

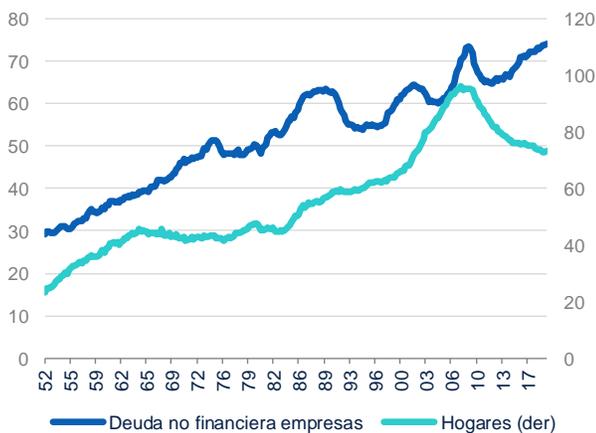
Análisis Económico

El auge de las obligaciones garantizadas por préstamos: papel, estructura y riesgos

Filip Blazheski
4 de febrero de 2020

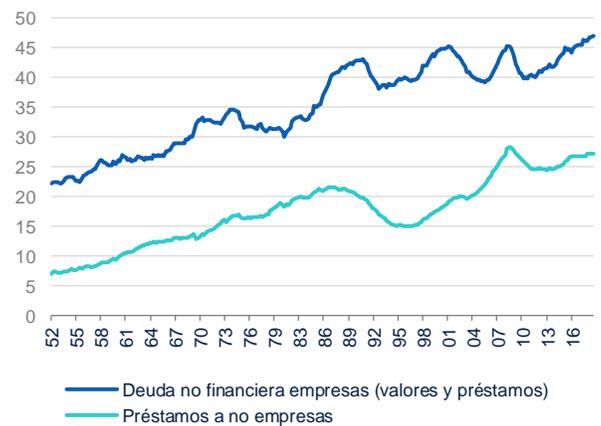
La deuda comercial no financiera llama cada vez más la atención de los economistas que trabajan en las esferas de las políticas y las finanzas. La razón principal es la ratio relativamente alta de apalancamiento de las empresas, que llega después de más de una década de política monetaria acomodaticia en todo el mundo, y que se reconoce ahora como una fuente potencial de inestabilidad financiera. A diferencia de la deuda de los hogares, que se ha visto reducida en términos relativos desde la Gran Recesión, el apalancamiento de las empresas ha continuado con una tendencia alcista (gráfica 1), y nuestra reciente investigación sobre los desencadenantes de la recesión ([enlace](#)) sugiere que, a diferencia de en la última recesión que tuvo como resultado el sobreapalancamiento de los hogares, la siguiente bien podría ser provocada o exacerbada por un endeudamiento insostenible de las empresas. El impulsor principal del acusado incremento de la deuda no financiera de las empresas ha sido la deuda corporativa (gráfica 2).

Gráfica 1. Deuda no financiera de las empresas y de los hogares (valores y préstamos) respecto al PIB, %



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 2. Deuda no financiera de las empresas (valores y préstamos) respecto al PIB, %



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

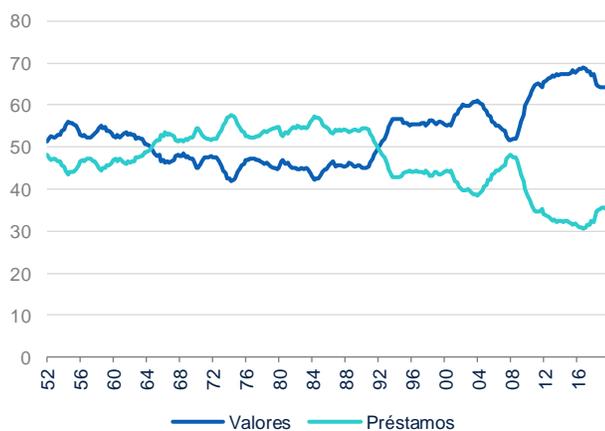
La deuda corporativa puede tener diversas formas: financiación comercial, pagarés, bonos, préstamos y valores¹ municipales. Los préstamos (tanto bancarios como no bancarios) tienden a ser instrumentos a largo plazo y suponen el 40% del total de la deuda a largo plazo. La proporción de préstamos en la financiación corporativa a largo plazo

1: Bonos de ingresos industriales. Emitidos por los gobiernos estatales y locales para financiar las inversiones privadas y garantizados en interés y capital por el usuario industrial de los fondos.

continúa siendo crítica, pese a su ligera disminución en las últimas décadas (gráfica 3).² Como tal, el volumen de préstamos pendientes a sociedades no financieras ha continuado creciendo y ha aumentado en casi 1 billón de USD en tan solo los últimos tres años. Una gran parte de esta cifra se genera a través de la financiación de entidades extranjeras y no bancarias. El aumento en la financiación de préstamos corporativos por entidades no bancarias ha ido de la mano de la evolución de las obligaciones garantizadas por préstamos (CLO, por sus siglas en inglés), que son los instrumentos a través de los que se titularizan los préstamos corporativos.

