

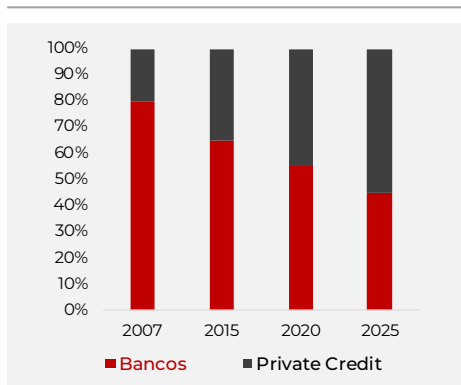
Crédito Privado: **Situación actual y principales riesgos**

En los últimos años, el crédito privado se ha consolidado como uno de los segmentos de mayor crecimiento dentro del sistema financiero global. Lo que inicialmente surgió como una alternativa de financiación tras la crisis financiera de 2008 se ha transformado en un mercado de dimensiones muy relevantes, con implicaciones cada vez más visibles para el conjunto del sistema de crédito.

El aumento reciente de las tensiones en algunos fondos, las crecientes retiradas de capital y las advertencias procedentes de algunos de los mayores gestores del sector han vuelto a situar este mercado en el foco de los inversores.

GRÁFICO 1: La participación del Crédito Privado en operaciones apalancadas empieza a desplazar al crédito bancario tras la crisis financiera

Fuente: *Bloomberg e Inverseguros*



Qué es el crédito privado y cómo ha crecido

El crédito privado -también denominado private credit o direct lending- hace referencia a **préstamos concedidos directamente por fondos de inversión a empresas, sin pasar por el sistema bancario ni por los mercados de bonos**. En muchos casos, este tipo de financiación surge en el contexto de operaciones de leveraged buyouts (LBO), en las que fondos de private equity adquieren compañías utilizando un elevado nivel de apalancamiento y, por lo tanto, demandando financiación mediante este tipo de préstamos.

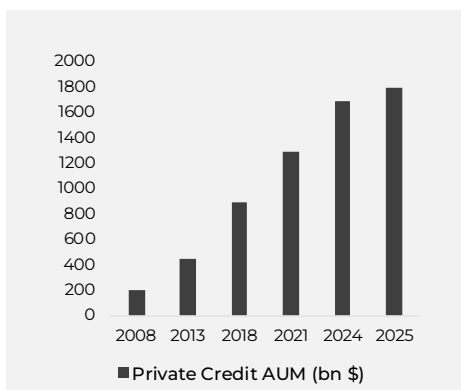
A diferencia de los préstamos sindicados o de las emisiones de deuda cotizada, estos **préstamos suelen negociarse de forma bilateral entre el fondo y la empresa prestataria** y permanecen posteriormente en balance del propio vehículo de inversión hasta su vencimiento.

El origen de este mercado se encuentra en los cambios regulatorios introducidos tras la crisis financiera global de 2008. En este sentido, el endurecimiento de la regulación bancaria -especialmente a través de Basilea III- elevó los requisitos de capital para las entidades financieras, reduciendo su capacidad y apetito por operaciones de financiación apalancada. Este vacío fue progresivamente ocupado por grandes gestoras de activos que comenzaron a desarrollar plataformas especializadas en direct lending, proporcionando financiación directa a compañías, en muchos casos vinculadas a operaciones de private equity (gráfico 1).

El **crecimiento ha sido extraordinariamente rápido**. Mientras que a comienzos de la década pasada el volumen global de activos gestionados en crédito privado apenas superaba los 200.000 millones de dólares, las estimaciones actuales sitúan el tamaño del mercado en torno a 1,8 billones de dólares (gráfico 2) lo que implica un crecimiento anual cercano al 15-20% durante la última década, convirtiéndolo en uno de los segmentos más relevantes dentro de la financiación corporativa.

