



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
ICADE

**CAUSAS DE LA EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DE FUTURO DE LOS  
FONDOS DE CRÉDITO PRIVADO EN EUROPA**

Análisis de los principales factores internos y externos que han impulsado el  
crecimiento de los fondos de crédito privado en Europa de 2008 a 2024

Autor: Lucía Alario López  
Director: Prof. Dra. Natalia Cassinello Plaza

MADRID | Marzo 2025

## RESUMEN

Este Trabajo de Fin de Grado analiza los principales factores internos y externos que han impulsado el crecimiento de los fondos de deuda privada en Europa tras la crisis financiera de 2008 hasta 2024. Se identifican las características y factores que pueden favorecer o limitar su expansión, valorando la sostenibilidad de su tendencia alcista, mediante una revisión de la literatura y un análisis cuantitativo y cualitativo de su impacto y la evolución del mercado. Las conclusiones del estudio sugieren que las ventajas para prestatarios, inversores finales y gestores que han favorecido el crecimiento de los fondos de crédito hasta hoy, seguirán siendo potenciadas por factores externos, como la situación de las instituciones bancarias, la actividad de *M&A* y *private equity* y los diferentes escenarios de tipos de interés. No obstante, es necesario considerar los posibles efectos derivados de un aumento en la regulación europea de *compliance* e información, que podrían influir negativamente en el desempeño de los fondos de crédito en el futuro.

Palabras clave: Crédito o deuda privada, fondos de crédito o deuda, financiación, regulación, mercados privados, *private equity*, *direct lending*.

## ABSTRACT

*This Thesis analyzes the main internal and external factors that have driven the growth of private debt funds in Europe from the 2008 financial crisis to 2024. The characteristics that may drive or limit this expansion as well as the sustainability of its growth are analyzed through literature review and a quantitative and qualitative analysis of their impact and the market's evolution. The study's conclusions suggest that the advantages for borrowers, end investors, and managers that have previously supported the growth of credit funds will be further enhanced by external factors such as the state of banking institutions, M&A and private equity activity, and different interest rate scenarios. However, it is important to consider the potential effects arising from increased European regulatory requirements on compliance and information, which could influence the performance of credit funds in the future.*

*Keywords: Private credit or debt, credit or debt funds, financing, regulation, private markets, private equity, direct lending.*

# ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	5
<b>1.1. Introducción</b> .....	5
<b>1.2. Objetivo y Metodología</b> .....	7
<b>1.3. Estructura</b> .....	8
<b>2. EL MERCADO DE DEUDA PRIVADA EN EUROPA: CONCEPTO, EVOLUCIÓN Y ESTADO ACTUAL</b> .....	9
<b>2.1. Definiciones</b> .....	9
2.1.1. Definición de Crédito o Deuda Privada.....	9
2.1.2. Definición de Fondos de Crédito o Fondos de Deuda.....	10
<b>2.2. Caracteres de la Deuda Privada</b> .....	12
2.2.1. Estructura y Actores.....	12
2.2.2. Características de la Deuda Privada en Europa.....	16
<b>2.3. Volumen y Distribución de la Deuda Privada</b> .....	19
2.3.1. Levantamiento de Fondos ( <i>Fundraising</i> ).....	19
2.3.2. Activos Bajo Gestión ( <i>AUM</i> ).....	23
2.3.3. Actividad.....	24
<b>3. FACTORES INTRÍNSECOS DE LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PRIVADA: IDENTIFICACIÓN Y ANÁLISIS DE LAS CARACTERÍSTICAS QUE LA HAN FAVORECIDO Y SUS POSIBLES RIESGOS</b> .....	27
<b>3.1. Ventajas de los Fondos de Crédito</b> .....	27
3.1.1. Ventajas para los prestatarios.....	27
3.1.2. Ventajas para los inversores finales.....	31
3.1.3. Ventajas para los gestores de activos.....	32
<b>3.2. Posibles riesgos de los Fondos de Crédito</b> .....	35
3.2.1. Opacidad de la información.....	36