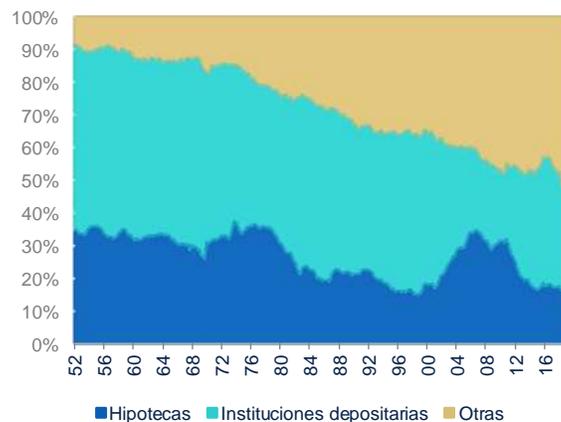
El aumento en el apalancamiento corporativo, la expansión y la evolución de la composición y contratación de las CLO, así como el hecho de que comparten similitudes con los valores con garantía hipotecaria (MBS) de carácter privado y, de un modo más amplio, con las obligaciones garantizadas por deuda (CDO), que fueron los instrumentos que exacerbaban la desaceleración durante 2007-2009, han contribuido a trazar paralelismos entre las CLO de hoy y los MBS de carácter privado de antaño. Este informe analiza la composición de las CLO, el tamaño de su mercado y su importancia para las finanzas corporativas, así como los riesgos potenciales de que precipiten el avance de dislocaciones en el mercado.

Gráfica 3. **Sociedades no financieras, composición de la deuda a largo plazo, %**



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 4. **Sociedades no financieras, préstamos (obligaciones), por tipo, %**



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

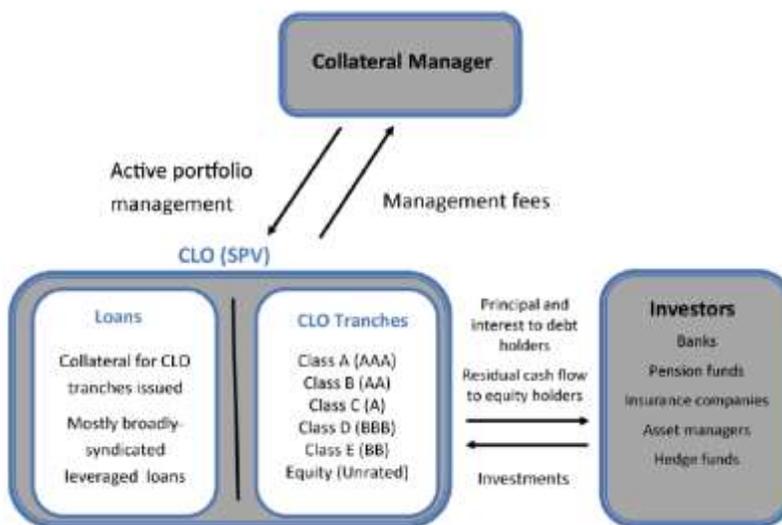
Estructuración de las CLO

El proceso de estructuración de las CLO comienza juntando una serie de préstamos corporativos mediante un agente organizador de CLO, normalmente un banco, y consiguiendo financiación de los inversores. Los préstamos se depositan en una entidad especializada o fiduciario controlado por un gestor de CLO. Los gestores de CLO suelen ser equipos especializados en gestión de activos. Los préstamos representan los activos de CLO, así como las garantías

²: Las empresas han empezado a confiar más en el acceso directo a los mercados de valores y en la financiación a través de la emisión de bonos, como resultado de una tendencia a largo plazo de desintermediación bancaria en los EE. UU.

relativas a los valores emitidos para los inversores de CLO (gráfica 5). Los inversores pueden invertir en uno o más tramos, cada uno con sus características y, por lo tanto, con sus calificaciones crediticias.

