrar financiación y gestionar la formalización del contrato y sus condiciones. Los estructuradores normalmente analizan el mercado para conocer el apetito potencial por el préstamo y el diferencial de tipos que haría atractiva la operación para los posibles prestamistas⁴.

La financiación se canaliza a través de bancos e instituciones financieras que no suelen mantener los préstamos en balance, sino que los distribuyen entre inversores institucionales, como aseguradoras, fondos de crédito, fondos de inversión alternativa, planes de pensiones y CLO. Estos últimos se estructuran mediante sociedades instrumentales que empaquetan los préstamos y emiten obligaciones garantizadas en tramos con distintas calificaciones crediticias, incluyendo emisiones con los mejores *ratings* (AAA)⁵.

4 Véanse Leveraged Commentary & Data (2018), *LCD Loan Market Primer*, S&P Global Market Intelligence, Nueva York, y S. J. Antozak, D. J. Lucas y F. J. Fabozzi (2009), *Leveraged Finance: Concepts, Methods, and Trading of High-Yield Bonds, Loans, and Derivatives*, John Wiley & Sons, Nueva York.

5 Véase S. Criado y A. van Rixtel (2008), *La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: introducción general*, Documentos Ocasionales, n.º 0808, Banco de España.



FUENTE: Elaboración propia.

Los préstamos apalancados están compuestos por distintos tipos de créditos o pólizas, dependiendo de quién vaya a ser el tenedor final de ese tramo. Así, los tramos dirigidos históricamente a bancos —denominados *prorrata*, porque se sindicaban para ser distribuidos proporcionalmente entre las entidades participantes— están compuestos por facilidades de crédito renovables y por préstamos a plazo con amortizaciones predefinidas del capital (llamados TLA, *term loans A*). Por otro lado, los tramos dirigidos a inversores institucionales están formados por préstamos a plazo cuyo principal, a diferencia de los TLA, amortiza solo a vencimiento y se denominan TLB (*term loans B*), TLC, etc.

En los últimos años, los tramos institucionales se han diferenciado de los tramos *prorrata*, especialmente, por la relajación de algunas de las cláusulas que tradicionalmente sí incluían los contratos de los préstamos apalancados para controlar periódicamente el desempeño financiero del prestatario (*maintenance covenants*) y así disminuir los riesgos de una posible quiebra. Estos préstamos *covenant-lite*, con cláusulas menos restrictivas, no incluyen, por ejemplo, requerimientos trimestrales para los niveles mínimos de flujos de caja o los niveles máximos de apalancamiento; además, son más sencillos y rápidos de estructurar, lo que facilita su distribución posterior en forma de CLO.

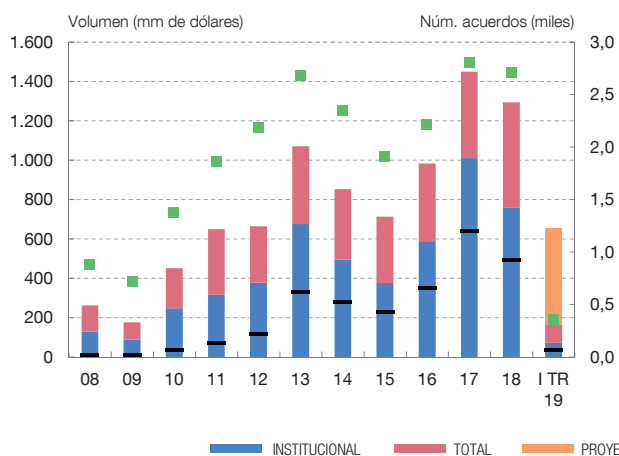
Evolución del mercado en Estados Unidos y en Europa

En Estados Unidos, el volumen total de originación de préstamos apalancados ascendió a cifras récord de 1,4 y 1,2 billones de dólares en 2017 y 2018, con un aumento del 180 % desde 2010 (véase gráfico 1.1, barra roja). En Europa, aunque el tamaño del mercado es mucho menor, el volumen total aumentó un 100 % desde