3.2.2.	Consecuencias en procesos de insolvencia.....	37
3.2.3.	Conflictos de interés y concentración.....	39
4.3.3.	Competitividad y saturación.....	40
<b>4.</b>	<b><i>FACTORES EXTRÍNSECOS DE LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PRIVADA: PRINCIPALES CONDICIONANTES EXTERNOS DEL MERCADO DEL CRÉDITO PRIVADO.....</i></b>	<b>42</b>
<b>4.1.</b>	<b>La Situación de las Instituciones Bancarias .....</b>	<b>42</b>
4.1.1.	Impacto de la regulación bancaria.....	42
4.1.2.	Variación de la disponibilidad de crédito.....	44
4.1.3.	Incremento de la consolidación bancaria.....	46
4.1.4.	Impacto global de la situación de las instituciones bancarias .....	47
<b>4.2.</b>	<b>La Regulación de los Fondos de Crédito .....</b>	<b>48</b>
4.2.1.	Regulación de capitalización.....	49
4.2.2.	Regulación de <i>compliance</i> e información .....	50
4.2.3.	Impacto global de la regulación de los fondos de crédito .....	51
<b>4.3.</b>	<b>La Actividad de <i>M&amp;A</i> y <i>Private Equity</i>.....</b>	<b>51</b>
4.3.1.	Relación del <i>M&amp;A</i> y <i>Private Equity</i> con el volumen de deuda privada.....	52
4.3.2.	Impacto global del <i>M&amp;A</i> y <i>Private Equity</i> en los fondos de crédito.....	53
<b>4.4.</b>	<b>Tipo de Interés .....</b>	<b>53</b>
4.4.1.	Impacto global de los tipos en los fondos de crédito.....	54
<b>4.5.</b>	<b>Conclusiones del impacto de los factores externos .....</b>	<b>55</b>
<b>5.</b>	<b><i>CONCLUSIONES</i>.....</b>	<b>63</b>
<b>6.</b>	<b><i>DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA</i> .....</b>	<b>67</b>
<b>7.</b>	<b><i>BIBLIOGRAFÍA</i>.....</b>	<b>68</b>

## 1. INTRODUCCIÓN

### 1.1. Introducción

En el pasado, las grandes tendencias en el mercado de la deuda han sido la preferencia por los mercados públicos o cuasi-públicos, la dispersión de prestatarios (Ellias y de Fontanay, 2024), y el papel fundamental de los bancos como principales proveedores de financiación corporativa (Loumioti, 2019). Sin embargo, estamos presenciando una reciente y dramática reversión de estas tendencias.

La deuda privada se ha convertido en una fuente de financiación cada vez más importante, llevando al mercado de deuda corporativa las mismas fuerzas de privatización, concentración e iliquidez que ya transformaron los mercados de capital (Ellias y de Fontanay, 2024). En los últimos 20 años, la expansión del crédito ha sido casi exclusivamente impulsada por la entrada de inversores institucionales no bancarios en el mercado de la deuda privada (Loumioti, 2019).

El sector de la deuda privada, que lleva en activo alrededor de 30 años (FMI, 2024), nació como una solución para empresas de tamaño medio a las que se les atribuyó demasiado riesgo o un tamaño excesivamente grande para los bancos comerciales, pero insuficiente para acceder a los mercados públicos de deuda. Aunque toma diferentes formas, su vehículo más común, ocupando el 81% del mercado total, son los fondos cerrados con estructuras de llamadas de capital y un ciclo de vida limitado, similares a los fondos de *private equity* (FMI, 2024), a los que nos referiremos como fondos de deuda o fondos de crédito y en los que se centra este trabajo.

Su primer gran impulso llegó con la crisis financiera de 2008, como explican Kreamer-Eis, Battazzi, Charrier, Natoli y Squilloni en su investigación para el Fondo de Inversión Europeo (2014), después de que los bancos alcanzasen niveles de deuda potencialmente insostenibles. El necesario desapalancamiento posterior causó incertidumbre sobre la capacidad y voluntad de las instituciones bancarias de financiar a compañías con mayor riesgo una vez comenzase a subir la demanda (Kraemer-Eis-Eis et al., 2014).

Esto propició un incremento de la financiación a través de los mercados de capital e instrumentos alternativos de deuda, con un mayor impacto en términos relativos en Europa, ya que las instituciones bancarias financiaban entre el 75-80% de su economía (Wehinger, 2012).

Tras la crisis del Covid 19, los “*direct lenders*” o los prestamistas directos de capital, volvieron a tomar un papel protagonista, mostrando más flexibilidad que los bancos a la hora de lidiar con shocks en el sistema financiero (Jang, 2025), asentando su papel como instrumento de financiación alternativo. En 2023, tras el cierre de los mercados sindicados de deuda, durante un año turbulento para los mercados privados, la deuda privada superó a otras clases de activos de mercados privados en términos de levantamiento de fondos, crecimiento de activos bajo gestión y desempeño (Mckinsey, 2024).

