

LA EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES DE *LEVERAGED BUY OUT* Y SU FINANCIACIÓN:
POSIBLES IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

María-Cruz Manzano (*)

(*) María-Cruz Manzano pertenece a la Dirección General Adjunta de Supervisión del Banco de España. Este artículo se ha beneficiado de las discusiones mantenidas y del análisis realizado en la *Task Force on Private Equity*, organizada por el Eurosistema en el seno del *Committee on Banking Supervision*, y en el *Working Group on Private Equity*, organizado bajo el auspicio del *Committee on Global Financial System* del BIS. Asimismo, la autora agradece a Julio Segura, Mauricio Ruiz, Adrian Van Rixtel y Rosario Timermans los comentarios y el apoyo recibidos. Este artículo es responsabilidad exclusiva de la autora y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

La evolución de las operaciones de *Leveraged Buy Out* y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera

En este artículo se analiza la evolución de las operaciones de *Leveraged Buy Out* (*LBO*) en Europa y en Estados Unidos. La expansión de estas operaciones en los últimos años está relacionada con algunos factores especialmente importantes: a) la búsqueda de rentabilidades (*search for yield*) en un contexto de bajos tipos de interés y baja apreciación del riesgo; b) la expansión de los mercados de transferencia de riesgos, y c) la aparición de nuevos intermediarios, como los *hedge funds* y los *vehículos de Collateral Debt Obligations* (*CDOs*).

Los factores anteriores han contribuido, en general, a aumentar la liquidez de los mercados financieros, entendida como la facilidad para encontrar contraparte con un bajo coste, facilitando la financiación de operaciones fuertemente apalancadas.

Asimismo, en este artículo se describen la financiación típica de estas operaciones y las diferencias existentes entre Estados Unidos y Europa, analizando los riesgos que los agentes financieros, y en especial el sistema bancario, asumen por su participación en las mismas. Por otro lado, se intenta analizar cómo estas operaciones pueden potenciar los efectos de contagio entre mercados (riesgo sistémico), en el caso de un escenario adverso que afecte negativamente a la percepción del riesgo en los mercados financieros.

1 La actividad de capital riesgo: marco conceptual y factores determinantes

El negocio de capital riesgo y su evolución en los últimos años han estado fuertemente asociados al auge de las operaciones denominadas de *Leveraged Buy Out* (*LBO*), que consisten en la adquisición de empresas mediante un elevado grado de apalancamiento. La actividad asociada a este negocio se denomina *private equity*, que, en general, se define por la industria como inversión en títulos a través de un proceso negociado, incluyendo tanto operaciones de *venture capital* como *buy out*. Sin embargo, en la actualidad en numerosos ámbitos, como es el caso en este artículo, se restringe el concepto de *private equity* a las operaciones de *LBO*.

Las empresas adquiridas en una operación de *LBO* no suelen cotizar en bolsa o, en su caso, es frecuente que dejen de hacerlo, para pasar a ser gestionadas de forma más independiente. Las empresas objetivo de las operaciones de *LBO* son, generalmente, empresas familiares o empresas con planes de expansión que necesitan una reorganización y que presentan fuertes necesidades de financiación.

La organización y estructuración de la financiación de este tipo de operaciones se suelen realizar a través de fondos de capital riesgo, que actúan como patrocinadores. Los fondos de capital riesgo son entidades de capital riesgo¹, destinadas a la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras.

Los fondos de capital riesgo se pueden dividir en dos grandes grupos: los denominados *venture capital funds*, cuyo objetivo son empresas poco maduras que se encuentran en un estado muy primario de desarrollo, y los *buy out funds*, que se dedican a empresas ya establecidas y

1. Actualmente, estas entidades están reguladas en España por la Ley 25/2005, de entidades de capital riesgo. Estas entidades pueden adoptar dos formas jurídicas diferenciadas: las sociedades de capital riesgo (sociedades anónimas que actúan de forma autónoma y sin necesidad de contar con una entidad gestora) y los fondos de capital riesgo (patrimonios sin personalidad jurídica, cuya gestión necesita una entidad gestora). En la actualidad, los fondos dominan esta actividad.

más maduras, como, por ejemplo, empresas familiares que están en proceso de expansión, empresas que se quieren preparar para su cotización en bolsa o que quieren acometer proyectos de expansión y reorganización.

En la mayoría de las operaciones de *venture capital*, la financiación se obtiene mediante aportaciones de capital, mientras que las operaciones realizadas a través de los *buy out funds* tienen una estructura de financiación con un elevado apalancamiento, por lo que estas operaciones reciben la denominación de *Leveraged Buy Outs (LBOs)*.

En los últimos años, las operaciones de *LBO* han experimentado una fuerte expansión, en paralelo con el desarrollo de los mercados de transferencia de riesgo y con la negociación en los mercados secundarios de préstamos y deuda con un grado de riesgo elevado por el alto nivel de apalancamiento del acreditado.

La financiación mediante deuda o préstamos con elevado grado de riesgo recibe, en los mercados de crédito, el nombre de *Leveraged Finance*. Este tipo de financiación ha experimentado en los últimos años una fuerte expansión, en buena medida, gracias a la posibilidad de redistribución del riesgo en los mercados mediante los denominados «derivados de crédito» (*Credit Derivatives*), que, a su vez, han facilitado la adopción de nuevas estrategias de negocio por parte de algunos grupos bancarios, especialmente en Estados Unidos. Estas estrategias, que se engloban bajo el denominado *originate to distribute approach*, consisten en la concesión de financiación para la posterior transferencia de los riesgos a otros agentes y mercados. De esta forma, dicha financiación desaparece de los balances bancarios y pasa a manos de otros agentes que, en algunas ocasiones, movilizan, a su vez, dicha deuda mediante la emisión de nuevos pasivos que tienen como colateral la deuda que han comprado. Este es el caso, por ejemplo, de los *vehículos de Collateralised Debt Obligations (CDOs)*, que emiten deuda tomando como colateral la deuda adquirida.

Estos vehículos adquieren y «empaquetan» deuda de diferente calidad crediticia y proceden a su transformación en otros instrumentos de deuda. Este proceso de transformación de «una deuda en otra» implica cambios en los perfiles de riesgo y, por tanto, diferencias entre los *ratings* del colateral y los *ratings* de la nueva deuda emitida. Estos cambios suponen una ampliación del abanico de posibilidades de inversión, lo que mejora la accesibilidad a estos mercados de un conjunto más amplio de inversores. Como es sabido, estas son fundamentalmente las ventajas del desarrollo de los mercados de transferencia de riesgo que ha tenido lugar en los últimos años.

Los desarrollos mencionados han sido consecuencia tanto de factores estructurales como de factores coyunturales. Entre los primeros, se pueden citar los siguientes:

- i) El desarrollo de la tecnología financiera, que ha permitido ampliar el conjunto de combinaciones rentabilidad-riesgo a disposición de los inversores.
- ii) La tendencia a la homogeneización y/o estandarización de ciertas prácticas y operaciones, y la mejora de las infraestructuras existentes de los mercados financieros, y de los mecanismos de compensación y liquidación de operaciones.
- iii) La coordinación entre supervisores y reguladores, que ha contribuido, entre otros resultados, a una tendencia a la homogeneización en la normativa contable.

- iv) El desarrollo de una supervisión y de una regulación basadas más en códigos de conducta, y en principios, que en reglas.