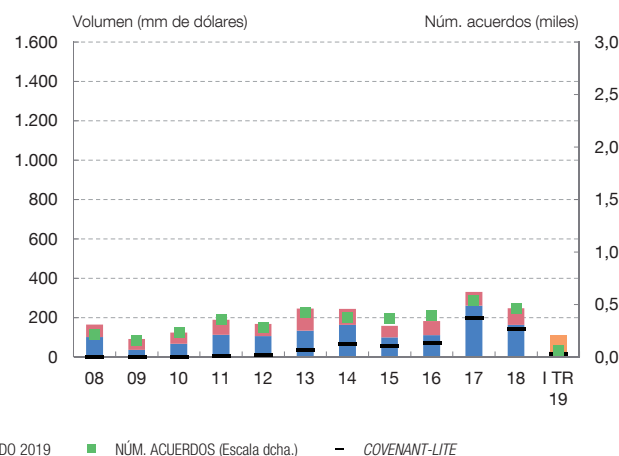
Gráfico 1

EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN Y TIPO DE PRÉSTAMOS

1 ESTADOS UNIDOS



2 EUROPA



FUENTE: Bloomberg.

2010, hasta los 0,25 billones en 2018 (véase gráfico 1.2). No obstante, la actividad en ambas regiones se ha ralentizado en el primer trimestre de 2019⁶.

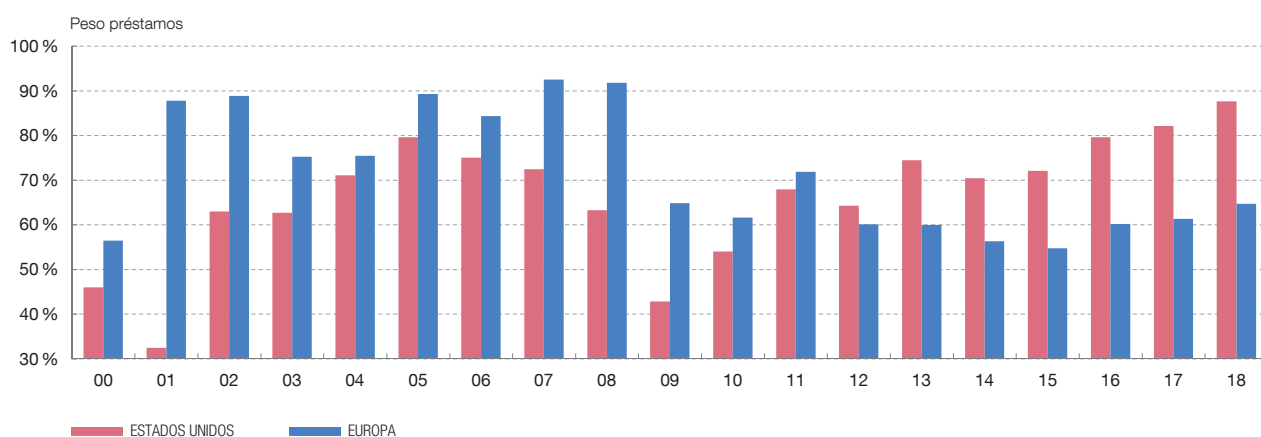
Dentro del total de préstamos, los *institucionales* han sido los que han experimentado un crecimiento mayor (véanse gráficos 1.1 y 1.2, barra azul). En 2017 y 2018, estos préstamos supusieron un 70 % y un 60 % del total de concesiones en Estados Unidos, y un 65 % y un 80 % en Europa. Paralelamente, se observa que el segmento *covenant-lite* ha pasado, de representar en Estados Unidos alrededor del 8 % en 2010, a alrededor del 40 %. En Europa, donde estas operaciones eran prácticamente inexistentes hasta 2012, supusieron el 57 % del volumen concedido en 2018 (véanse gráficos 1.1 y 1.2, líneas negras).

En Estados Unidos, la ratio de volumen de préstamos apalancados sobre la suma del volumen de bonos *high yield* a tipo fijo y préstamos apalancados ha ido creciendo desde 2009, cuando suponían menos del 50 % del volumen total, hasta 2018, cuando acabaron por encima del 85 %. En cambio, para Europa esta ratio se ha mantenido relativamente estable desde 2009 en alrededor del 60 % (véase gráfico 2).