Según los autores liderados por Cohen, para el último Informe de Perspectivas de la Economía Mundial del Fondo Monetario Internacional, el crédito privado ha crecido exponencialmente y está convirtiéndose en “una parte importante e interconectada del sistema financiero” (FMI, 2024). En los últimos años, ha pasado de tener un papel complementario a uno protagonista en la financiación de transacciones (LBOs<sup>1</sup>, adquisiciones *bolt-on* o complementarias<sup>2</sup>, refinanciaciones), pasando de un 27% de transacciones financiadas en 2020 a un 53% en 2023 (KKR, 2024).

Sin embargo, como indican Cherenko, Ialenti y Scharfstein, todavía no hay consenso de por qué esta forma de crédito, la mayoría utilizada para financiar transacciones de compañías de *middle-market*<sup>3</sup> sponsorizadas por *private equity*, ha crecido tanto fuera del sector bancario (2025).

---

<sup>1</sup> LBO: *Leverage buy out* o compra apalancada, es una estrategia financiera en la que una empresa es adquirida utilizando una gran cantidad de deuda (apalancamiento) para financiar la compra, a través de recursos propios y deuda externa, como préstamos o bonos.

<sup>2</sup> Adquisiciones *bolt-on* o complementarias: adquisición de una empresa más pequeña por otra mayor con un objetivo estratégico, para complementar o expandir las operaciones de la última, integrándola en su estrategia de crecimiento.

<sup>3</sup> Compañías medianas o de *middle-market*: firma demasiado pequeña para emitir deuda pública pero que requiere financiación excesivamente grande para un único banco debido a su tamaño y perfil de riesgo. El tamaño de estas empresas *middle-market* varía ampliamente. En Estados Unidos, se definen como empresas entre \$100m - \$1.000m de beneficio anual. En contraste con las deudas sindicadas, los créditos a estas firmas son normalmente sin *rating*, incluso cuando hay múltiples prestamistas involucrados (FMI, 2024).

Ahora, presenciando la reapertura de los mercados sindicados de deuda y la vuelta de los grandes prestamistas, y con la normalización el mercado de financiación tradicional europeo y global, cabe preguntarse cuál será el papel del crédito privado en el futuro de Europa.

## **1.2. Objetivo y Metodología**

El objetivo del presente Trabajo de Fin de Grado es identificar los principales factores que han impulsado el crecimiento de los fondos de deuda en Europa como vehículo de inversión y financiación, particularmente tras la crisis financiera de 2008 hasta 2024, y analizar cuáles de ellos pueden favorecer o limitar su crecimiento a futuro, y la medida en la que puede o no sostenerse su tendencia alcista.

Para ello, se ha hecho una revisión de la literatura y se ha extraído la evolución que ha experimentado la deuda privada y se han identificado aquellos factores que la han impulsado, tanto intrínsecos (aquellos propios del instrumento) como extrínsecos (aquellos del contexto en el que se ha dado el crecimiento). Se ha hecho un análisis cuantitativo y cualitativo del impacto de dichos factores en este crecimiento y de los posibles riesgos que pueden determinar su permanencia a futuro.

La metodología utilizada se basa en la revisión de la literatura académica complementada con estudios del sector, financieros y legales, recopiladas a través de bases de datos académicas como Google Scholar, Dialnet, Research Gate o el Social Science Research Network (SSRN). La opacidad propia del sector y la novedad del tema han resultado en limitada literatura dedicada al objeto de estudio hasta hoy. Se ha recurrido principalmente a fuentes anglosajonas, europeas, pero también americanas, ya que el mercado tiene un mayor tamaño y antigüedad en Estados Unidos. Las conclusiones de los estudios realizados en este mercado han sido de gran utilidad para la elaboración de este trabajo y se extrapolan al comportamiento de la deuda privada en Europa, dada su análoga estructura y funcionamiento.

### **1.3. Estructura**

Este trabajo se estructura en siete capítulos: 1) Introducción, 2) El Mercado de la Deuda Privada en Europa: Concepto, Evolución y Estado Actual, 3) Factores Intrínsecos de la Evolución de la Deuda Privada: Ventajas y Riesgos de los Fondos de Crédito, 4) Factores Extrínsecos de la Evolución de la Deuda Privada: Principales Condicionantes del Mercado de Crédito Privado, 5) Conclusiones, 6) Declaración de uso de herramientas de inteligencia artificial generativa y 7) Conclusiones.