Por su parte, entre los factores coyunturales hay que destacar:

- a) La larga fase del ciclo expansivo en las economías desarrolladas y la significativa mejoría de los desequilibrios internos en los países emergentes.
- b) La financiación de los desequilibrios globales de la economía, generados por el fuerte déficit estadounidense, y la absorción de los fondos procedentes de los países asiáticos y de los productores de petróleo en los mercados financieros internacionales.
- c) La mejora de las posiciones financieras de los hogares y de las empresas tras el deterioro sufrido a finales de los noventa.
- d) Unas condiciones de liquidez que pueden calificarse de holgadas: tipos de interés históricamente bajos, que, en un contexto de inflación baja, se han traducido en niveles igualmente reducidos del tipo de interés real, y crecimiento significativo de los agregados monetarios y crediticios.
- e) El mantenimiento, en general, de expectativas positivas sobre la duración de la fase expansiva cíclica de la economía, que se ha traducido en ajustes de duración corta y de magnitud no muy significativa ante los *shocks* negativos que han afectado a los mercados con anterioridad a la crisis de los préstamos *subprime* en Estados Unidos.

Los anteriores factores han contribuido de forma simultánea, y en una magnitud relativa difícil de precisar, a una significativa mejora de la accesibilidad de los agentes financieros a las fuentes de financiación, así como a unas mayores posibilidades de redistribución del riesgo entre mercados y agentes económicos, fenómenos claramente interrelacionados.

Durante los últimos años se ha producido un estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés de activos de diferente calidad crediticia (*spreads*), dada la baja apreciación del riesgo existente. Así, las primas de riesgo se han situado en niveles históricamente bajos y convergentes. A este respecto, conviene matizar que los *spreads* vienen determinados no solo por la calidad crediticia de los activos subyacentes, sino también por el apetito por el riesgo de los inversores. Este apetito depende de la aversión al riesgo y del entorno macroeconómico existente [véase Gai y Vause (2005)].

En este entorno, los inversores en los mercados financieros han formulado estrategias orientadas a obtener la mayor rentabilidad posible (*search-for-yield*), aumentando, así, de forma significativa, la facilidad para encontrar contraparte en los mercados financieros. Ello ha contribuido a hacer posible la financiación de las operaciones de *LBO*, cuyo crecimiento ha experimentado un fuerte desarrollo tanto en Estados Unidos como en Europa, después de su ralentización en el año 2000.

Las operaciones de *LBO* representan en torno a un 25%-30% del total de fusiones y adquisiciones que tienen lugar en el ámbito internacional. En el 2006, la distribución geográfica del volumen total de estas operaciones, según nacionalidad de las «empresas objetivo» (adquirida o absorbida), fue de forma aproximada (según datos procedentes de la base de datos de

Thomson-Financial) la siguiente: 48% en Estados Unidos, 35% en la UE, y en Australia y países asiáticos, del 8%.

El apalancamiento de las *LBOs* se instrumenta mediante el endeudamiento directo de la parte adquirente o a través, en un primer momento, de los fondos de capital riesgo que se encargan de gestionar y organizar la operación, sobre todo en el caso de sociedades no cotizadas, asumiendo, al final, la empresa adquirida todo el endeudamiento.

En relación con la disponibilidad de datos sobre las operaciones de *LBO*, hay que señalar que no existen bases de datos oficiales. Sin embargo, el auge de esta actividad y su influencia en la expansión de los mercados en los que se negocian instrumentos de deuda con un grado de riesgo elevado (*leveraged finance*) han hecho que distintos organismos monetarios y financieros, empresas de *rating*, bancos de inversión y distintos intermediarios financieros recopilen datos y realicen análisis de las operaciones de *LBO* y sus implicaciones sobre la estabilidad financiera [véanse, por ejemplo, FSA (2006), Deutsche Bundesbank (2007) y CNMV 2006]. Los principales obstáculos al análisis de las operaciones de *LBO*, su estructura de financiación, la tipología de sus principales inversores y su comparación internacional son la falta de datos y su heterogeneidad.

Dada la expansión de este negocio y la participación de los intermediarios financieros bancarios, el *Banking Supervision Committee* del Eurosistema realizó en el 2006 una encuesta de contenido cualitativo y cuantitativo a las entidades bancarias de mayor tamaño, normalmente las más activas en este negocio, para conocer la magnitud relativa de la implicación de la banca en este negocio y sus posibles implicaciones para la estabilidad financiera [véase BCE (2007)].

Los resultados de la encuesta mencionada confirman la creciente importancia de estas operaciones en la UE, la tendencia al aumento de su tamaño y su elevado nivel de apalancamiento. La exposición del total de bancos encuestados ascendía a 95 mm de euros en junio del 2006. La mayoría de los bancos encuestados parece participar en este negocio por la rentabilidad que ofrece este tipo de operaciones, tanto cuando actúan como colocadores de la deuda como cuando las mantienen en sus carteras.

Otros organismos, como, por ejemplo, la OCDE, también han realizado un análisis sobre las tendencias en el negocio de *private equity* [véase Blundell-Wignall (2007)]. En el seno del BIS (*Bank for International Settlements*), el *Committee on Global Financial System* está elaborando un análisis sobre la actividad internacional de *private equity*, su financiación y sus implicaciones para la estabilidad financiera, cuyos resultados está previsto que se publiquen en los primeros meses de 2008.

Los análisis realizados hasta el momento resaltan la importancia del crecimiento de las operaciones de *LBO*, especialmente, y por orden de importancia, en Estados Unidos, Reino Unido y Europa continental, y, más recientemente, en Japón y Asia. Según algunas fuentes, el volumen de operaciones de *LBO* en el año 2006 alcanzó los 650 mm de dólares y la actividad se repartió de forma bastante equilibrada entre Estados Unidos y la UE.

El número y el tamaño medio por operación han tendido también a aumentar en los últimos años, tanto en Estados Unidos como en Europa. En Estados Unidos el tamaño medio por operación en 2006 se situaba por encima de los 600 millones de dólares y en Europa en torno a los 400 millones de dólares, mientras que el número de operaciones ha sido, en los últimos dos años, mayor en Europa que en Estados Unidos.

La actividad de los fondos de capital riesgo estadounidenses en Europa se considera uno de los factores que han influido en la expansión de este negocio en el espacio europeo. Estas firmas han mostrado su interés en compañías europeas y han captado financiación en los mercados europeos.

A pesar de este crecimiento, según datos disponibles para 2004, el valor de las operaciones de *private equity* completadas no suponía en ningún país más allá del 8% del PIB, porcentaje que casi se alcanza en el caso de Reino Unido, situándose en Estados Unidos alrededor del 3% y en la UE alrededor del 5% [véase Blundell-Wignall (2007)].

Las operaciones de *LBO* han estado asociadas en los últimos años a la obtención de tasas de rentabilidad elevadas, en tanto en cuanto existían oportunidades de inversión muy atractivas, que, por otra parte, y según algunas opiniones [véase Blundell-Wignall (2007)], han resultado insuficientes, en algunos casos, para todos los recursos financieros dispuestos a entrar en esta actividad. Dicha abundancia de fondos buscando posibilidades de inversión ha sido, entre otras, una de las motivaciones de la expansión de esta actividad en Europa de la mano de fondos de capital riesgo estadounidenses. Por otra parte, según la información disponible, y como destaca el informe de la OCDE citado, parece que las operaciones de *secondary leveraged buy out* (traspaso de empresas de un fondo de capital riesgo a otro) han contribuido en cierta forma a engrosar el volumen de operaciones que se ha llevado a cabo en el pasado más reciente. Así, aunque no existen fuentes de información precisas, parece que, mientras que en Estados Unidos, en el período 1988-2000, solo alrededor de un 1% del volumen de las nuevas operaciones de *LBO* correspondía a traspasos entre firmas de capital riesgo, en el período 2003-2006 este porcentaje aumentó hasta el 4,7%.