Gráfica 5. Estructura de las obligaciones garantizadas por préstamos



Fuente: Guse, M. et al. (2019)³

El proceso de titulización de préstamos corporativos permite a los bancos ganar comisiones al concederse los préstamos, así como comisiones por la titulización, pero evitan someterse a los altos requisitos del capital regulatorio, como sería el caso si mantienen la deuda concedida en sus balances, particularmente si se lleva a cabo en forma de préstamos de alto riesgo. Según Bloomberg⁴, los prestamistas pueden cobrar en torno al 2 % de la emisión como comisión. Con unas concesiones que alcanzaron en 2019 más de 130.000 millones de USD, las fuentes de beneficios implicadas en las concesiones de préstamos CLO permanecieron en alrededor de los 2.500 millones de USD, el equivalente al 1% del total de los resultados después de impuestos de la banca múltiple de EE. UU. durante el año.

Una importante ventaja del proceso de titulización es que permite a los gestores de activos y entidades como las compañías aseguradoras comprar tramos con perfiles de riesgo que se adapten a sus obligaciones. Además, sin las CLO, muchos inversores no podrían invertir en el mercado de los préstamos corporativos debido al requisito de invertir únicamente en los valores calificados, que ofrecen las CLO, además de las ventajas de participar en un mercado secundario más líquido. Como tal, las CLO mejoran la disponibilidad del crédito para sociedades no financieras, pero probablemente también facilitan un mayor apalancamiento.

Los flujos de caja de CLO vienen determinados por la estructura y tramos de CLO. El ciclo de la CLO se puede dividir como norma general en tres fases. La primera fase consiste en los periodos de almacenamiento e incremento,

3: Guse, M. et al. (2019). Collateralized Loan Obligations in the Financial Accounts of the United States. Comité de la Reserva Federal. <http://bit.ly/36BaSuD>

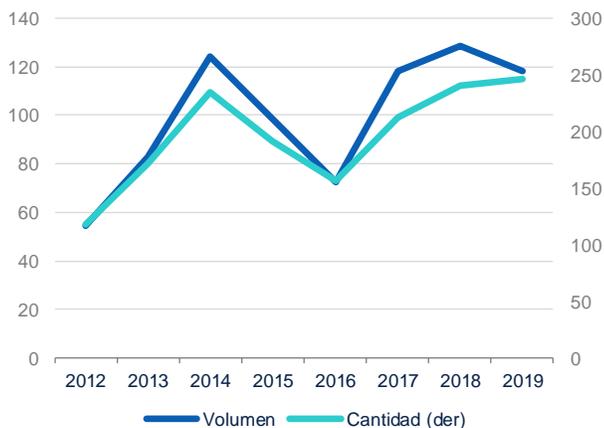
4: Metcalf, T. et al. (2018). Wall Street's Billionaire Machine, Where Almost Everyone Gets Rich. Bloomberg. <https://bloom.bg/2O1tRbh>

durante los cuales se produce la acumulación de CLO mediante la compra de activos utilizando los fondos procedentes de las inversiones. La segunda fase es el periodo de reinversión, durante el que se reinvierten las ganancias de los intereses de los activos CLO en valores adicionales. La última fase consiste en el periodo de amortización durante el que los flujos de caja, tanto de amortización de capital como de intereses, vuelven a los inversores utilizando un método en cascada. La longitud de cada periodo viene determinada por los documentos normativos de cada CLO y varían de estructura a estructura. El método en cascada garantiza que cada tramo se amortiza de manera consecutiva, comenzando por el más antiguo y solo después de que se cumplan determinadas métricas. Esto, en efecto, hace que cualquier cambio en el valor de la garantía se traduzca en ganancias o pérdidas en renta variable y en los tramos más recientes de una manera predefinida.