Existe una relación entre la estructura de tipos de interés y el tipo de deuda que emplean las empresas de mayor riesgo. Desde la perspectiva del prestatario, hay

6 Para este análisis se han empleado datos de Bloomberg. Al tratarse de instrumentos que no se negocian en mercados organizados, los datos pueden variar entre proveedores; sin embargo, las tendencias del mercado resultan comparables. Otras fuentes consultadas como contraste fueron Leveraged Commentary & Data y Dealogic.

EVOLUCIÓN DEL PESO DE LOS PRÉSTAMOS APALANCADOS SOBRE EL TOTAL DE DEUDA HIGH YIELD



FUENTE: Bloomberg.

una mayor emisión de bonos a tipo fijo cuando existen expectativas de subidas de tipos de interés, y una tendencia a aumentar el uso de préstamos a tipo variable, tomando más riesgo de tipo de interés, si hay un aplanamiento de la curva (menor pendiente) por la expectativa de reducir el coste de la deuda (véase gráfico 3). A finales de 2018 hubo expectativas de subidas de tipos, lo cual podría explicar, en parte, la baja actividad del primer trimestre de 2019 (véase gráfico 1).

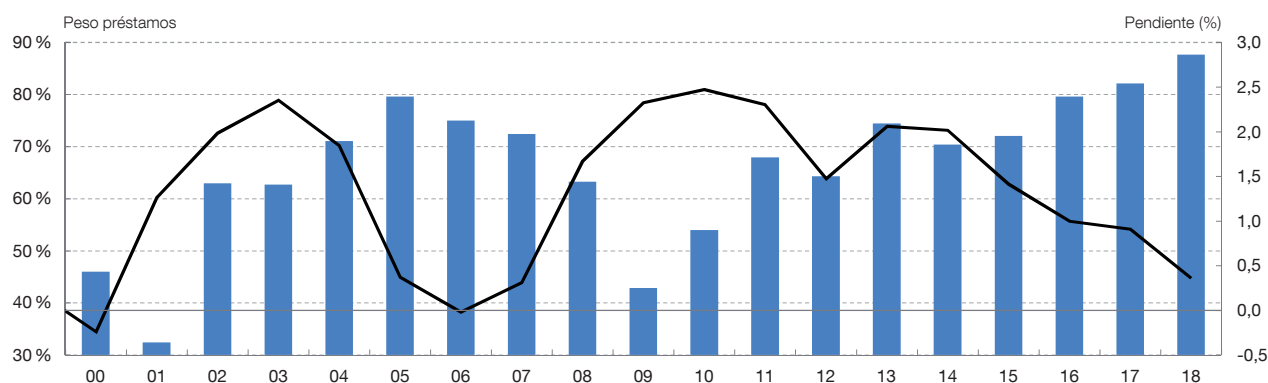
En los últimos años también se han dado pasos desde el punto de vista regulatorio. En Estados Unidos y en Europa se han desarrollado orientaciones para las entidades supervisadas sobre las operaciones admisibles de préstamos a empresas apalancadas. Esto ha llevado no tanto al freno de estos instrumentos, sino al desplazamiento de su tenencia hacia instituciones no bancarias⁷. En 2018, los reguladores estadounidenses optaron por limitar la obligatoriedad de estas orientaciones, facilitando de nuevo la financiación de estos préstamos⁸. Asimismo, también ha habido algunos cambios respecto al nivel de retención de riesgos de los CLO, pues desde febrero de 2018, tras una sentencia judicial, estos han quedado exentos de la regulación Dodd-Frank y los gestores no tienen que retener ya el 5% del riesgo de crédito de los activos que titilizan, mientras que en Europa sigue siendo obligatorio⁹.

7 Véase S. Kim, M. C. Plosser y J. A. C. Santos (2017), *Macroprudential Policy and the Revolving Door of Risk: Lessons from Leveraged Lending Guidance*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n.º 815.

8 En Estados Unidos, estas orientaciones se recogieron en 2013 en el boletín *Interagency Guidance on Leveraged Lending*; pero más tarde, en 2018, se limitó su obligatoriedad. En Europa, el Banco Central Europeo publicó en 2017 la orientación *Guidance on leveraged transactions*.