2 Estructura de la financiación de las operaciones de Leveraged Buy Out y valoración de la deuda

2.1 ESTRUCTURA

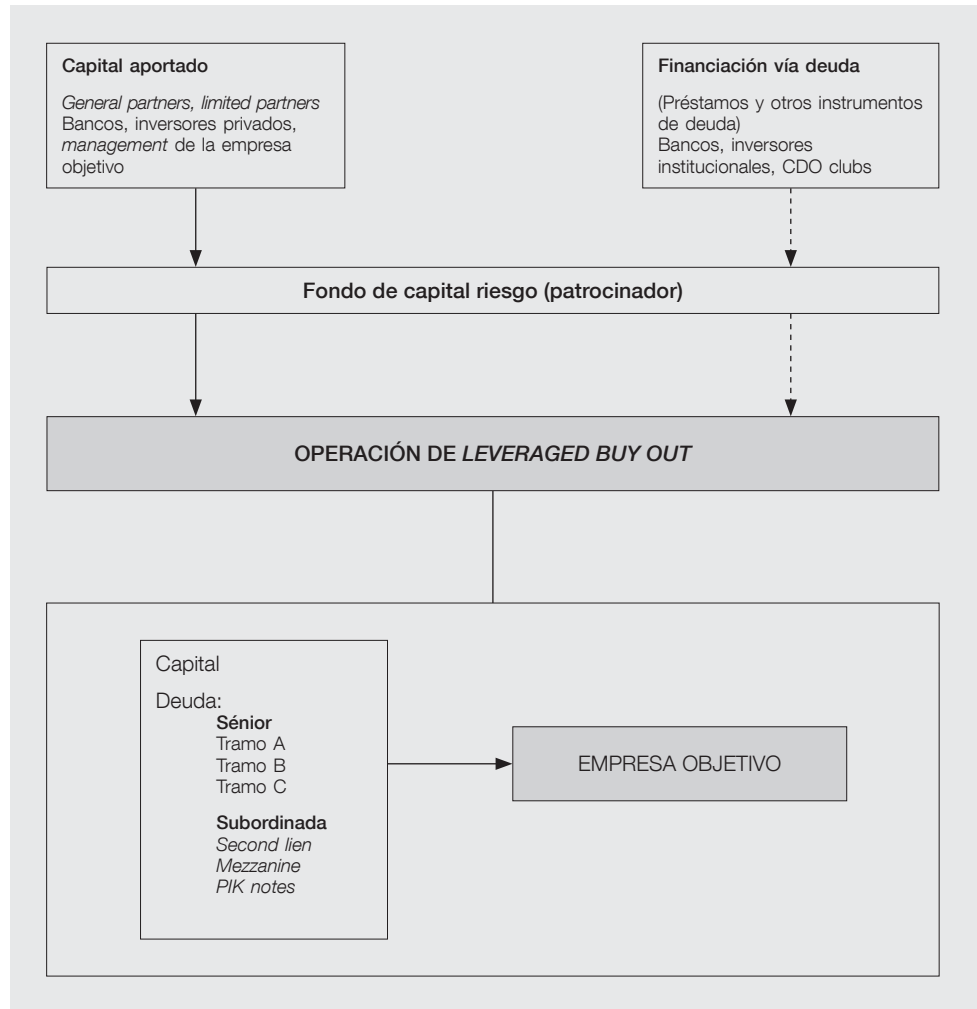
DE LA FINANCIACIÓN

Como se mencionó en la sección anterior, en los últimos años el desarrollo de los mercados de transferencia de riesgo (titulizaciones y derivados de crédito) y la actividad de nuevos agentes, tales como los *hedge funds* y los vehículos de *Collateralised Debt Obligations (CDO)*, han contribuido, de forma significativa, a desarrollar el mercado de *Leveraged Finance*, en tanto en cuanto han aumentado, de forma simultánea, las posibilidades de financiación y el abanico de instrumentos de deuda.

A su vez, la expansión de las actividades de *Leveraged Buy Out* ha contribuido a los desarrollos anteriores y, por tanto, a una mayor adecuación de las características de los instrumentos de deuda a las preferencias de los distintos segmentos de inversores. Es decir, como es habitual, han existido interacciones entre las oportunidades de inversión en el sector real de la economía y la expansión de nuevos productos financieros y agentes dispuestos a aprovechar oportunidades de arbitraje entre diferentes mercados.

La estructura de una operación de *Leveraged Buy Out* y su financiación se representan en el esquema 1. Como se puede observar, los recursos de los que dispone un fondo se componen de capital aportado por inversores financieros o no financieros privados, y por recursos ajenos captados mediante endeudamiento. El capital suele representar en torno al 30% de la financiación total de las operaciones de *LBO* y es habitual que sea aportado por bancos, inversores privados y por los propios gestores del fondo que organizan la operación (*general partners*).

Los gestores del fondo de *private equity*, encargados de organizar la operación y de planificar la financiación, participan en el capital y asumen responsabilidad ilimitada respecto a las obligaciones del fondo, a la vez que es frecuente que asuman la gestión de las empresas objetivo, de forma que se crea un mayor incentivo para una gestión eficiente. Los restantes inversores (*limited partners*) que aportan capital (usualmente, inversores institucionales, *hedge funds*,

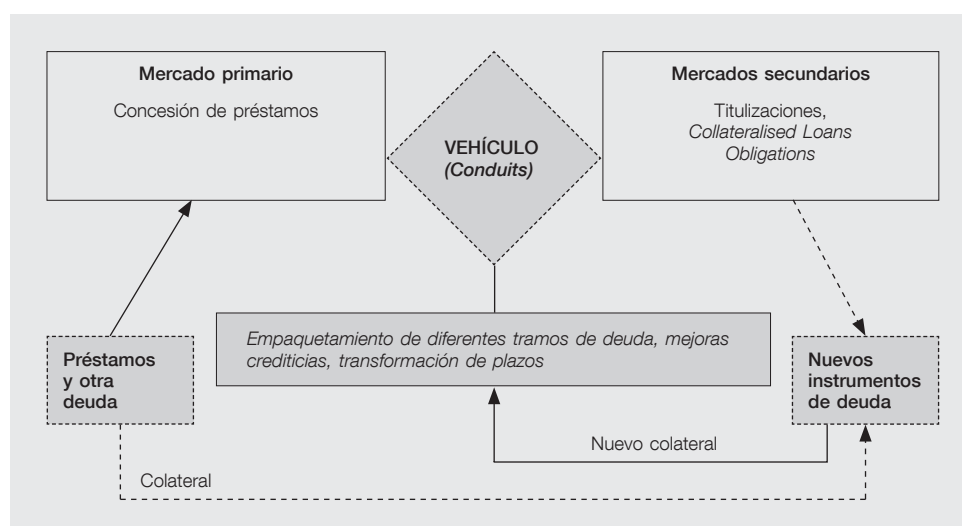


bancos e inversores privados) aportan el grueso del capital (normalmente, un porcentaje por encima del 95% del mismo) y solo pueden perder la cantidad que aportan.

Una vez que el capital de un fondo de capital riesgo está constituido, se buscan empresas objetivo y, cuando se encuentran, se organiza la operación (*deal*) y los *general partners* buscan financiación de terceros, normalmente procedente del sistema bancario. Los bancos que se encargan de aportar la financiación en un primer estadio se ocupan posteriormente, y de forma más o menos rápida, de distribuir la deuda entre otros inversores, bien mediante la sindicación de los préstamos, o bien vendiéndola a fondos o a otros inversores, como los *vehículos* de *CDOs* que compran esta deuda y, usándola como colateral, emiten «nueva deuda» (véase esquema 2).

La deuda de una operación de *LBO* toma la forma de deuda sénior (*senior debt*) y deuda subordinada (*second lien debt*, *mezzanine*, *payment-in-kind notes*). La *senior debt* tiene como colateral los activos de la empresa objetivo y, normalmente, se divide en varios tramos, dependiendo del tipo de amortización y del plazo. El tramo A tiene un plan de amortización fijo y un plazo entre seis y siete años. Los tramos B y C suelen tener amortización al vencimiento (*bullet amortisation*) y plazos de vencimiento mayores. El plazo de la denominada *mezzanine debt* excede habitualmente de los cinco años y se amortiza al vencimiento. La *second lien debt* es un híbrido entre la *senior debt* y la *mezzanine debt*, y los derechos de sus tenedores, en el caso de liquidación de los activos, se sitúan detrás de los de la *senior debt*. Las denominadas *pay-*

(Titulización, CDOs)



ment-in-kind-notes (PIK) son deuda que lleva aparejada una opción para el tenedor para ser pagada con bonos o con acciones, acumulando efectivo y principal de la deuda. El coste del endeudamiento está en relación directa con el tipo de deuda emitida, teniendo en cuenta que el coste de los diferentes tramos (*tranches*) está determinado por el riesgo de los mismos.