Mercado de CLO: tamaño y tendencias

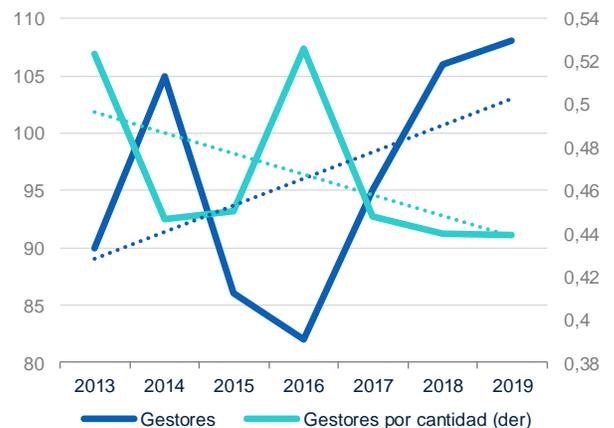
El volumen de las CLO de nueva emisión (en contraposición a las CLO refinanciadas) ha crecido en aproximadamente un 120%, hasta alcanzar los 120.000 millones, en los últimos ocho años. Del mismo modo, el número de CLO también se ha duplicado con creces en el mismo periodo (gráfica 6). A diferencia de los agentes organizadores de CLO, que suelen ser la banca múltiple, los gestores de CLO son empresas de gestión de activos como Credit Suisse Asset Management, GSO (Blackstone), Carlyle, CIFC, PGIM, Ares Management, Guggenheim Investments y Voya Financial. Si bien el mercado se ha visto influido por los nuevos gestores de CLO, la ratio de gestores por acuerdo ha tendido no obstante a decrecer debido al rápido aumento en el número de acuerdos (gráfica 7).

Gráfica 6. **CLO, volumen de nueva emisión y cantidad, en miles de millones de USD y cantidad**



Fuente: S&P

Gráfica 7. **Gestores de CLO**

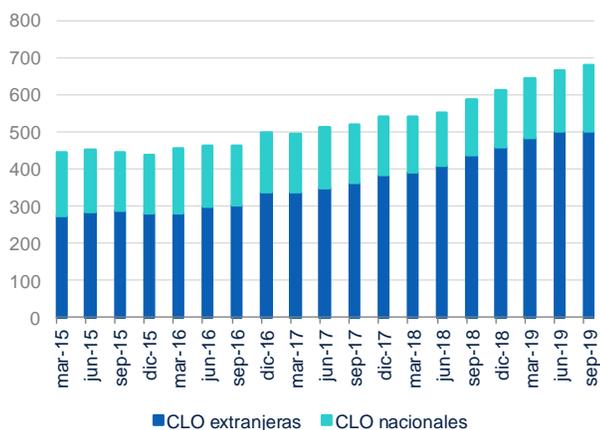


Fuente: S&P

Según datos de la Reserva Federal, el volumen de CLO pendientes en el tercer trimestre de 2019 se mantuvo en aproximadamente 680.000 millones de USD. Una abrumadora proporción de estos instrumentos se crea mediante entidades off-shore, domiciliadas principalmente en las Islas Caimán, debido a consideraciones fiscales y a una jurisdicción más favorable para los acreedores. Aproximadamente un cuarto de las CLO pendientes se crean a través de entidades nacionales, mayoritariamente en Delaware (gráfica 8), debido a su reputación de jurisdicción

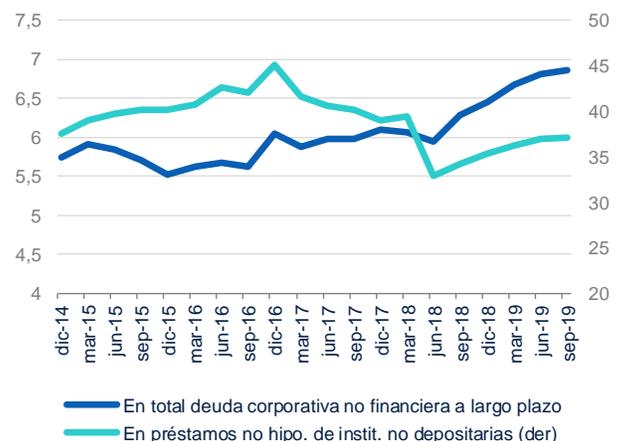
preeminente y su flexibilidad y libertad en la contratación. La garantía de la CLO generalmente adopta la forma de deuda a largo plazo que se clasifica en las tablas de flujo de fondos de la Reserva Federal como «créditos de instituciones no hipotecarias y no depositarias», lo que nos permite evaluar la importancia relativa de la financiación de CLO para las sociedades no financieras. A este respecto, las CLO representan cerca del 7% de la financiación a largo plazo de las sociedades no financieras y el 37% del total de los créditos no hipotecarios de las instituciones no depositarias⁵ (gráfica 9). Esto último representa la proporción de préstamos corporativos no financiados directamente por los bancos, ya que algunos préstamos podrían estar en manos de instituciones no bancarias de forma directa.