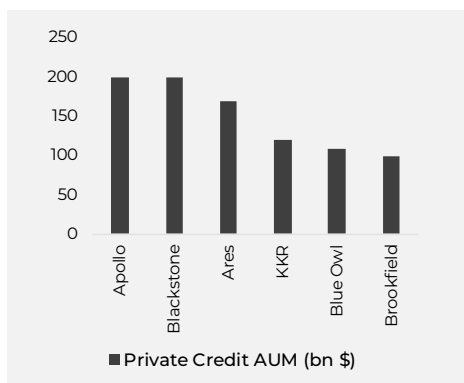
GRÁFICO 2: El Crédito Privado ha crecido con fuerza desde la crisis financiera

Fuente: *Bloomberg e Inverseguros*



Crédito Privado: Situación actual y principales riesgos

GRÁFICO 3: El mercado de crédito privado está concentrado en grandes plataformas de “financiación alternativa”
Fuente: Bloomberg e Inverseguros



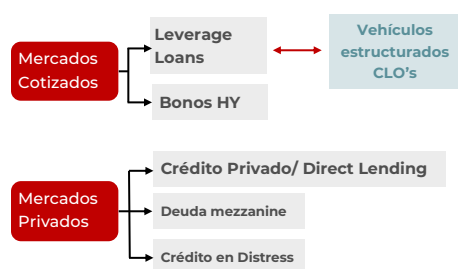
El sector está además relativamente **concentrado en unas pocas plataformas de gran tamaño**. Entre los principales actores destacan Apollo Global Management, Blackstone, Ares Management, KKR, Blue Owl Capital y Brookfield (gráfico 3) que concentran el 50% del total de Private Credit a nivel global, siendo otras entidades relevantes Carlyle, Oaktree o Sixth Street. Estas firmas han desarrollado amplias capacidades de originación y hoy compiten directamente con los bancos en la financiación de adquisiciones corporativas.

El papel del crédito privado dentro del ecosistema de financiación corporativa

El desarrollo del crédito privado no puede entenderse de forma aislada, sino como parte de un ecosistema más amplio de financiación de empresas altamente apalancadas.

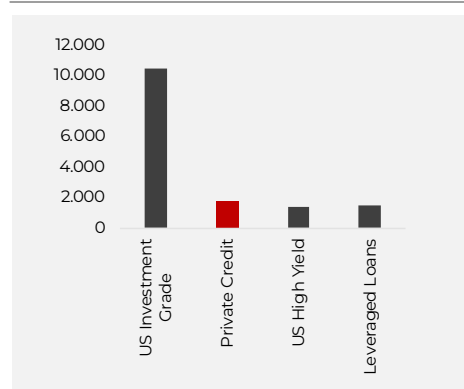
Tradicionalmente, estas compañías se han financiado a través de los mercados de crédito cotizados, principalmente mediante leveraged loans -préstamos sindicados por bancos y posteriormente distribuidos entre inversores institucionales- o a través de emisiones de bonos High Yield. Una parte relevante de estos préstamos sindicados es adquirida posteriormente por vehículos estructurados conocidos como CLOs (Collateralized Loan Obligations), que agrupan estos préstamos en carteras y emiten distintos tramos de deuda respaldados por dichos activos (gráfico 4).

GRÁFICO 4: Principales canales de financiación de empresas altamente apalancadas.
Fuente: Bloomberg e Inverseguros



Sin embargo, durante la última década ha ganado peso el denominado crédito privado o direct lending, en el que fondos de inversión especializados conceden préstamos directamente a las empresas sin pasar por los mercados de crédito cotizados. De hecho, a día de hoy, el crédito privado es comparable en tamaño a los préstamos apalancados y al mercado HY en EEUU (gráfico 5).

GRÁFICO 5: El crédito privado tiene un tamaño similar al de los leverage loans.
Fuente: Bloomberg e Inverseguros (en bn \$)



De esta forma, aunque se trata de instrumentos distintos, todos ellos forman parte del mismo ecosistema de financiación de compañías apalancadas, por lo que las tensiones que puedan surgir en uno de estos segmentos tienden a trasladarse con relativa rapidez al resto del mercado de crédito.

Principales riesgos asociados al crecimiento del sector

El rápido crecimiento del crédito privado ha venido acompañado de un debate creciente sobre los riesgos potenciales asociados a este mercado.