La estructura de la financiación de las operaciones de *LBO* depende, en último término, del volumen de cada operación y de las características peculiares de las mismas, sin perder de vista que, en Europa, los inversores demuestran una alta preferencia por la *senior debt*.

La deuda en los primeros estadios de estas operaciones adopta la forma de préstamos por parte de bancos, que suelen organizar créditos sindicados o traspasar la deuda en los mercados secundarios a otros inversores —fundamentalmente, fondos de pensiones, *hedge funds*, fondos de inversión y *vehículos* de CDOs (véase esquema 2)—. La financiación bancaria, al principio de una operación *LBO*, a veces toma la forma de créditos puente (*bridge loans*).

De esta forma, lo usual es que al principio de la operación sean los bancos los que se conviertan en proveedores directos de financiación mediante préstamos (*leveraged loans*). Los *vehículos* de CDOs —y más particularmente los *Collateralised Loan Obligations (CLOs)*, que son CDOs especializados en la compra de préstamos— compran parte de los distintos tramos de los *leveraged loans*, los empaquetan y a veces les proporcionan ayudas crediticias (*credit enhancements*); y, tomando estos paquetes como colateral, emiten, a su vez, nuevos instrumentos de deuda con características distintas de plazo y tramos de riesgo (véase esquema 2). Los *vehículos* de CDOs compran financiación procedente no solo de las operaciones de *LBO*, sino también de otro tipo de operaciones, como, por ejemplo, *titulizaciones* de préstamos hipotecarios².

Los prestamistas obtienen en este tipo de operaciones los intereses pactados de la deuda más las comisiones pactadas. El *cash-flow* de la empresa objeto de la operación proporciona los recursos para hacer frente a la carga de la deuda.

2. Sobre el papel de los CDOs en la reciente crisis de los *subprime-loans* en Estados Unidos y sus efectos de contagio, véase, por ejemplo, Manzano (2007).

Tanto en Estados Unidos como en Europa, algunos bancos especializados³, que se constituyen posteriormente en aseguradores de la financiación necesaria para la operación, asesoran a las sociedades de capital riesgo en la búsqueda de *target companies* y en su evaluación. En dicho proceso de evaluación interviene todo otro tipo de asesores: abogados, especialistas en el sector de que se trate, auditores, etc. Estos bancos cobran cuantiosas comisiones.

Las operaciones de *Leveraged Buy Out* se consideran poco líquidas y la inversión que en ellas se realiza suele tener en la práctica un horizonte entre cinco y siete años. Sin embargo, dada la abundancia de liquidez en los mercados en los años recientes, ha sido relativamente fácil traspasar las operaciones a otros fondos de capital riesgo, o vender las empresas objetivo a terceras partes.

En efecto, la desinversión en estas operaciones se realiza vendiendo los activos de la empresa objetivo al mejor precio posible (puesto que los beneficios de la venta son una parte importante de la rentabilidad para los suministradores del capital en la operación), bien mediante su venta a terceros, bien mediante oferta pública de acciones si la empresa no cotizaba en bolsa, o mediante su venta a otros fondos de capital riesgo (*secondary buy-outs*).

El grado de apalancamiento de las operaciones de *private equity* es muy elevado y ha experimentado una tendencia a crecer en los últimos años. A veces, el apalancamiento aumenta con operaciones de recapitalización, que permiten obtener, en ocasiones, unos dividendos crecientes para los proveedores de capital. La rentabilidad de estas operaciones se basa, en gran medida, en la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de la empresa objeto de la operación, y, dados los bajos costes de la deuda, ha existido un incentivo al apalancamiento.

Como indicadores del grado de apalancamiento de estas operaciones, cabe mencionar la ratio de la deuda en relación con el indicador de rentabilidad *EBITDA* (*earnings before interests, taxes, depreciation and amortisation*). Esta se situó algo por encima del 5% en 2006, frente al 4% en 2002, fecha en la que esta ratio comenzó a experimentar una tendencia creciente [véase Standard and Poors (2006)]. Por otro lado, en 2006 el porcentaje de préstamos sobre el mismo indicador de rentabilidad se situaba en Estados Unidos en torno al 5,2%, y en Europa en torno al 5,5%. Según algunos estudios [véase Goldman Sachs (2007)], parece que esta ratio es mayor para los préstamos procedentes de operaciones de *LBO* que para el total de préstamos de unas características parecidas (otros *leveraged loans*).

Los precios medios de la empresa objetivo en las operaciones de *LBO* han experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años, derivado, en medida difícil de cuantificar, tanto de la revalorización de los negocios como consecuencia de la mejora en la eficiencia y de la explotación de las economías de escala en la empresa objetivo como de la fuerte competencia entre fondos de capital riesgo para encontrar proyectos de inversión rentables en un marco de condiciones de financiación muy holgadas. Así, los precios medios de adquisición han aumentado, hasta suponer nueve veces el *EBITDA* en Estados Unidos, mientras que en Europa se situaban en niveles algo más bajos: en torno a siete veces esta medida de rentabilidad.

2.2 LA VALORACIÓN

La proliferación de diversos tramos de préstamos y de deuda con distinta calidad crediticia complica, como es fácil suponer, la valoración de la calidad crediticia de los instrumentos de deuda que tienen, a su vez, como colateral paquetes de aquellos. La mayor parte de estos

3. Entre ellos cabe destacar ING, Royal Bank of Scotland, HSBC, BNP-Paribas, Deutsche Londres y, en menor medida, JP Morgan y Goldman.

instrumentos son calificados por las agencias de *rating* para su comercialización, siendo esta calificación bastante compleja.

Las estimaciones de la probabilidad de impago y la tasa de recuperación de estas carteras de deuda que sirven como colateral son las variables fundamentales que intervienen en la valoración de este tipo de instrumentos y en su *rating*. Dichas estimaciones conllevan numerosas dificultades, tanto por su propia definición como por las correlaciones entre activos financieros. Así, son mucho más complejas que en el caso de una emisión directa de bonos por parte de una determinada empresa no financiera.

A este respecto, conviene también recordar que la probabilidad de impago (*probability of default*) estimada por las agencias de *rating* se calcula a partir de las expectativas de pérdidas mediante modelos analíticos. Mientras que el grado de fiabilidad de estos modelos a lo largo del ciclo ha sido probado en el caso de su aplicación directa a los títulos emitidos por las corporaciones, no ha sido así en el caso de los productos de crédito estructurados, entre los que se encuentran los CDOs, por lo que, como el propio Banco de Pagos Internacionales (BIS) reconoce [véase BIS (2003)], la evaluación del riesgo implícito de los derivados de crédito es compleja hasta para inversores muy sofisticados.

Como ha puesto de manifiesto la crisis de los préstamos *subprime* en Estados Unidos, los problemas en un determinado tipo de activos estructurados pueden originar un efecto contagio a otros productos derivados de un calidad crediticia mayor, a través de dos vías: una disminución generalizada del apetito por el riesgo y una mayor incertidumbre sobre cómo pueden verse afectadas las valoraciones de los distintos instrumentos de deuda. Dada la complejidad de las valoraciones, un aumento de la incertidumbre puede originar más problemas que en otros mercados para encontrar contraparte.

3 El papel de los intermediarios bancarios en las operaciones de LBO en la UE

Los intermediarios financieros no ofrecen información pública detallada de este tipo de operaciones, sobre todo de las condiciones de su financiación. Por ello, hay que recurrir a encuestas o a información proporcionada por agencias de *rating*, ya que las bases de datos privadas sobre adquisiciones no ofrecen tampoco muchos detalles sobre financiación.