9 En la Unión Europea, estas decisiones sobre la retención de riesgos de los CLO se han englobado dentro de una regulación más amplia sobre las titulaciones de activos, dentro del plan de desarrollo para un mercado de capitales común (Reglamento UE 2017/2402).

PESOS DE LOS PRÉSTAMOS FRENTE A LA PENDIENTE DE LA CURVA DE TIPOS DE INTERÉS (a)



FUENTE: Bloomberg.

a La pendiente de la curva de tipos de interés (línea negra) se ha calculado como la media de los últimos doce meses del diferencial del tipo de interés a diez años y el tipo a dos años.

Observando la distribución de los saldos de los préstamos por tenedor, destaca la presencia mayoritaria de sociedades de propósito especial que gestionan CLO, y son titulares del 65 % del importe de los préstamos apalancados en Estados Unidos y del 78 % en el caso europeo. Además, dentro de los préstamos distribuidos a CLO, un porcentaje muy alto (el 82 % para Europa, el 67 % para Estados Unidos) corresponde a préstamos *covenant-lite* (véase gráfico 4).

Esta operativa de «generar para distribuir» aumenta la incertidumbre sobre el tamaño y la distribución de las exposiciones a estos préstamos entre las entidades financieras no bancarias y sobre las interconexiones entre estas instituciones y los bancos. A su vez, parte de las titulizaciones en forma de CLO son compradas por inversores fuera de las jurisdicciones donde se originaron. Según estimaciones recientes de la Reserva Federal, aproximadamente el 50 % de los tramos más sénior y con mejor *rating* (AAA) de nuevas emisiones de CLO está en manos de bancos estadounidenses y japoneses, estos últimos buscando rentabilidades más altas que las ofrecidas por su mercado interno. Por otro lado, gestores de fondos, compañías de seguros y otros inversores más especializados son los compradores más activos de los tramos inferiores y más arriesgados¹⁰.

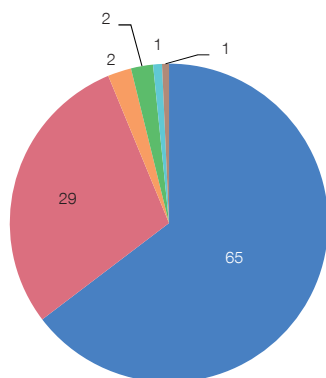
La relajación en las protecciones al inversor de los préstamos *covenant-lite* permite a las empresas prestatarias poder aumentar su apalancamiento y con ello las posibles pérdidas en caso de impago. De hecho, las tasas de recuperación en caso de impago han caído a un 69 %, desde valores medios anteriores a la crisis de un 82 %¹¹. De

10 Véanse Board of Governors of the Federal Reserve System (2019), *Financial Stability Report*, mayo, y A. Park (2019), *Those \$700B in US CLOs: Who holds them, what risk they pose*, S&P Global Market Intelligence.

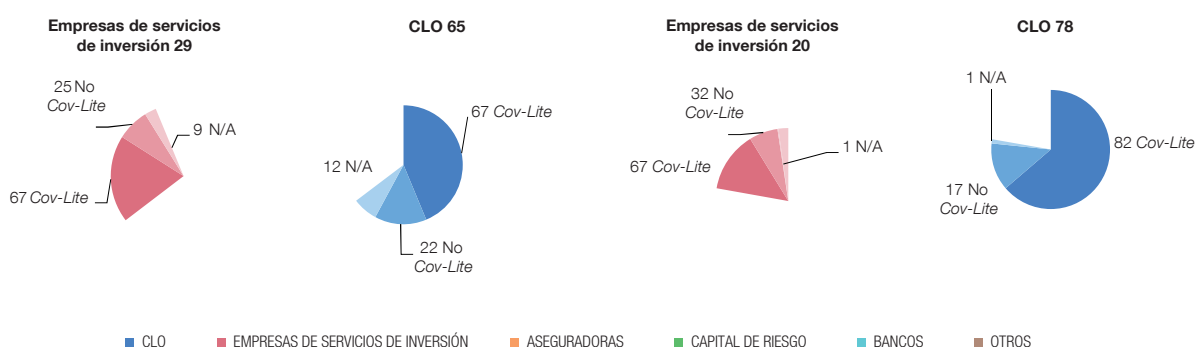
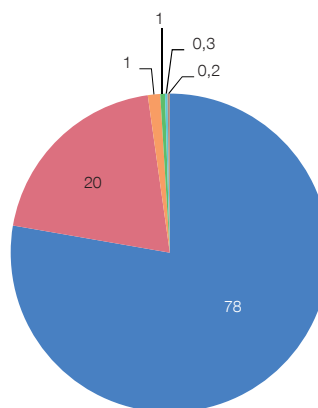
11 T. Adrian, F. Natalucci y T. Piontek (2018), «*Sounding the Alarm on Leveraged Lending*», IMF Blog.