- Una de las principales características del crédito privado es su **escasa liquidez**. A diferencia de los bonos o de los préstamos sindicados (leveraged loans), los activos no cotizan en mercados secundarios profundos, lo que dificulta su venta rápida en caso de necesidad. Esto implica que, ante

Crédito Privado: **Situación actual y principales riesgos**

un aumento de las solicitudes de reembolso por parte de los inversores, los gestores pueden verse obligados a limitar temporalmente las retiradas de capital para evitar la venta forzada de activos en condiciones desfavorables. De hecho, en los últimos meses algunos fondos del sector han comenzado a aplicar este tipo de restricciones. Recientemente, Morgan Stanley anunció que limitaría las retiradas en uno de sus fondos de crédito privado, atendiendo únicamente una parte de las solicitudes de reembolso recibidas en el trimestre. Este tipo de mecanismos refleja el desajuste potencial entre la liquidez de los activos subyacentes -préstamos privados que suelen mantenerse hasta vencimiento- y las ventanas periódicas de liquidez ofrecidas a los inversores.

GRÁFICO 6: Principales riesgos asociados al crecimiento del crédito privado

Fuente: Inverseguros



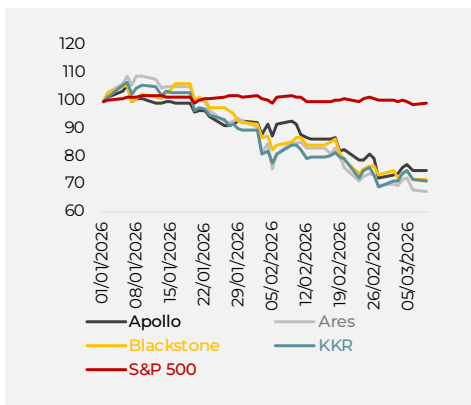
2. A ello se suma el hecho de que las **valoraciones suelen basarse en modelos internos**, al no existir precios de mercado observables. Esto puede generar una cierta estabilidad aparente en periodos de tensión, pero también implica que los ajustes de valoración pueden producirse de forma abrupta cuando finalmente se materializan.
3. Otro elemento relevante es la **vinculación del sector a empresas altamente apalancadas**. En un entorno de tipos de interés elevados o de deterioro económico, la capacidad de estas compañías para atender el servicio de la deuda puede verse comprometida.
4. Por último, aunque el crédito privado se sitúa formalmente fuera del sistema bancario, existe una **creciente interconexión con el sistema financiero tradicional**. De hecho, para aumentar la rentabilidad, algunos fondos utilizan financiación adicional proporcionada por bancos. Esto puede hacerse mediante distintos instrumentos, pero uno de los más importantes son los llamados NAV loans (Net Asset Value loans), mediante los cuales, el banco presta dinero al fondo utilizando como garantía el valor de la cartera de préstamos de dicho fondo. Así, el problema aparece si las empresas a las que ha prestado el fondo tienen dificultades y, por lo tanto, el valor de esos préstamos cae. Dado que dichos activos están siendo utilizados como garantía frente al banco, la entidad financiera puede exigir más colateral o el reembolso parcial del préstamo, generando margin calls.

De esta forma, aunque el crédito privado se ha presentado durante años como una forma de trasladar el riesgo fuera del sistema bancario **la realidad es que los bancos siguen estando conectados al sector porque financian a muchos de estos fondos**. Esto significa que, si se produjera un deterioro importante en las carteras de crédito privado, las tensiones podrían trasladarse también al sistema bancario.

Crédito Privado: Situación actual y principales riesgos

GRÁFICO 7: Las principales gestoras de crédito privado han experimentado en el año pérdidas considerables

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



Señales recientes que centran la atención en el sector

Un reflejo de esta creciente cautela puede observarse en el comportamiento bursátil reciente de algunas de las principales gestoras especializadas en crédito privado. En lo que va de año, compañías como Apollo, Ares, Blackstone o KKR han registrado **caídas en bolsa cercanas al 30%**, un comportamiento significativamente peor que el del conjunto del mercado (gráfico 7), con el S&P 500 retrocediendo apenas un 1% en el mismo periodo. Aunque la evolución de estas entidades depende de múltiples factores, este ajuste relativo sugiere que una parte de los inversores está comenzando a descontar un entorno potencialmente más complejo para el crédito privado, marcado por mayores riesgos de deterioro crediticio, posibles ajustes en valoraciones y un contexto de liquidez menos favorable que el observado en años anteriores.