En primer lugar, se define el concepto de deuda privada y fondos de crédito para enmarcar y acotar el objeto del trabajo, se explica su estructura, actores y características principales y se expone su evolución hasta el día de hoy en términos de activos bajo gestión, actividad y fondos levantados.

Una vez comprendido el concepto y expuesto su crecimiento, se hace un análisis de los factores intrínsecos que la han impulsado, es decir, aquellas características propias de la deuda privada que la han hecho atractiva para prestatarios, inversores finales y gestores de activos, favoreciendo a su desarrollo hasta hoy. Se analizan también aquellas características internas que pueden suponer riesgos y frenar su crecimiento.

A continuación, se hace un análisis de los principales factores externos que pueden afectar a la deuda privada a futuro, tanto favoreciéndola como perjudicándola. Por último, se analizan las relaciones entre factores internos y externos para sacar conclusiones de sus perspectivas a futuro.

## 2. EL MERCADO DE DEUDA PRIVADA EN EUROPA: CONCEPTO, EVOLUCIÓN Y ESTADO ACTUAL

En este capítulo se resume el estado actual de la deuda privada en Europa con el objetivo de identificar y cuantificar su tendencia de crecimiento. En primer lugar, se define el concepto y su estructura, a continuación, se explican los actores principales del mercado y, por último, se presenta un análisis de la evolución que ha sufrido en los últimos años y su situación actual.

### 2.1. Definiciones

Dada la amplitud del concepto de deuda privada y sus diferentes vehículos, antes de proceder al análisis es oportuno definir dos conceptos clave: crédito o deuda privada y sus vehículos mayoritarios, los fondos de crédito o deuda.

#### 2.1.1. Definición de Crédito o Deuda Privada

De manera simplificada, el crédito privado se define como “préstamos por intermediarios financieros no bancarios al sector corporativo” (Cherenko et al., 2025).

El crédito privado es “crédito corporativo no bancario provisto a través de acuerdos bilaterales o pequeños “*club deals*”<sup>4</sup> fuera del ámbito de la deuda pública o los bancos comerciales. Esta definición excluye créditos bancarios, préstamos ampliamente sindicados<sup>5</sup> y financiación a través de activos cotizados, como los bonos corporativos” (FMI, 2024).

Dado el papel predominante de los fondos de crédito como vehículo para la deuda privada, también se ha definido ésta como “una clase de activo fuente de financiación corporativa donde un fondo de crédito privado provee préstamos a deudores

---

<sup>4</sup> Cuando varios prestamistas se ponen de acuerdo para financiar una operación de manera conjunta.

<sup>5</sup> Préstamos ampliamente sindicados: “forma de financiación provista por un grupo de prestamistas, normalmente bancos y otras instituciones financieras, a un único prestatario. Los préstamos están sindicados cuando son demasiado grandes o tienen demasiado riesgo para un único prestamista. Estos préstamos se estructuran y organizan por uno o más agentes prestamistas - típicamente bancos de inversión - que suscriben y facilitan la transacción. Dada la amplia base de inversores, las deudas sindicadas grandes normalmente se comercializan en un mercado secundario” (FMI, 2025).

esponsorizados, es decir, con un *private equity* en su capital, o no esponsorizados, sin intermediarios” (FW, 2020).

Sin embargo, es oportuno aclarar que la deuda privada puede estructurarse a través de diferentes vehículos, como los BDCs<sup>6</sup> o las CLOs<sup>7</sup>, por lo que no necesariamente se articulará a través de un fondo de crédito.

Por último, cabe mencionar aquí el concepto de “*direct lending*” o préstamos directos. Es la estrategia principal por un margen considerable de capital recaudado y ha ocupado tanto espacio en el mercado de la deuda privada que “el término se usa indiscriminadamente para hacer referencia a la deuda privada en conjunto, a pesar de que ésta incluye un abanico de estrategias mucho más amplio” (McKinsey, 2024).

El Informe del Consejo de Estabilidad Financiera (CEF, 2013), diferencia tres estructuras de “*direct lending*” por instituciones no bancarias: el *bilateral lending* o *private placement*<sup>8</sup>, la co-originación con un banco<sup>9</sup> y los *specialized loan funds* o fondos de crédito especializados, que se definen en el siguiente apartado.