La encuesta llevada a cabo por el Eurosistema, mencionada anteriormente, se dirigió, en cada país, a los bancos que se consideró, a priori, que podían ser más dinámicos en este tipo de negocio, y cuyos activos eran al menos de 80 mm de euros. Las entidades europeas que proporcionaron información fueron 41, de las cuales 30 estaban domiciliadas en la UE, y 11 eran entidades filiales de bancos extranjeros que operaban en Londres. Los países que participaron en la encuesta fueron Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia, Holanda, Austria, Portugal, Suecia, Reino Unido y Dinamarca.

Según datos de esta encuesta [véase BCE (2007)], el riesgo contraído por el total de bancos encuestados se situaba, en junio de 2006, en un nivel alrededor de los 100 mm de euros. Los riesgos contraídos en cada banco se concentraban, en general, en las cinco mayores operaciones en las que los encuestados habían participado. Los riesgos contraídos por los bancos europeos no parecen demasiado significativos ni en relación con el volumen de su negocio, ni en relación con el capital mantenido. Así, en junio de 2006 estos riesgos suponían algo menos del 1% del total de activos, menos del 2% del total de préstamos concedidos, y en torno a un 25% del capital *tier 1*.

Los motivos que tienen los intermediarios financieros para participar en las operaciones de LBO pueden responder a varios tipos de enfoque de negocio: *el modelo de capital turnover*,

en el que se busca la rentabilidad que ofrece este tipo de operaciones, al actuar como colocadores de la deuda en otros mercados; y el *modelo de portfolio*, en el que se mantiene en cartera la financiación concedida en este tipo de operación. En la práctica, el comportamiento de algunas entidades responde a un enfoque mixto entre los dos modelos mencionados.

Según la encuesta realizada, el tamaño medio de las operaciones en las que participaban los bancos europeos era mayor en los casos en los que se seguía un enfoque de *capital turnover* que en los casos en que se seguía el modelo de *portfolio*. No obstante, el tamaño medio de las operaciones en las que las entidades participaban, registraba una tendencia al alza.

En la UE, el apalancamiento de las operaciones de *Leveraged Buy Out* se realiza, fundamentalmente, a través de deuda sénior, y no parece que, en las operaciones de mayor importe, exista un porcentaje mayor de *deuda subordinada*. Así, en 2006 la deuda subordinada representaba, en media, el 11% de la deuda sénior mantenida en la cartera de los bancos europeos y en torno a un 20% en el caso de las filiales de los bancos no europeos que operaban en Londres. No obstante, se observa una tendencia al aumento del nivel de apalancamiento de las operaciones. Como consecuencia, la mediana de los riesgos asumidos por los bancos que reconocían seguir un enfoque de *capital turnover*, en el tramo de deuda subordinada de los *LBO*, era cinco veces la estimada para junio de 2005. Esta evolución parece haberse debido, entre otros factores, y según las entidades encuestadas, a la presión competitiva existente en el mercado por la fuerte demanda de activos con rentabilidades altas y a una situación holgada de liquidez.

A pesar de la evolución descrita, la mayor parte de la deuda asumida por los bancos europeos, en primera instancia, en las operaciones de *LBO* en junio de 2006, seguía siendo de tipo sénior y, dentro de esta, del tramo A (55% del total de la deuda sénior asumida). Dentro de la deuda de los tramos B y C, una parte significativa era deuda con amortización al vencimiento (*bullet loans*). Sin embargo, en el caso de los bancos que manifestaban seguir un enfoque de *capital turnover*, la importancia de la deuda de los tramos B y C asumida superaba a la del tramo A. Respecto al tipo de deuda subordinada, no se detectaban, en el estudio realizado, pautas claras en los bancos encuestados, si bien este tipo de deuda parecía ser transferida de forma rápida a otros inversores.

Por otra parte, según el estudio, la mediana de la distribución de los valores de los máximos de la ratio de la deuda en relación con el indicador de rentabilidad *EBITDA* de las operaciones de *LBO* realizadas se situaba, en junio de 2006, algo por debajo de 8; mientras que la mediana de la distribución de los máximos niveles de la ratio rentabilidad-precio se situaba en torno a un rango de 11-12.

Otra conclusión que se extrae del análisis es que una parte importante de las operaciones de *LBO* en las que han participado los bancos encuestados ha sido producto de recapitalizaciones: aproximadamente, un 15% en junio del 2006, según el valor de la mediana de la distribución. Asimismo, el porcentaje de *secondary LBO* también parece haber registrado una tendencia creciente en los años recientes, situándose en un nivel medio en torno al 22%; si bien este porcentaje, según datos de *Standard and Poor's*, se situaba en el 45% del total de *LBO* en la UE.

Los bancos europeos no parecen ser una fuente de capital significativa en las operaciones de *LBO*. En junio de 2006, el total de capital aportado se situaba, según los datos de la encuesta, en torno a los 12 mm de euros, frente a los casi 100 mm de euros aportados en forma de crédito.

La importancia de los ingresos generados por las operaciones de *LBO* para los bancos europeos no parece haber sido, hasta el momento, demasiado significativa, en contraste con la situación en los casos de Estados Unidos y de las filiales de bancos no europeos que operan desde Londres. Según los bancos europeos encuestados que proporcionaron esta información, los ingresos procedentes de esta actividad solo representaban más de un 5% de sus resultados en un 25% de los casos.

Es interesante destacar que en los resultados de la encuesta no existen diferencias altamente significativas en cuanto a las tendencias observadas.

4 La importancia de las operaciones de LBO y su financiación en el caso español

En el caso español, la actividad de las entidades bancarias se sitúa en línea con las tendencias observadas en el europeo. De las encuestas y de las entrevistas realizadas a un grupo de entidades bancarias, que por su tamaño y actividad se consideró que podían ser más activas en este tipo de negocio, y a partir de contactos con algunas entidades de capital riesgo activas en España, así como con la Asociación de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), se deduce que, por el momento, las entidades bancarias no están desarrollando una actividad significativa en este tipo de negocio.

En España [véanse ASCRI (2007) y CNMV (2006)], en los últimos años se ha producido un gran crecimiento del sector de capital riesgo. Desde los años setenta existía la posibilidad de desarrollar este tipo de negocio, pero su expansión ha registrado un gran impulso desde el año 2005, como resultado, entre otros factores, de la aprobación del nuevo marco legal de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras (Ley 25/2005), que flexibilizó el funcionamiento de estas entidades y el mantenimiento de un régimen fiscal favorable (las plusvalías por la venta de participaciones están exentas en un 99% y los dividendos obtenidos no tributan)⁴.

En 2005, la actividad de capital riesgo en España registró una significativa expansión, debida, en gran parte, al auge de las operaciones de *LBO*, como consecuencia de la actividad de fondos paneuropeos⁵. Así, los fondos de capital riesgo realizaron una inversión algo superior a los 4 mm de euros, frente a 2 mm en el ejercicio 2004, debido a la concentración de las mayores operaciones de capital riesgo llevadas a cabo en España hasta el momento. En 2006, esta actividad fue también significativa, realizándose una inversión de 4,8 mm de euros (un 55,4% de esta inversión se llevó a cabo, según datos de ASCRI, con algún tipo de apalancamiento).

Las entidades bancarias españolas encuestadas no tenían riesgos significativos derivados de las operaciones de *LBO*. Estos suponían menos del 10% del *capital tier 1* y menos del 0,5% del total de activos, niveles significativamente inferiores a los observados en otros países europeos.