En este sentido, los niveles agregados de impago en el crédito corporativo siguen siendo relativamente contenidos. Asimismo, las ratios de upgrades frente a downgrades de las tres principales agencias de rating se mantienen por debajo de la unidad, lo que indica que las rebajas de rating continúan superando a las mejoras. No obstante, por el momento estos indicadores no muestran un deterioro acusado (gráfico 8), sugiriendo más bien un escenario de estabilización tras el deterioro observado durante la pandemia. En cualquier caso, estas métricas reflejan principalmente el comportamiento del mercado de crédito cotizado, mientras que una parte significativa del universo de crédito privado no cuenta con calificación crediticia formal, lo que dificulta la identificación temprana de posibles tensiones en ese segmento.

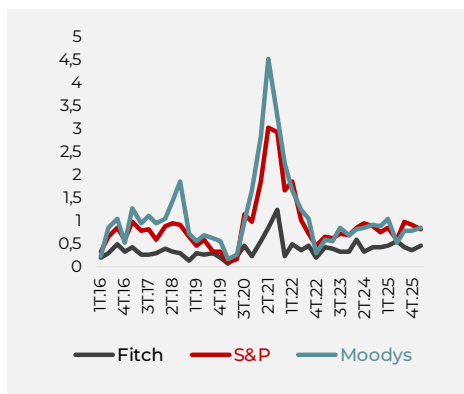
De hecho, en los últimos meses han comenzado a aparecer una serie de señales que han vuelto a situar al crédito privado en el foco de atención de los inversores ya que podrían ser indicadores tempranos de tensiones en determinados segmentos del mercado.

Así, algunos indicadores dentro del propio mercado de financiación privada apuntan a un uso **creciente de estructuras financieras más flexibles, como los préstamos con intereses capitalizados (PIK- Payment in Kind)**, que permiten a las empresas posponer el pago de intereses en efectivo, al capitalizarlos y añadirlos al principal del préstamo. Aunque este tipo de instrumentos no es nuevo en el mercado, su mayor utilización suele interpretarse como una señal de que algunas compañías comienzan a encontrar dificultades para hacer frente a sus obligaciones financieras en un entorno de financiación más restrictivo.

Otra fuente de atención ha sido el **comportamiento reciente de algunos vehículos especializados en crédito privado, particularmente las Business Development Companies (BDC) en EEUU**. Se trata de vehículos de inversión cotizados que

GRÁFICO 8: La ratio de Up/Downgrades de las principales agencias crediticias se mantiene estable en los últimos trimestres

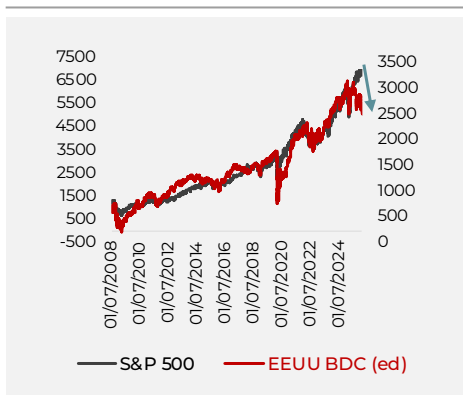
Fuente: Bloomberg e Inverseguros



Crédito Privado: **Situación actual y principales riesgos**

GRÁFICO 9: Las principales BDC cotizadas estadounidenses se han visto especialmente penalizadas desde finales de 2023

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



conceden préstamos principalmente a empresas medianas respaldadas por fondos de private equity. Dado que gestionan una parte significativa del crédito privado en el mercado estadounidense, la evolución de sus cotizaciones y de sus carteras de préstamos suele interpretarse como un indicador adelantado de las condiciones financieras dentro de este segmento.

En lo que va de año, varias de estas entidades han experimentado **salidas de capital y revisiones a la baja en el valor de sus carteras de préstamos**, lo que ha llevado en algunos casos a ajustes en dividendos o a descuentos significativos respecto al valor liquidativo. Dado que estos vehículos son uno de los principales inversores en préstamos directos y leveraged loans, una prolongación de estas dinámicas podría generar presiones adicionales sobre el mercado secundario de crédito. El índice MVIS US Business Development Companies, que recoge la evolución de las principales BDC cotizadas en EEUU, ha registrado caídas muy superiores a las del mercado bursátil en general (gráfico 9). Este comportamiento sugiere que una parte de los inversores comienza a descontar un entorno potencialmente más complejo para el crédito privado, incluso en un contexto en el que los niveles agregados de impago siguen siendo reducidos.