### 2.1.2. Definición de Fondos de Crédito o Fondos de Deuda

En relación con el concepto de fondo de crédito, como explican Kraemer-Eis et al., la información disponible en este segmento del mercado es muy escasa y “el” fondo de deuda no existe. No hay definiciones generalmente aceptadas y es amplio el rango de estructuras que potencialmente pueden comprenderse dentro de los fondos de deuda (2014).

---

<sup>6</sup> BDC: *Business Development Companies* o Compañías de Desarrollo Empresarial.

<sup>7</sup> CLOs: *Collateralized Loan Obligations* o Obligaciones de Crédito Colateralizadas.

<sup>8</sup> *Bilateral lending* o *private placement*: donde una institución no bancaria desarrolla una línea de negocio especializada en la inversión en préstamos, es decir, examinar y seleccionar prestatarios o proyectos idóneos para su inversión. En Estados Unidos, este tipo de actividad lleva asentada muchos años, con compañías de seguros proveyendo de financiación corporativa a empresas desde hace décadas, a través de estructuras específicas de evaluación de créditos. Aunque también es un sector interesante, este tipo de *direct lending* excede el alcance de esta investigación, que se centra en las dos siguientes, por ser las estrategias de mayor presencia a interés en el mercado (CEF, 2013).

<sup>9</sup> Co-originación con un banco: implica un acuerdo entre un banco y una institución no bancaria donde el primero evalúa y selecciona a los prestamistas, origina los créditos y los distribuye al segundo, que provee el capital. Este modelo es prevalente en Europa e implica normalmente a compañías de seguros, aunque, como veremos, también es utilizado por los fondos de deuda (CEF, 2013).

A pesar de ello en este trabajo, a través del estudio de las diferentes fuentes, se ha intentado llegar a una definición adecuada a la realidad del mercado que acote el estudio sobre los vehículos mayoritarios de deuda privada, los fondos.

Los fondos de crédito privado se han definido como “intermediarios entre inversores y prestatarios corporativos que ofrecen préstamos de tipo variable a compañías del *middle-market*” (FMI, 2024). El funcionamiento de estos fondos sería similar al de los fondos de capital riesgo o *private equity*, con las particularidades propias de la deuda.

Para el Informe Global de la CEF, los *specialized loan funds* o fondos de crédito especializados, forman parte de las estrategias del *direct lending*. Con carácter general, en estos fondos “los gestores reúnen un número de créditos (*pooling*) e inversores no bancarios compran las participaciones” (CEF, 2013).

Mediante el uso de *pooling* y diversificación, esta estrategia es económicamente similar a la securitización<sup>10</sup>. Desde mediados de 2012 el lanzamiento de este tipo de fondos se ha acelerado, a veces por gestores de *hedge funds* o *private equity* (que explotan su experiencia identificando compañías objetivo para sus adquisiciones) y otras a través de fondos de crédito especializados. Los inversores suelen ser instituciones no bancarias o particulares sin capacidad para desarrollar una selección y evaluación de créditos interna o que buscan diversificar sus posiciones o portafolios (CEF, 2013).

Habiendo acotado los conceptos sobre los que versa el trabajo, a continuación se identifican las características principales de la deuda privada y sus fondos.

---

<sup>10</sup> Operación en la que una entidad, generalmente una institución financiera, agrupa varios activos financieros que generan flujos de caja, como hipotecas, préstamos personales, tarjetas de crédito, o préstamos corporativos, y los convierte en valores negociables o instrumentos financieros (bonos o participaciones respaldadas por activos subyacentes) que pueden ser vendidos a los inversores.

## 2.2. Caracteres de la Deuda Privada

En este apartado se detalla la estructura por la que se articula el crédito privado, los actores intervinientes y las características del producto con el objetivo de comprender el concepto de manera global y poder proceder al análisis de su evolución.

### 2.2.1. Estructura y Actores

Como se ha expuesto, este sector se compone principalmente de gestores de activos alternativos que levantan capital de inversores institucionales a través de fondos cerrados y prestan directamente a firmas *middle-market* (FMI, 2024). Para entender los factores que afectan a la deuda privada es preceptivo comprender cómo se articula y cuáles son sus diferentes actores. Para ello, según la información del Fondo Monetario Internacional, se ha desarrollado el siguiente esquema de la estructura del crédito privado (Figura 1):