DISTRIBUCIÓN DE SALDO VIVO POR TIPO DE SOCIEDAD DE GESTIÓN (%)

1 ESTADOS UNIDOS



2 EUROPA



FUENTE: Bloomberg. Fecha de análisis: 31.3.2019.

momento, las tasas de impago de los préstamos apalancados en Estados Unidos —el principal mercado— son bajas, aunque han aumentado ligeramente, desde un 2 % en 2017 hasta un 2,5 % en 2018¹².

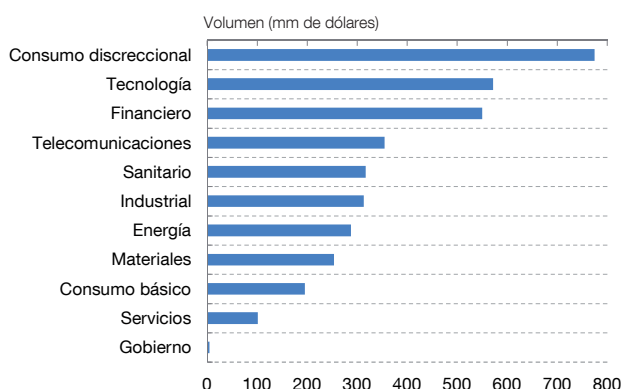
Analizando los préstamos entre 2016 y 2019, no se observa una alta concentración del crédito en sectores concretos, aunque destacan los préstamos a empresas de los sectores de bienes de consumo discretivos, tecnología, financiero, atención sanitaria y telecomunicaciones (véase gráfico 5).

Aunque por ahora las tasas de impago están contenidas en este mercado y el riesgo de concentración no es elevado, no se pueden descartar tensiones futuras ante una desaceleración de la actividad económica. Si hubiera un aumento de los incumplimientos, el coste de la deuda de empresas con alto riesgo de crédito se incrementaría y se reducirían sus posibilidades de refinanciación, amplificando la

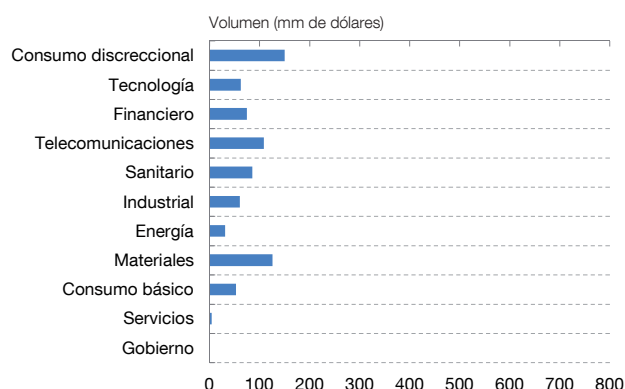
12 T. Goel (2018), «The rise of leveraged loans: a risky resurgence?», *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp. 10 y 11.

DISTRIBUCIÓN POR SECTOR PARA EL PERÍODO 2016-2018

1 ESTADOS UNIDOS



2 EUROPA



FUENTE: Bloomberg.

contracción económica. Además, muchos de los inversores expuestos a estos préstamos o a sus titulaciones, en caso de un deterioro de la calidad crediticia de estos instrumentos, podrían sufrir pérdidas significativas. Por estas razones, reguladores y organismos internacionales han comenzado a monitorizar los posibles riesgos asociados a la relajación de los *covenants* de los préstamos apalancados y al auge de la operativa de originar para distribuir¹³.