El posible impacto de la inteligencia artificial

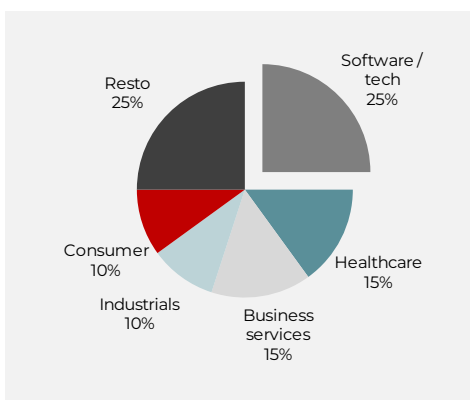
A estas preocupaciones se ha añadido recientemente un nuevo factor de riesgo: la posible disrupción que la inteligencia artificial podría generar en determinados sectores corporativos.

Una parte relevante de los préstamos concedidos por fondos de crédito privado se dirige a compañías tecnológicas, especialmente del sector del software empresarial (gráfico 10), que en muchos casos operan con modelos de ingresos recurrentes basados en suscripciones. Este tipo de empresas ha sido tradicionalmente atractivo para los financiadores debido a la previsibilidad de sus ingresos, lo que ha permitido estructurar operaciones con niveles de apalancamiento relativamente elevados.

Sin embargo, **el rápido desarrollo de nuevas tecnologías de IA podría alterar el equilibrio competitivo dentro de este sector**. Por un lado, la aparición de nuevas herramientas basadas en IA podría reducir las barreras de entrada en determinadas áreas del software, incrementando la competencia y presionando los márgenes de las compañías existentes. Por otro lado, muchas empresas tecnológicas están aumentando de forma significativa sus inversiones en IA con el objetivo de no quedarse atrás en la carrera tecnológica, lo que podría deteriorar temporalmente su generación de caja.

GRÁFICO 10: Sectores más financiados por Private Credit

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



Crédito Privado: **Situación actual y principales riesgos**

GRÁFICO 11: Distress ratio en préstamos apalancados del sector tecnológico en EEUU

Fuente: Bloomberg e Inverseguros

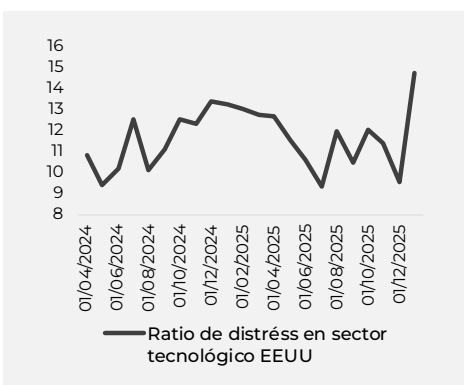
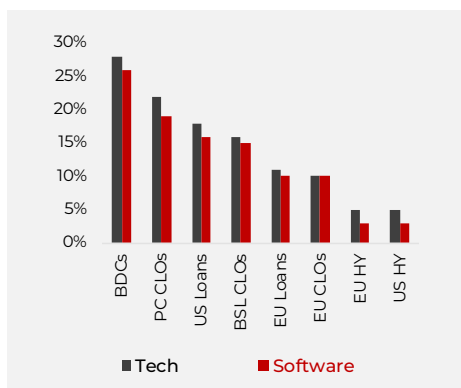


GRÁFICO 12: La exposición a software es mayor en las BDCs de EEUU

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



Este riesgo resulta particularmente relevante en el contexto del crédito apalancado, ya que una parte significativa de las compañías financiadas en este segmento presenta niveles de rentabilidad todavía limitados o incluso EBITDA negativo, confiando en el crecimiento futuro para mejorar su perfil financiero. En este sentido, si la adopción de nuevas tecnologías modificara de forma sustancial las perspectivas de crecimiento del sector, algunas de estas compañías podrían enfrentar mayores dificultades para refinanciar su deuda.

De hecho, algunos indicadores dentro del mercado de préstamos apalancados ya han comenzado a reflejar un **aumento de las tensiones en determinados segmentos tecnológicos**. En EEUU, la proporción de préstamos del sector tecnológico que cotizan a niveles considerados de distress ha aumentado de forma significativa durante el último año, situándose en niveles elevados en comparación con los últimos años (gráfico 11). Aunque este fenómeno está concentrado en un número limitado de compañías, su evolución está siendo seguida con atención por los inversores como posible señal temprana de deterioro en el crédito corporativo vinculado al sector tecnológico.