La mayoría de las operaciones en las que las entidades españolas han intervenido en los años 2005 y 2006 han sido superiores a 1.000 millones de euros (véase gráfico 1). Del total de riesgo contraído en estas operaciones, en torno a un 28% correspondía a recapitalizaciones. Por otra parte, solo un porcentaje muy pequeño correspondía a *secondary buy-outs* (en torno al 6% en 2006). Las diez mayores operaciones concentraban en 2006 aproximadamente el 54% del riesgo total asumido.

4. Este régimen fiscal favorable se mantiene en la mayoría de países, si bien recientemente ha surgido alguna polémica sobre si debe mantenerse o no. 5. Existen diferencias en estos datos entre las dos fuentes principales en España (ASCRI y EVCA). Mientras que ASCRI tiene en cuenta el destino de la inversión del fondo de capital riesgo, EVCA considera el origen de la entidad de capital riesgo [véase CNMV (2006)].

DISTRIBUCIÓN POR TAMAÑO DE OPERACIÓN



FUENTE: Banco de España.

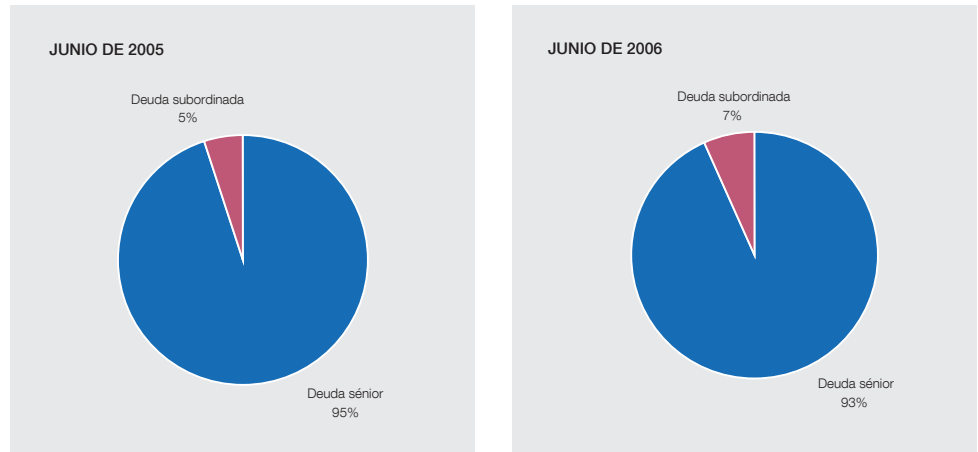
En el caso español, parece que las entidades intervienen en estas operaciones a requerimiento de sus clientes y que, por tanto, su actividad no responde a un enfoque de *capital turnover*, sino, más bien, a un enfoque mixto, en el que prevalecen el conocimiento de las operaciones en las que intervienen y la relación con la clientela. Las entidades manifiestan que, siguiendo las buenas prácticas bancarias, mantienen separadas la gestión de las inversiones que mantienen en cartera en este tipo de negocio y la financiación que conceden.

De acuerdo con los datos proporcionados por algunas de las grandes entidades bancarias españolas, en junio de 2006 la deuda de las operaciones de *LBO* en la que habían participado suponía, en media, entre dos y siete veces la ratio de rentabilidad *EBITDA* de las empresas objetivo. Por su parte, el precio de dichas operaciones representaba, en media, entre cuatro y doce veces dicho indicador de rentabilidad.

Como puede apreciarse en el gráfico 2, la mayor de parte de la deuda asumida por las entidades españolas encuestadas en las operaciones de *LBO* es del tramo sénior (más del 90%), y, dentro de este, el tramo A es el más significativo (véase gráfico 3). No obstante, en los años 2005 y 2006 parece haberse registrado un aumento del peso del tramo de deuda subordinada, de peor calidad crediticia que la deuda sénior, siguiendo la tendencia que se ha registrado en estas operaciones en el ámbito internacional.

ESPAÑA. LBO. DISTRIBUCIÓN POR TIPO DE DEUDA

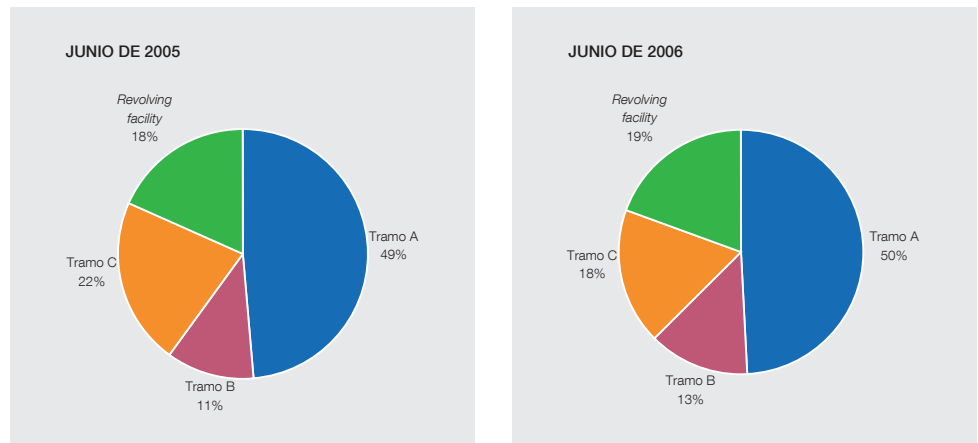
GRÁFICO 2



FUENTE: Banco de España.

ESPAÑA. LBO. DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA SÉNIOR

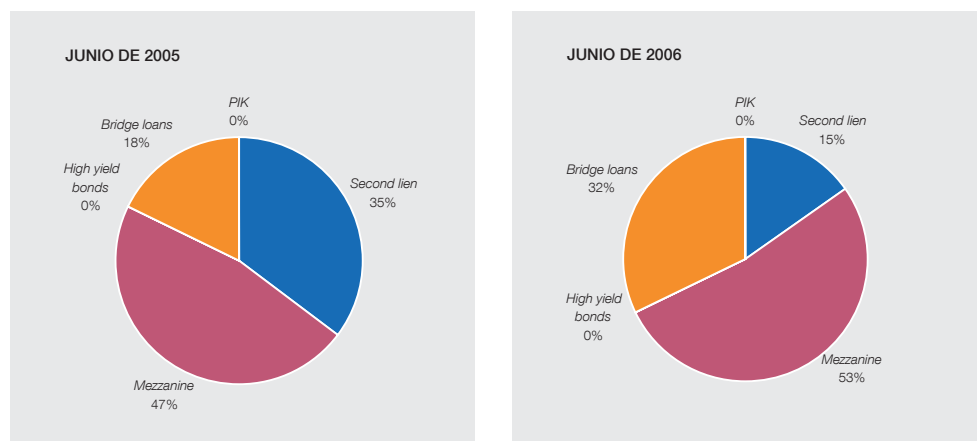
GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

ESPAÑA. LBO. DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA SUBORDINADA

GRÁFICO 4



FUENTE: Banco de España.

Dentro de la deuda subordinada, el tipo que tenía un mayor peso en las entidades encuestadas era la deuda *mezzanine* (véase gráfico 4), composición también en línea con lo observado en otras entidades europeas.

La aportación de los ingresos derivados de las operaciones de *LBO* al beneficio neto consolidado de las entidades objeto del estudio no ha sido significativo, pues apenas llegaba, en media, al 0,3% en 2006.

En general, las entidades españolas contemplan las operaciones de *LBO* como bastante arriesgadas, por el grado de apalancamiento de las mismas. De hecho, a efectos de la dotación de capital no se considera que estas operaciones estén colateralizadas. Las entidades se hacen eco, como el resto de entidades bancarias internacionales, de la fuerte competencia que tiene lugar en este mercado.

Dicha competencia tiene lugar fundamentalmente a través de los *spreads* y comisiones, y a través de una presión sobre las cláusulas de los préstamos (*covenants*). Estas cláusulas establecen los requisitos bajo los cuales los préstamos pueden variar sus condiciones, e incluso cancelarse en función de la evolución de la actividad y resultados de la empresa que ha recibido la financiación.