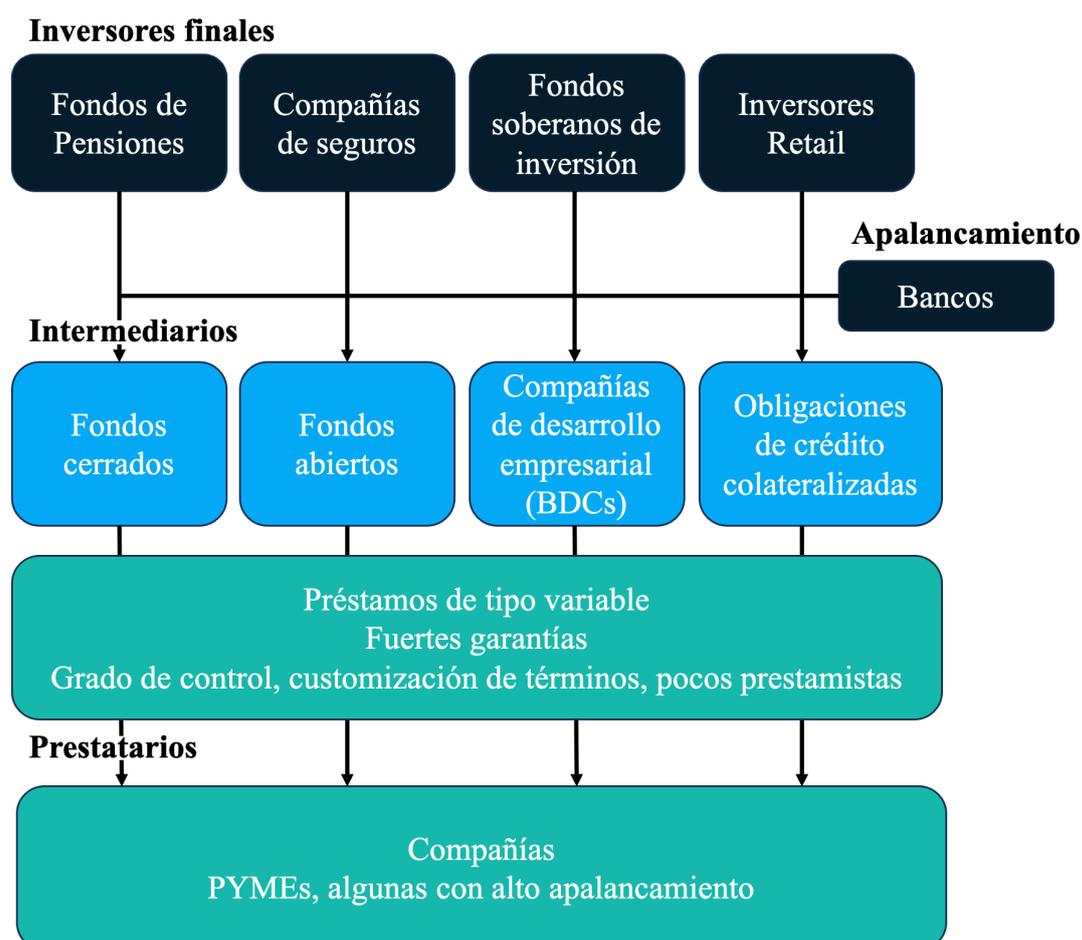


Figura 1: Esquema de la Estructura del Crédito privado de elaboración propia según la información del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2024).

A continuación, se hace un análisis algo más detallado de las diferentes partes involucradas:

a) Inversores Finales:

Los inversores finales de los fondos de crédito se caracterizan por tener un horizonte de inversión a largo plazo (Ellias y de Fontanay, 2024). Dada la poca liquidez, mayor riesgo y menor transparencia del crédito privado con respecto a otros activos, está dominado por inversores institucionales (BIS, 2021).

En la Figura 2 podemos observar quién ocupa el espacio de la inversión en fondos de crédito. Sus inversores se componen principalmente de fondos de pensiones, tanto públicos como privados, compañías de seguros y otras entidades entre los que se incluyen bancos de inversión que gestionan activos, firmas de *private equity* y más (FMI, 2024).

En la categoría de “desconocido”, se encuentran los inversores que no hacen pública la cantidad de inversión en fondos de crédito, incluyendo fondos de pensiones y aseguradoras adicionales y otros inversores, como *family offices* o fondos soberanos de inversión, que son opacos en cuanto a sus posiciones (FMI, 2024).