Gráfica 8. **CLO pendientes, en miles de millones de USD**



Fuente: Datos de la Reserva Federal y estimaciones de BBVA Research

Gráfica 9. **Importancia relativa de las CLO para la financiación corporativa no financiera de las empresas, %**



Fuente: Datos de la Reserva Federal y estimaciones de BBVA Research

Garantías de CLO

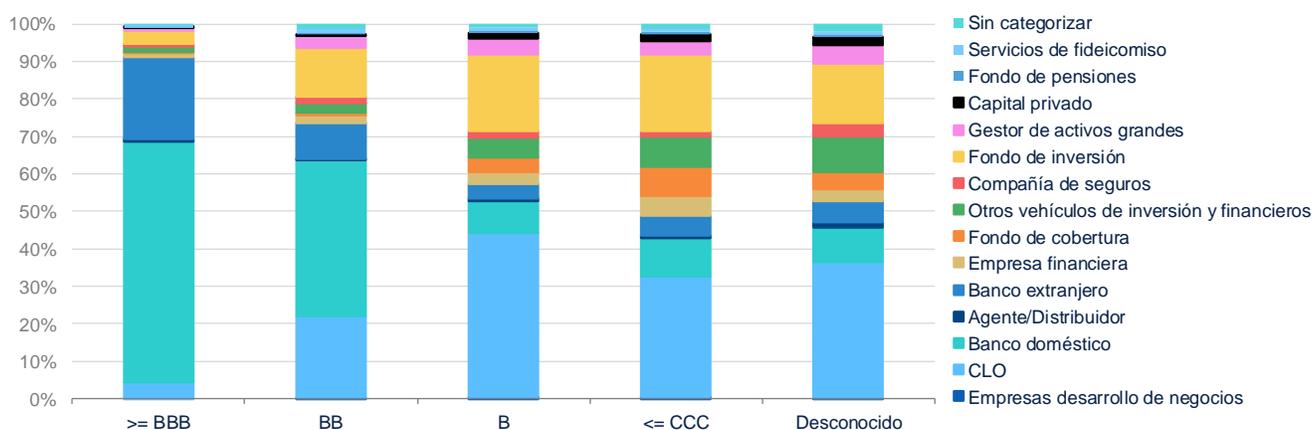
La mayoría de los préstamos utilizados como garantías de CLO son préstamos corporativos no relacionados con el sector inmobiliario, aunque el volumen de CLO de inmuebles comerciales (CRE) ha estado al alza. La garantía CLO proviene generalmente de sindicaciones realizadas por los agentes organizadores de CLO y cuentan con una calificación crediticia más baja. Por ejemplo, mientras los bancos nacionales y extranjeros representan la mayoría de posiciones de los préstamos con grado de inversión, las CLO representan la mayor proporción de préstamos con calificación BB e inferior, así como los préstamos de grado desconocido incluidos en el informe de Crédito Nacional Compartido (SNC) (gráfica 10).

Si bien la garantía CLO podría contar con una calificación de grado de inversión inferior, consta principalmente de deuda garantizada senior, que ocupa el segmento más seguro del espectro de deuda de una empresa. Esto implica que, en caso de quiebra de una empresa, las CLO se encuentran en la primera línea de reembolso. Históricamente, los créditos con garantía real senior han tenido altas tasas de recuperación en caso de impago, lo que ha contribuido

5: Mientras que tradicionalmente las CLO han sido avaladas por créditos no hipotecarios, se ha producido un aumento en el volumen de CLO avaladas por inmuebles comerciales (CRE). Las CLO de CRE suponen actualmente en torno al 5% del total del mercado de CLO.

a unas tasas de recuperaciones de CLO relativamente bajas incluso en condiciones de fuerte estrés financiero. Por ejemplo, según datos de S&P, los impagos corporativos superaron en 2002 el 3,5%, pero los impagos de CLO se mantuvieron por debajo del 0,2%. Por su parte, los impagos corporativos superaron el 4% en 2009, y los impagos de CLO llegaron a un máximo de menos del 0,3% en 2011.⁶

Gráfica 10. **Préstamos registrados por SNC: valores utilizados por categoría de titular en el 4T18**