En conclusión, según los datos proporcionados por algunas de las principales entidades bancarias españolas, los riesgos contraídos en las operaciones de *LBO* no eran significativos, hasta junio de 2006, ni en relación con su actividad ni en relación con los beneficios generados.

5 Las operaciones de LBO y sus potenciales implicaciones para la estabilidad financiera

Al analizar las posibles implicaciones de las operaciones de *LBO* para la estabilidad financiera, hay que tener en cuenta, además de sus repercusiones sobre la actividad económica, los riesgos que se derivan de la financiación de tales operaciones.

En relación con estos riesgos, hay que tener en cuenta el fuerte apalancamiento de estas operaciones y sus implicaciones en caso de un escenario que afecte negativamente al pago de las obligaciones contraídas, y los efectos de contagio entre mercados financieros.

El negocio de *Leveraged Buy Out* en Europa, y más concretamente en España, no parece, en general, representar en estos momentos un porcentaje significativo de los riesgos totales asumidos de forma directa por las entidades.

No obstante, en general, y con anterioridad a la crisis de los préstamos *subprime* en Estados Unidos, las entidades preveían un aumento de su importancia, tanto por la situación holgada de liquidez en los mercados como por las, en general, positivas perspectivas económicas y el desarrollo de los mercados de transferencia de riesgos.

Al analizar la situación de los riesgos asumidos por las entidades bancarias en estas operaciones, hay que tener en cuenta: a) que las entidades bancarias transfieren una buena parte del riesgo asumido directamente en cada operación a otros agentes, y b) que el riesgo asumido proviene no solo de su participación directa en las operaciones de *LBO*, sino también de su relación como *prime brokers* o proveedores de financiación con otros agentes financieros que asumen riesgos derivados de estas operaciones, bien directamente, o bien a través de las propias entidades bancarias que les transfieren sus riesgos (casos de inversores institucionales, *hedge funds* y vehículos de *CDO*).

En este sentido, la reciente crisis de los préstamos *subprime* y sus vías de contagio pueden servir de ejemplo para comprender cómo funcionan los canales indirectos de contagio entre unos agentes y otros, a través de los mercados de transferencia de activos y de los nuevos agentes financieros no bancarios que operan en los mercados [véase Manzano (2007)].

Así, el desarrollo de los mercados secundarios de productos hipotecarios en Estados Unidos ha producido una desvinculación entre los originadores de préstamos y la tenencia de riesgos, a través de la creación y distribución de productos derivados (fundamentalmente, titulizaciones y *CDOs*). Dado que la mayoría de las emisiones de *CDOs* que tenían como subyacente préstamos *subprime* estaban calificadas como triple A o, al menos, por encima del *investment grade*, ha sido posible el acceso a este mercado por parte de intermediarios institucionales, fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros, así como también de inversores extranjeros.

Los problemas acontecidos en los préstamos *subprime* en Estados Unidos —y, por tanto, en parte de los activos que constituyen los *pools* de préstamos que sirven de colateral a bonos titulizados y *CDOs*— se han ido trasladado, con algunos retrasos, a la valoración de estos y a la liquidez existente en dichos mercados. De ese modo, se han producido ciertos efectos de contagio sobre intermediarios financieros no bancarios, que, a su vez, han recurrido a las entidades bancarias que actuaban como sus *prime-brokers* para utilizar sus líneas de crédito disponibles. Esta cadena de relaciones ha hecho difícil una valoración rápida de los efectos de la crisis de los *subprime* con antelación, dada la falta de información suficiente sobre algunas de las contrapartes no bancarias involucradas en estas operaciones.

En los primeros estadios de una operación de *LBO*, las entidades bancarias que participan toman riesgos superiores a los que finalmente acaban expuestas. Esto es así en el caso de las entidades que se comprometen a proporcionar un determinado volumen de financiación y organizan la sindicación de los préstamos o su transferencia a otros agentes financieros. En el caso de la sindicación, existen dos tipos de modelos: i) los bancos se comprometen a proporcionar financiación por un importe determinado y sindicán la operación, comprometiéndose a financiar lo que no sean capaces de syndicar, y ii) los bancos solo se comprometen a syndicar el préstamo, sin hacerse responsables de lo que no puedan syndicar. En cualquier caso, existen retrasos de cierta importancia en la transferencia de la deuda hacia otros participantes en el mercado, que, en caso de un cambio brusco en el sentimiento del mercado, podría originar problemas en algunas entidades, que se verían abocadas a mantener un riesgo mayor que el previsto.

Como se ha señalado en la sección anterior, debido a la rentabilidad hasta ahora observada de este tipo de operaciones, algunos fondos de capital riesgo —y las propias entidades bancarias— reconocen que han existido presiones sobre los proveedores de la financiación para rebajar no solo el coste de la deuda, sino también otro tipo de condiciones ligadas a dicha financiación (*covenant lit*).

En el ámbito internacional, esta presión parece que, en algunos casos, se ha traducido en una mayor relajación sobre los *covenants*, pasándose de imponer unas condiciones sobre la evolución de algunos indicadores del negocio (*maintenance covenants*) a imponer unas determinadas condiciones solo si se producen ciertas circunstancias (*incurrence covenants*) [véase Dew y Ktahi (2007)].

La tendencia al denominado *covenant lit* observada recientemente da mayor flexibilidad a las empresas objetivo, ante un deterioro de su actividad y/o resultados, para corregir su situa-

ción sin tener que enfrentarse a una renegociación de la deuda y/o a su cancelación. Esta flexibilidad es muy positiva si los problemas son transitorios y la empresa utiliza el margen para eliminar una situación de impago o *default*. Sin embargo, esta misma flexibilidad recorta la presión que los acreedores pueden ejercer sobre el acreditado para que mejore su gestión. Así, pudiera ocurrir que, en caso de un mal desenvolvimiento de la empresa en cuestión, estas cláusulas solo supongan un retraso en la aparición de los problemas de impago. En este sentido, no existe una opinión unánime sobre los efectos del denominado *covenant lit*.

El *covenant lit* ha sido más visible en Estados Unidos que en Europa, donde, por el momento, no constituye un hecho frecuente. No obstante, las entidades bancarias consideran que este es un desarrollo que afecta al riesgo de las operaciones y que ha venido, en parte, provocado por la abundancia relativa de financiación en relación con las oportunidades de inversión efectivamente disponibles en el mercado.

En caso de una ralentización de esta actividad, y en un contexto macrofinanciero algo más negativo que el hasta ahora observado, la expansión de las actividades de *LBO* se vería afectada y ello presionaría a la baja sobre las cuentas de resultados de todos los intermediarios involucrados, especialmente de aquellos que cobran cuantiosas comisiones como consecuencia de su función como asesores y aseguradores de su financiación.

En el caso de los proveedores de capital, la rentabilidad para los inversores de estas operaciones (obtenida, fundamentalmente, por la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra de las *target companies*) ha sido en los años recientes muy alta, en un contexto de dinamismo en los mercados financieros. La rentabilidad de estas operaciones, dadas sus características y su expansión en los últimos años, puede resultar altamente sensible a un escenario negativo, provocado, bien por una variación en la situación de liquidez de los mercados, bien por un deterioro de las perspectivas sobre la actividad económica.

Con anterioridad a la crisis de los préstamos *subprime* en Estados Unidos, algunos miembros del sector de capital riesgo admitían que existía mucha liquidez en el mercado (muchos agentes dispuestos a proporcionar financiación), pero que las oportunidades de inversión eran escasas y con unas expectativas de rentabilidad más bajas que las que existían cuando estas operaciones empezaron —hace algunos años— a acelerarse.