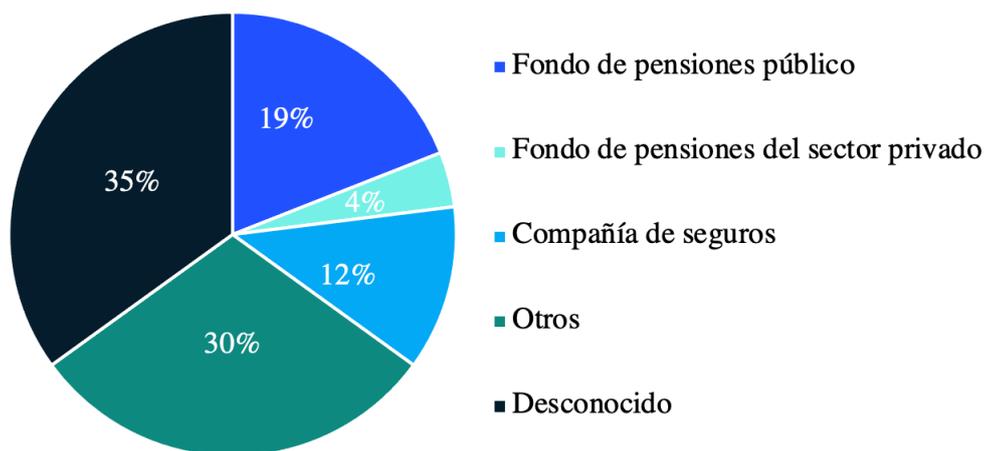


Figura 2: Porcentaje de inversión en fondos de deuda privada por tipo de inversor, de elaboración propia través de la información de Preqin y del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2024).

## b) Gestores:

Como se ha mencionado anteriormente, la deuda privada puede estructurarse a través de diferentes intermediarios, entre los que se incluyen las compañías de desarrollo empresarial (BDCs<sup>11</sup> por sus siglas en inglés), las obligaciones de crédito colateralizadas (CLOs<sup>12</sup> por sus siglas en inglés) y los fondos de deuda, tanto abiertos como cerrados.

El último es el vehículo más común, con el 81% del mercado total (FMI, 2024). En los últimos años se ha observado una tendencia a la concentración del capital en grandes fondos y la mayoría se encuentran en Estados Unidos. En 2023, se cerraron 8 fondos de 5.000 millones de dólares o más, lo que supone el 38% del levantamiento de fondos total para el sector de la deuda privada (McKinsey, 2024). Entre ellos se encuentra el mayor fondo de deuda privada cerrado hasta la fecha, de 17.000 millones de dólares. Los datos de McKinsey (2024) indican que los mayores 25 gestores cuentan con casi 3/4 de los fondos levantados en el sector en 2023.

Para McKinsey, “esta evolución no es sorprendente, ya que el rendimiento y los niveles de comisiones son más bajos en las estrategias de deuda que en las de capital, lo que hace que la escala sea más crítica para la rentabilidad del gestor” (2024). La escala también genera ventaja competitiva: los prestamistas con más recursos tienen mayor capacidad para ofrecer diferentes soluciones de financiación a los prestatarios, proporcionar liquidez con poco preaviso y mantener posiciones más grandes en varios tramos de capital sin asumir un excesivo riesgo de concentración.

## c) Prestatarios:

Como se indicaba en la introducción, la deuda privada apareció como una solución para las compañías que tanto por tamaño como por riesgo no podían acceder a la financiación bancaria ni a los mercados públicos (Block et al., 2024 y FMI, 2024). Firmas con ingresos bajos o negativos o altamente apalancadas tienen menos posibilidades de acceder a

---

<sup>11</sup> *Business Development Companies*: Suponen un 14% del mercado en Estados Unidos, y son un segmento en crecimiento. Se caracterizan por ser públicas y abiertas al sector *retail*, atrayendo a inversores que no pueden acceder por su tamaño a otros tipos de vehículos (FMI, 2024).

<sup>12</sup> *Collateral loan obligations*: el 5% del mercado total lo ocupan las obligaciones de crédito colateralizadas especializadas (CLOs) cuyos inversores son fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos soberanos de inversión y *family offices* (FMI, 2024).

préstamos bancarios y tienden a depender de fuentes no bancarias (Cherenko, Erel y Prilmeier, 2022).

A pesar de que el sector siga enfocado en prestar a compañías medianas, la deuda privada se ha expandido significativamente en los últimos 20 años, particularmente en los últimos 5 (FMI, 2024), tras la crisis del Covid 19. En esta línea, sostiene el informe de McKinsey que “la deuda privada se usa predominantemente para financiar compañías esponsorizadas por *private equity*, aunque los gestores están incrementando la diversificación de sus capacidades de originación para incluir diferentes tipos de compañías y clases de activos” (2024).