El mercado de préstamos apalancados en España

Las tendencias en el mercado de préstamos apalancados originados en España muestran ciertas diferencias con respecto a Estados Unidos y al conjunto de Europa. Para el período 2016-2018, de los 0,65 billones de dólares concedidos en Europa, solo un 5 % (32 mm de dólares) fue a empresas en España, muy por debajo del Reino Unido, que con un 18 % del volumen total (aproximadamente, 120 mm de dólares) fue el país más activo (véase gráfico 6).

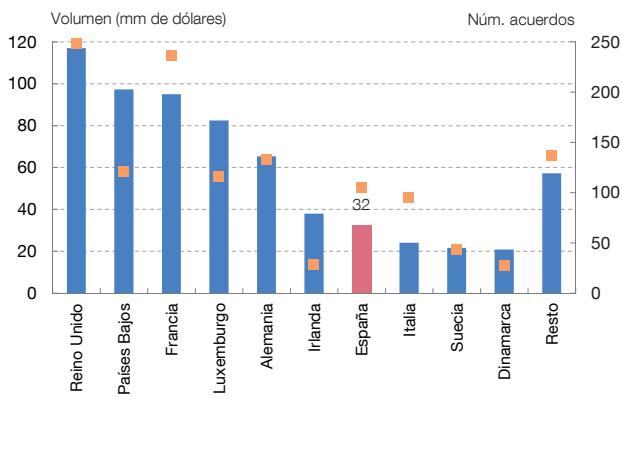
La evolución del volumen de operaciones en España desde 2008 muestra que la actividad de 2018 (11 mm de dólares) está algo por debajo de la media anual de los últimos diez años (alrededor de 15 mm de dólares). No obstante, en línea con el resto

13 Aparte de los ya citados, véanse, por ejemplo, «A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?», *Global Financial Stability Report*, FMI, octubre 2018, o M. Carney (2018), «True Finance – Ten years after the financial crisis», *Economic Club of New York*.

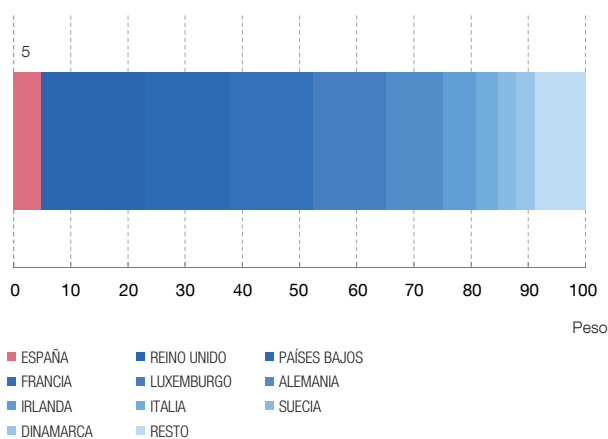
Gráfico 6

DISTRIBUCIÓN DEL VOLUMEN EN EUROPA POR PAÍS DEL PRESTATARIO PARA EL PERÍODO 2016-2018

1 VOLUMEN Y NÚMERO DE ACUERDOS



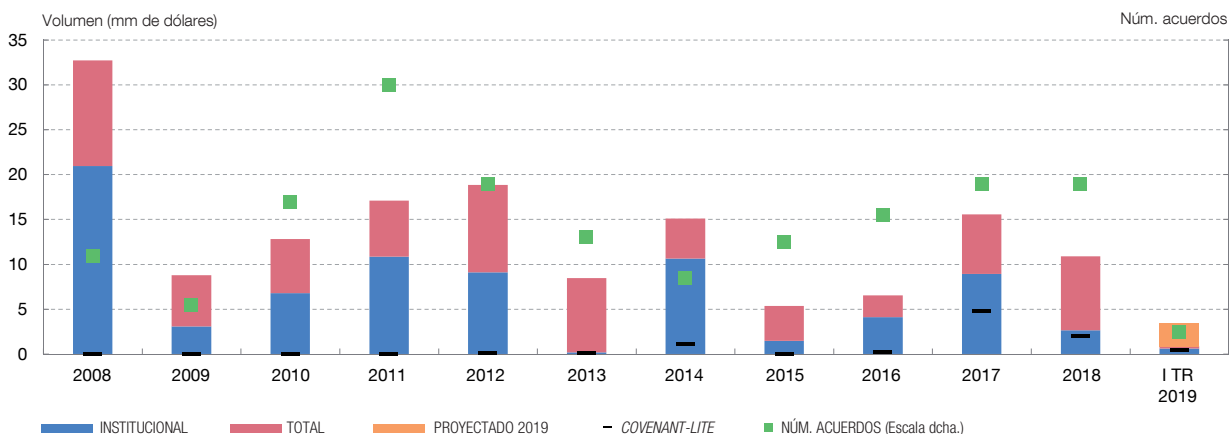
2 PESO (% SOBRE VOLUMEN TOTAL)