Los *riesgos directos* derivados de las operaciones de *LBO* en poder de las entidades bancarias son reducidos, tanto en Estados Unidos como en Europa. En Estados Unidos el modelo de banca denominado *originate to distribute* ha impulsado la transferencia de riesgos hacia otros agentes del sistema financiero, y en Europa, donde este enfoque está algo menos desarrollado, los riesgos contraídos no han sido de una magnitud relativa importante y, en cualquier caso, también los riesgos han sido transferidos no solo a inversores institucionales, *hedge funds* y *CDO* europeos, sino también estadounidenses. Sin embargo, pueden surgir otros *riesgos indirectos*.

En los últimos años, la relación entre las operaciones de *LBO* y el crecimiento de otros productos derivados de crédito, como los *CDO*, ha tenido lugar en los dos sentidos: a) el desarrollo de productos derivados y la mayor facilidad en la transferencia de riesgos han hecho posibles, en gran medida, su financiación y su elevado nivel de apalancamiento, y b) la expansión de las operaciones de *LBO* ha contribuido a intensificar la transferencia de riesgos y el desarrollo de operaciones estructuradas de creciente complejidad, cuya valoración entraña dificultades.

La complejidad de la valoración de los productos derivados de crédito no se circunscribe, obviamente, a aquellos que tienen como subyacente deuda de operaciones de *LBO*, sino que incumbe a todas las operaciones con cualquier tipo de subyacente, como se ha podido comprobar en la reciente crisis de los préstamos *subprime* en Estados Unidos. Por ello, el papel de las calificaciones de las agencias de *rating* en estos mercados se ha convertido en un indicador, si cabe, más relevante que en el caso de productos más simples, como las emisiones directas de deuda corporativa o deuda soberana, para los inversores.

Las calificaciones de estos productos han sido, en general, más altas que las que corresponden a los subyacentes que los respaldan, lo que, unido a los —en general— más altos *spreads* de los *CLOs* (*Collateralised Loan Obligations*) respecto a bonos corporativos o *Asset Backed-Securities* (*ABS*) con *ratings* comparables, ha fomentado su demanda por parte de inversores institucionales (por ejemplo, fondos de pensiones, *hedge funds* y compañías de seguros), e incluso de pequeños intermediarios financieros con infraestructuras de evaluación de riesgos poco desarrolladas. Por otra parte, además, hasta la reciente crisis de los préstamos *subprime* en Estados Unidos, los *ratings* de los *CLOs* han mostrado menos volatilidad que otros productos derivados. Según algunos analistas, en el ámbito internacional las compañías de seguros son los intermediarios que tienen un mayor riesgo contraído por sus tenencias de *CLOs*, seguidos de los *assets managers* (colectivo cuya composición no está totalmente clara) y de los bancos.

En este sentido, hay que señalar que, según datos de Standard and Poors, los *vehículos* de *CDOs* (entre los que se encuentran los *CLOs*) se han convertido en el primer demandante de *leveraged loans* y se estima que representan el 50% del total de su demanda. Los *CLOs* son el segundo tipo de *CDOs* más importante, tras los *CDOs*, sobre *ABS*.

Los rasgos generales mencionados en párrafos anteriores ponen de manifiesto que los potenciales efectos de la financiación de las operaciones de *LBO* sobre la estabilidad financiera se pueden producir a través de distintos intermediarios y mercados, que han contribuido, en los últimos años, a la distribución del riesgo en los sistemas financieros.

Si bien la importancia del sistema bancario como financiador directo de estas operaciones ha tendido a disminuir, ello no quiere decir, necesariamente, que hayan mermado ni su vulnerabilidad ni los riesgos generales para la estabilidad del sistema. En este sentido, las relaciones del sistema bancario con el resto de intermediarios financieros, en su función como *prime broker* o como proveedor de líneas de crédito a los mismos, son un factor que se ha de tener muy en cuenta en la evaluación de los riesgos asumido por este. No hay que perder de vista que, en el año 2006, según algunas estimaciones, la emisión a nivel global de *CLOs* fue de 150 mm de dólares y que el volumen de *leveraged loans* alcanzó los 600 mm de dólares, de los cuales un 55% correspondió a operaciones de *LBO*.

Por otra parte, la mayor interrelación entre mercados e intermediarios financieros ha aumentado: a) la correlación entre la valoración de los precios de los activos, factor muy difícil de tener en cuenta en la estimación de las probabilidades de *default*, y las tasas de recuperación de los diferentes activos, y b) la correlación en el grado de liquidez relativa de los diferentes mercados. Un ejemplo del papel de estas interrelaciones se ha puesto de manifiesto en la crisis de préstamos *subprime* en Estados Unidos y en sus repercusiones en otros mercados y países.

Lo anterior no significa que las mejoras en la redistribución del riesgo en los sistemas financieros sean negativas; por el contrario, contribuyen a una mayor accesibilidad a la financiación

por parte de los agentes económicos. Además, estas mejoras amplían el abanico de inversiones, consiguiendo una mejor adecuación de las preferencias sobre la combinación rentabilidad-riesgo a los instrumentos financieros disponibles. Lo que ocurre es que estas mejoras aumentan las relaciones entre mercados y la sensibilidad a cualquier *shock* que tenga lugar en uno de ellos. En este sentido, la mayor diseminación de los efectos aminora, probablemente, la magnitud relativa de estos sobre el grupo de intermediarios financieros tradicionales. Sin embargo, esta diseminación aumenta la sensibilidad del sistema a cambios en el nivel de incertidumbre, como la crisis de los préstamos *subprime* en Estados Unidos ha mostrado.

Las principales conclusiones de lo anteriormente expuesto son:

- Las implicaciones para la estabilidad financiera de la financiación de las operaciones de *LBO* no difieren, en gran medida, de las que se derivan de la expansión de otro tipo de financiación susceptible de ser transferida a través de los mercados de derivados de crédito.
- El seguimiento de «buenas prácticas» y la existencia de sistemas de control de riesgos apropiados por parte de todos los intermediarios financieros, y no solo de los bancarios, son fundamentales.
- El grado de transparencia en la definición, en el funcionamiento y en los riesgos implícitos de los instrumentos financieros es esencial no solo para la protección al inversor, sino también para una correcta evaluación de sus implicaciones para la estabilidad financiera de los sistemas financieros.
- Es conveniente mejorar las fuentes de datos existentes sobre los mercados de derivados de crédito.
- Se derivarían considerables ventajas de la mejora o creación de las infraestructuras de negociación de los instrumentos de deuda o de aquellos que la tienen como colateral, en términos de recopilación de datos y de estandarización de las operaciones.

BIBLIOGRAFÍA

- ASCRI (2007). *El impacto económico y social del capital riesgo en España*.
- BCE (2007). *Large Banks and Private Equity Sponsored Leveraged Buyouts in the EU*, abril.
- BIS (2003). *Incentive Structures in Institutional Asset Management and their Implication for Financial Markets*, Committee on the Global Financial System.
- BLUNDELL-WIGNALL, A. (2007). *The Private Equity Boom: Causes and Policy Issues*, OCDE.
- CNMV (2006). *Actividades de las entidades de capital riesgo en España*, monografía, diciembre.
- DEUSTCHE BUNDESBANK (2007). «Leveraged buyouts: the role of financial intermediaries and aspects of financial stability», *Monthly Report*, abril.
- DEW, E., y P. KTAHRI (2007). *Covenants and Easing Lending Standards*.
- FSA (2006). *Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement*, Discussion paper 06/6, noviembre.
- GAI, P., y N. VAUSE (2005). *Measuring investors risk appetite*, Bank of England, Working Paper n.º 283, noviembre.
- GOLDMAN SACHS (2007). *Rising LBO bank loan risk, banks holding little of it*, 1 de mayo.
- MANZANO, M.-C. (2007). «Los préstamos *subprime* en Estados Unidos: la importancia de sus efectos vía los mercados de transferencia de riesgo y los problemas de su renegociación y/o liquidación», Banco de España, agosto, disponible dirigiéndose a la autora.
- STANDARD AND POORS (2006). «The private equity revolution: are you ready?», *Financial Strategy*, noviembre.