Además, la exposición del ecosistema de financiación apalancada al sector tecnológico no es homogénea. Como muestra el gráfico 12 los vehículos más vinculados al crédito privado -particularmente las BDC y algunos fondos de crédito privado- presentan una exposición relativamente mayor a compañías tecnológicas y de software que otros segmentos del mercado de crédito, como los bonos high yield. Esto implica que una eventual disrupción en este sector podría tener un impacto más directo en determinados vehículos de financiación privada, explicando también el peor comportamiento relativo de los BDCs que hemos comentado anteriormente.

En este contexto, aunque buena parte del mercado considera que los escenarios más extremos -que plantean tasas de impago cercanas al 15%- resultan excesivamente pesimistas, el debate sobre el impacto potencial de la inteligencia artificial ha contribuido a aumentar la atención de los inversores sobre la calidad crediticia de algunas compañías tecnológicas financiadas mediante estructuras de crédito apalancado.

Conclusión

El crédito privado se ha convertido en uno de los pilares de la financiación corporativa global, alcanzando un tamaño cercano a 1,8 billones de dólares y desempeñando un papel cada vez más relevante en la financiación de empresas altamente apalancadas.

Sin embargo, su rápido crecimiento, la naturaleza ilíquida de los activos y su creciente interconexión con el sistema financiero tradicional hacen que el sector sea observado con creciente

Crédito Privado: **Situación actual y principales riesgos**

atención por parte de inversores. En un entorno caracterizado por tipos de interés aún elevados y posibles cambios estructurales en algunos sectores económicos -especialmente en tecnología- el comportamiento de este mercado podría convertirse en un factor cada vez más relevante para la evolución del conjunto del crédito corporativo.

Aunque el crédito privado no presenta, por el momento, un riesgo sistémico comparable al del sistema bancario tradicional, su creciente tamaño e interconexión con otros segmentos del mercado de crédito hacen que cualquier deterioro relevante pueda amplificar las tensiones en el conjunto del sistema financiero.

En este contexto, más que anticipar un aumento inmediato de los impagos, el principal debate entre los inversores se centra en hasta qué punto el rápido crecimiento del crédito privado podría amplificar las tensiones si el ciclo crediticio se deteriora.

DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS

Silvia Verde (Directora de Análisis)

sverde@inverseguros.es

Patricia Rubio (Soporte Adtvo)

prubio@inverseguros.es



Calle Dr. Fleming, 11 1ª CD

28036 (Madrid)

+34 91 577 39 70

analisis@inverseguros.es

AVISO LEGAL

La presente Nota ha sido elaborada por Inverseguros Sociedad de Valores, S.A. y se facilita sólo a efectos informativos. Inverseguros Sociedad de Valores, S.A. es una entidad inscrita en España, autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La presente Nota no puede considerarse asesoramiento financiero personalizado, ni una oferta de compra o venta de acciones. La misma ha sido elaborada con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El receptor de la misma que tenga acceso debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que se hagan referencia pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración de la presente nota, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias, así como la información pública existente sobre dicho valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV y en la entidad emisora. Asimismo, debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Asimismo, advertimos que toda inversión en cualquier valor está sujeta a riesgos de pérdida, incluso del principal invertido, así como que las inversiones en mercados cotizados conllevan gastos que no se están teniendo en consideración en este informe. Inverseguros Sociedad de Valores, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Las opiniones expresadas en este informe reflejan las opiniones personales del equipo de análisis de Inverseguros Sociedad de Valores, S.A.. Asimismo, el equipo de análisis no recibe ni recibirá ingreso alguno por proporcionar una opinión específica en la presente Nota.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha actuado de buena fe y de manera razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se puede garantizar que sea, precisa, exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

Es posible que Inverseguros Sociedad de Valores, S.A., pueda tener una posición en los valores a los que se refiere la presente Nota, negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento, colocación, aseguramiento u otros servicios al emisor de dicho valor, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados.

Inverseguros Sociedad de Valores, S.A. cuenta con Política de Conflictos de Interés, así como un Reglamento Interno de Conducta (RIC), de obligado cumplimiento para todos sus empleados, directivos y Consejeros.

La presente Nota no podrá ser reproducida, distribuida ni publicada por ningún receptor de la misma.