Fuente: Lee S. et al. (2019)⁷

Dicho esto, los últimos datos demuestran que la garantía de CLO es generalmente emitida por empresas con alto apalancamiento. Los denominados préstamos apalancados son reconocibles no solo por su calificación BB+ o inferior, (algunos pueden incluso no tener calificación), sino también por un alto diferencial por encima de los tipos LIBOR. El gestor de CLO administra los riesgos de la garantía manteniendo un alto grado de diversificación con respecto a la exposición de las empresas y la industria, una cantidad limitada de garantías con calificación CCC, así como sobregarantías. Las sobregarantías son la «ratio de valor de capital agregado de activos agrupados respecto a la deuda pendiente (tramos) que comprende la estructura del capital».⁸ Por último, pero no por ello menos importante, la estructura de la CLO también está sujeta a un requisito de cobertura de intereses, lo que significa que «los ingresos generados por el conjunto de activos se comparan con (y deben ser superiores a) los intereses adeudados en la deuda pendiente».⁹

Para garantizar que las CLO tengan el rendimiento previsto, se realizan pruebas periódicas a nivel de tramo. Estas pruebas garantizan unas sobregarantías limitadas y una cobertura de intereses satisfactoria. En caso de que no se supere alguna de las pruebas, se redirigen los flujos de caja previstos para pagos a los tramos de nivel inferior para garantizar el cumplimiento en los tramos de nivel superior. Estas protecciones permiten que los tramos superiores

6: Vazza et al. (2019). 2018 Annual Global Leveraged Loan CLO Default and Rating Transition Study. S&P. <http://bit.ly/2uG5ide>

7: Lee, Seung Yung et al. (2019). The U.S. Syndicated Term Loan Market: Who holds what and when? Comité de la Reserva Federal. <http://bit.ly/37rJiRw>

8: Johnson, J. (2018). Collateralized Loan Obligations (CLOs) Primer. National Association of Insurance Commissioners. <http://bit.ly/36ziP7A>

9: Ibidem

estén debidamente protegidos y que el método en cascada de la distribución del flujo de caja garantice que las pérdidas en las que se incurra en la parte superior de la escala de antigüedad sean mínimas e improbables.

En este sentido, el papel del gestor de CLO es crítico, no solo desde un punto de vista operativo, sino también estratégico, ya que la tarea del gestor de CLO es gestionar los riesgos y garantizar que la estructura de CLO permanezca dentro del marco contractual, especialmente en circunstancias que supongan un desafío. Esto implica que, en caso de prepagos, los gestores de CLO tendrán que reinvertir los fondos de manera que se mantengan una diversificación y un perfil de riesgos adecuados. El gestor de CLO también se encarga de prevenir que el valor de la garantía caiga por debajo de los límites contractuales, lo que en algunos casos requiere sustituir los préstamos del conjunto de garantías por préstamos diferentes que tengan unos perfiles de riesgo más adecuados. Estos requisitos implican una gestión más o menos activa de las carteras de garantías. Los gestores de CLO reciben incentivos por ofrecer un servicio de alta calidad a los inversores de CLO mediante compensación por niveles, dependiendo del rendimiento del tramo de CLO y las tasas de corte de los diferentes niveles de tramos. Dicho esto, cada CLO puede tener diferentes dotaciones ya que las estructuras no son uniformes.

Riesgos de crédito y de mercado

Los riesgos de crédito relativos a las CLO se derivan generalmente de la calidad crediticia de la garantía subyacente. Los préstamos apalancados son inherentemente arriesgados y podrían volverse incluso más arriesgados con el aumento de la emisión de préstamos con pocos compromisos (gráfica 11). Los préstamos con pocos compromisos carecen de muchas de las protecciones que los prestamistas han utilizado tradicionalmente. «Históricamente, los compromisos financieros se veían como una especie de "sistema de advertencia temprana" para los prestamistas, que les permitía iniciar las discusiones de reestructuración antes de que el negocio del deudor decayera irremediablemente. La ausencia de compromisos significativos en los últimos acuerdos restringe en gran medida la capacidad de los prestamistas de forzar a un prestatario a que tome medidas cuando el negocio encalle. Para empeorar la situación, la capacidad de los prestamistas para salir del préstamo ha quedado restringida debido al creciente uso de listas negras, blancas y unos derechos de consentimiento más estrictos en las transferencias».¹⁰

Mientras que una suficiente diversificación entre emisores e industrias y la gestión activa de las garantías de CLO protegen a los inversores de CLO la mayor parte del tiempo, en caso de que aumente el estrés económico, los gestores de CLO se enfrentarán no solo a un aumento en los impagos a nivel de préstamo, sino también un aumento en la correlación de los precios de los activos, como ya ocurrió en las pasadas crisis económicas. Esto implica que los deterioros en el valor de las garantías serán más sustanciales y extensos de lo que sería previsible la mayor parte del tiempo. En caso de crisis financiera, también cabría esperar una reducción de liquidez en el mercado secundario de préstamos, así como un aumento en las primas de riesgo que podría sacar a algunos prestatarios del mercado y tener un efecto de contracción del crédito. Esto podría desencadenar ventas forzadas y exacerbar aún más la caída de los valores de garantías, amortización de capital y los flujos de caja de pago de intereses.