FUENTE: Bloomberg.

Gráfico 7

EVOLUCIÓN DEL MERCADO EN ESPAÑA



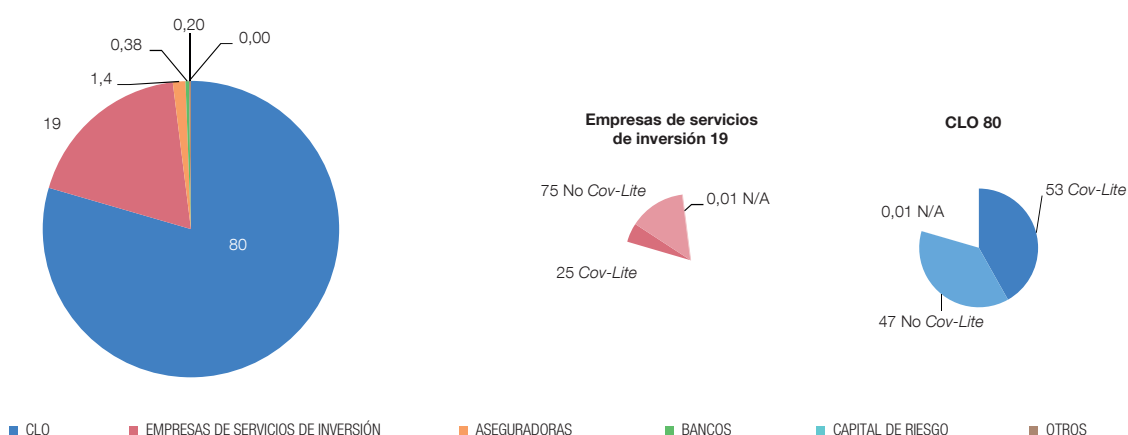
FUENTE: Bloomberg.

de Europa, se observa un aumento significativo del segmento *covenant-lite*, que ha pasado, de ser prácticamente inexistente hasta 2016, a suponer un 54 % del volumen total de los préstamos institucionales en 2017, y un 75 % en 2018 (véase gráfico 7).

En España, los CLO representan el 80 % de la inversión en préstamos apalancados y el 53 % de estos préstamos son de tipo *covenant-lite*, lo que está en línea con la actividad de titulización del resto de las jurisdicciones (véase gráfico 8). Además, no se observa una concentración alta en un sector específico en el período 2016-2018,

Gráfico 8

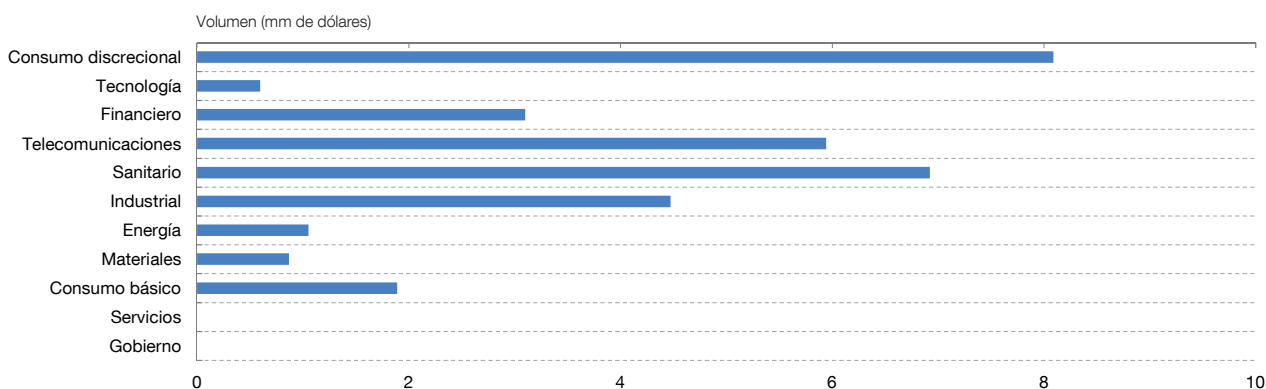
DISTRIBUCIÓN DEL SALDO EN ESPAÑA POR TIPO DE SOCIEDAD DE GESTIÓN (%)