Cuando se producen impagos, estos se «traducen en pérdidas de garantías, mientras que las rebajas no solo deterioran la cotización de los valores CLO, sino que empeoran la situación desencadenando compromisos que limitan la cantidad de préstamos calificados como basura incluidos en la CLO. Si llega otra recesión, los inversores no tardarían en culpar a los patrocinadores de CLO, gestores de garantías y trustees por su insuficiente diligencia,

10: Wallace, I. & Pilkington, C. (2019). Restructuring the next wave of cov-lite debt. White & Case. <http://bit.ly/3aNSL80>

divulgaciones inapropiadas y por no aceptar los compromisos de calidad de garantías y criterios de inversión, entre otras cosas. Los inversores también podrían invocar las disposiciones sobre casos de impago que requieren la liquidación inmediata de las CLO. Inevitablemente, estos casos podrían acabar, y probablemente acabarían, ante los tribunales». ¹¹ Así pues, el hecho de que no se gestionen adecuadamente las estructuras de las CLO podría dar lugar a una importante responsabilidad y a prolongadas disputas legales. Debido a esto, en la gestión del riesgo es necesario subrayar la importancia de la calidad de los equipos de gestión de CLO. Desgraciadamente, incluso durante el actual periodo de sólida expansión económica, se han dado casos de gestores de CLO que han intentado eludir algunos requisitos contractuales en detrimento de sus inversores, lo cual ha sido impulsado por una «carrera a la baja» provocada por la fuerte competencia por las comisiones de gestión de CLO.

Como nota positiva, «casi ninguna CLO actúa como vehículo de ajuste al mercado y tiene que cumplir con cortes extremadamente altos antes de que se active la liquidación de garantías, haciendo así que estén mejor preparadas para aguantar potencialmente la volatilidad del mercado». ¹² Además, los tramos de CLO tienden a estar en manos de inversores a largo plazo, como compañías aseguradoras, fondos de pensiones, y fondos de inversión, cuyos horizontes de inversión les permiten esperar a que pase la crisis y, por lo tanto, a que disminuya la volatilidad de los precios de las CLO. Dicho esto, los tramos de renta variable y más recientes tendrán que soportar una parte desproporcionada de la carga en caso de desaceleración, en la que probablemente muchos inversores de estos segmentos sufrirían pérdidas.

Comparación entre MBS de carácter privado y CDO

Mientras que el apalancamiento de los hogares fue la causa directa de la Gran Recesión, fueron los MBS de carácter privado, un instrumento para titular las hipotecas subprime, y las CDO más ampliamente, los que propagaron la crisis financiera. Según el Banco de Pagos Internacionales (BIS), había más de 600.000 millones de USD en CDO pendientes en 2007, lo que supone en torno al 4,5% del PIB de los EE. UU. En 2018, había más de 700.000 millones de USD en CLO pendientes (de EE. UU. y el extranjero), lo que corresponde a ligeramente menos del 4% del PIB de los EE. UU. (gráfica 12). Sabiendo que la actual expansión del apalancamiento se está produciendo en el sector de la deuda corporativa, se comprende que, según el BIS, sigan quedando por responder preguntas «acerca de los posibles riesgos a la estabilidad financiera que plantean las CLO, que comparten algunas similitudes con las obligaciones de deuda garantizadas que estuvieron en el centro de la Gran Crisis Financiera». ¹³

Los paralelismos entre las CLO de hoy y las CDO de la pasada década, aunque justificados, no tienen en cuenta los cambios en las condiciones institucionales, económicas y financieras generales que se han producido mientras tanto. La razón principal del nivel más bajo de riesgos sistémicos de hoy es el menor apalancamiento de los hogares y el sector financiero, así como las estrategias de mitigación del riesgo que se han puesto en marcha después del colapso financiero de 2008. Si el ciclo crediticio/empresarial cambia en un futuro previsible, con el apalancamiento de los hogares en un nivel relativamente bajo, es probable que la recesión sea menos profunda y que el nivel de estrés financiero se expanda menos que en 2007-2009. Además, aunque los impagos de la deuda corporativa podrían aumentar dramáticamente como hicieron con el cambio de siglo y parte de los tramos de CLO podrían sufrir pérdidas significativas, es menos probable que las CLO supongan un riesgo sistémico para la estabilidad financiera porque

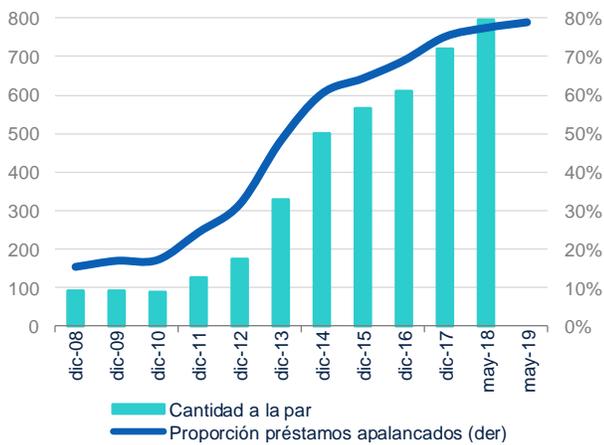
11: Itkin, U. and Breland, A. (2019). Next Economic Downturn Will See Increase in Structured Finance Litigation. Bloomberg Law. <http://bit.ly/2Gnpldj>

12: Miner et al. (2019). Understanding Collateralized Loan Obligations. Guggenheim Investments. <http://bit.ly/2tLJixt>

13: BIS Quarterly Review, septiembre de 2019. <https://bit.ly/2Ng5eaR>

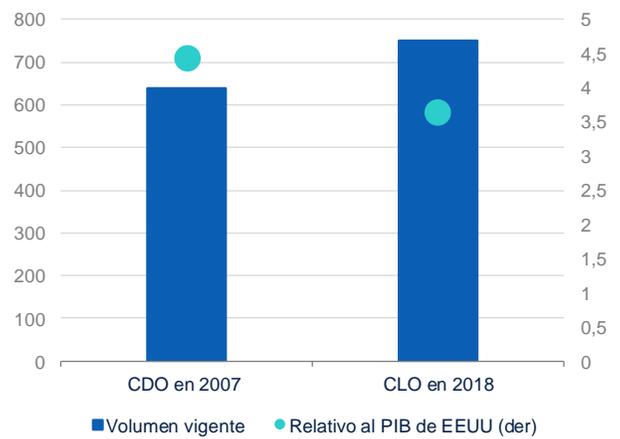
están avaladas por garantías más diversificadas. Además, se ha producido una retitulización mínima, una titulización sintética y una transformación de los plazos, que eran predominantes hace una década y actuaron como fuertes amplificadores del estrés financiero cuando cambió el ciclo crediticio.¹⁴ Por último, pero no menos importante, los bancos cuentan con una cuota pequeña de CLO de menor grado, mientras que los colchones de capital son mucho mayores que los que llevaron a la Gran Recesión.

Gráfica 11. **Cantidad de préstamos con pocos compromisos y proporción de préstamos apalancados pendientes** (en miles de millones de USD y %)



Fuente: Índice de préstamos apalancados de S&P/LSTA y BBVA Research

Gráfica 12. **CDO en 2007 y CLO en 2018 en términos absolutos y relativos**



Fuente: BIS¹⁵ y BBVA Research

Conclusión

Las CLO han conseguido una prominencia significativa durante la última década en un entorno caracterizado por unos tipos de interés bajos y unos inversores ávidos de rentabilidad. Las CLO han facilitado la proliferación de la financiación corporativa a través de préstamos apalancados y, junto con los bonos de alta rentabilidad, han impulsado la acumulación de deuda corporativa. Aunque las CLO parecen en la actualidad fácilmente gestionables debido al sólido nivel de rentabilidad corporativa y los bajos tipos de interés, es probable que se deteriore su calidad crediticia en el futuro cuando las condiciones económicas cambien. Esto afectaría a los tramos de CLO de menor grado e infligirían unos daños nada desdeñables a algunos inversores. No obstante, gracias a los balances saludables de los hogares y a un sector bancario más robusto, las consecuencias del aumento potencial de las tasas de impago de las CLO en la economía global no parecen asemejarse a los del colapso de los MBS y las CDO durante la Gran Crisis Financiera.

14: Ibidem

15: Ibidem

Aviso legal

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.