FUENTE: Bloomberg.

Gráfico 9

DISTRIBUCIÓN POR SECTOR PARA ESPAÑA Y PARA EL PERÍODO 2016-2018



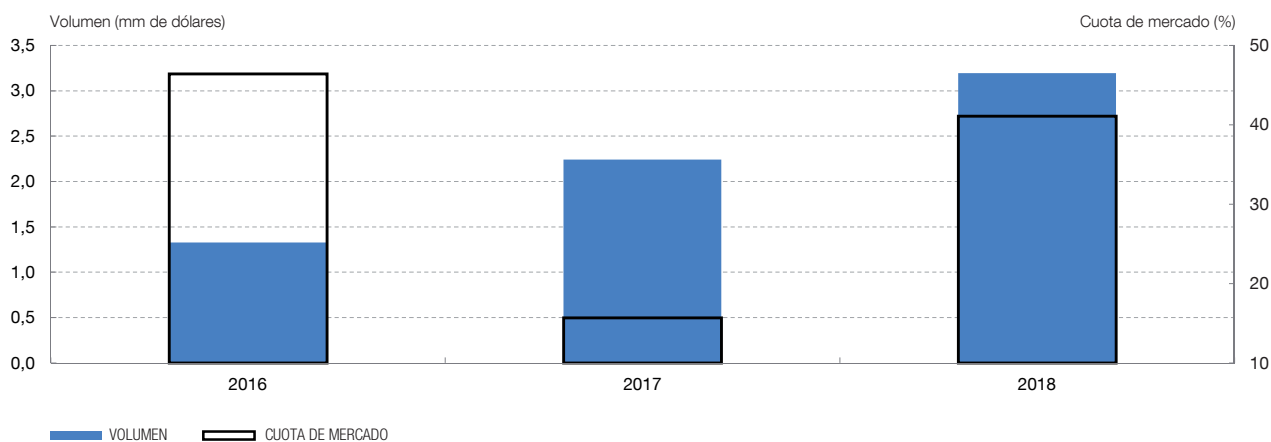
FUENTE: Bloomberg.

aunque destacan los préstamos a los sectores de consumo discrecional, sanitario y telecomunicaciones (véase gráfico 9).

Siguiendo el crecimiento de este mercado, las entidades españolas han estado involucradas como estructuradores principales (*bookrunners*) en un mayor volumen de operaciones en España desde 2016. Durante el período 2016-2018, la cuota de mercado de los bancos españoles se ha situado entre el 16 % y el 45 % del volumen total de los préstamos apalancados concedidos en España (véase gráfico 10). A pesar del aumento de esta actividad en términos de volumen concedido durante el período 2016-2018, el perfil de riesgo de los créditos concedidos a empresas se ha reducido significativamente desde la crisis, observándose un menor peso relativo

Gráfico 10

EVOLUCIÓN DE LOS BANCOS ESPAÑOLES COMO ESTRUCTURADORES PRINCIPALES PARA EL PERÍODO 2016-2018



FUENTE: Bloomberg.

de los prestatarios más apalancados dentro del conjunto del crédito corporativo concedido por las entidades españolas¹⁴.

Finalmente, aunque los volúmenes de originación de estos préstamos en Europa no sean preocupantes por el momento, resulta relevante hacer un seguimiento de los desarrollos futuros, especialmente en lo relativo a la operativa de originar para distribuir y a los potenciales efectos de correcciones bruscas en los precios sobre los inversores institucionales más expuestos.

10.10.2019.

¹⁴ Véase *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera 2019, Banco de España.