Los fondos de crédito hoy provén deuda a prestatarios corporativos de un tamaño significativamente mayor, que antes se habrían financiado exclusivamente a través de deuda ampliamente sindicada (*broadly syndicated loans*) o incluso bonos corporativos. Como se verá en el Capítulo 3, estos actores pueden preferir los acuerdos personalizados del crédito privado que evita los costes y los deberes de información asociados con los mercados públicos.

Igualmente, el perfil general del prestatario de deuda privada tiene más riesgo que el de los mercados cotizados y son además vulnerables a cambios en los tipos de interés, ya que sus préstamos son variables (FMI, 2024). Sin embargo, es usual que cuenten con apoyo de sponsors de *private equity* (McKinsey, 2024) y la relación relativamente cercana y flexible entre prestamista y prestatario, permite mitigar parcialmente los riesgos de iliquidez y solvencia. Esta presencia de sponsors de *private equity* implica mayores niveles de apalancamiento, ya que buscan incrementar la rentabilidad para sus propios inversores a través del incremento en la deuda del balance de las firmas que adquieren (Haque, 2023).

Se ha observado también que estas empresas medianas tienen ratios de deuda sobre EBITDA más altos, pero mejor ratio de deuda sobre activos que los prestatarios de deudas sindicadas (según los datos de Bloomberg Finance LP, Preqin y S&P Capital IQ, citado por FMI, 2024). Como veremos, la colateralización y el uso de garantías protege adicionalmente a los inversores.

### 2.2.2. Características de la Deuda Privada en Europa

En cuanto a las características particulares del producto, el capital está generalmente destinado a financiar hitos u operaciones concretas (como operaciones inmobiliarias, adquisiciones o reestructuraciones), pero también puede estar destinado a las necesidades de fondo de maniobra o capital corriente (FW, 2020).

El proceso de valoración y evaluación de la gestión de riesgos llevado a cabo por los prestamistas directos generalmente es rápido y “permite tomar una decisión final sobre la aprobación o el rechazo de acuerdos complejos y sofisticados de manera expedita” (FW, 2020).

Sostienen Colldeforns y Moreno que, como los fondos de deuda privada no están tan restringidos como las instituciones de crédito en cuanto a la liquidez o al proceso de transformación de vencimientos, están más dispuestos a bloquear capital y buscar rendimientos a largo plazo, en línea con las expectativas de rendimiento y madurez de sus inversores (FW, 2020). En cuanto a los plazos y el reembolso, a modo de ejemplo, los reembolsos de tipo *bullet*<sup>13</sup> (en lugar de préstamos amortizables) son una característica distintiva de la financiación directa en España (FW, 2020).

En cuanto a las características de la deuda, por el tipo de deuda y el perfil del prestatario, los intereses son más altos que los de los bancos (Böni y Manigart, 2022) y los prestamistas buscan controlar las estructuras de capital con garantías financieras de mantenimiento (en forma de ratios financieros) adaptadas a los flujos de caja del proyecto al que se aplica la financiación (FW, 2020).

Los prestamistas de deuda privada buscan establecer fuertes garantías sobre los activos del proyecto o empresa financiada. Por ejemplo, la práctica del mercado en España es casi invariablemente que se reciba un paquete de garantías completo que incluya, entre otras, “pignoraciones sobre acciones, cuentas bancarias, cuentas por cobrar, acuerdos operativos clave y acuerdos de seguros, así como hipotecas sobre propiedades y, en algunos casos, maquinaria o derechos de propiedad intelectual” (FW, 2020).

---

<sup>13</sup> Tipo de préstamo en el cual el capital principal se paga íntegramente al vencimiento.

En un intento de asegurar la disponibilidad de los flujos de caja, la documentación contractual de la financiación a menudo contiene “obligaciones reforzadas de informes financieros, disposiciones de compensación, restricciones sobre pagos anticipados, barrido continuo de efectivo y disposiciones de liquidez mínima y, en el caso de negocios intensivos en capital, garantías de gasto de capital máximo” (FW, 2020). Hay que tener en cuenta además, que estas instituciones no están sujetas a las regulaciones de solvencia, contabilidad, regulaciones de capital, etc. que afectan a instituciones de crédito.

Por último, en cuanto a los instrumentos concretos típicos de la financiación de estrategias de crédito privado utilizados por los fondos, de más a menos senior serían, los préstamos seniors de primer rango y el *direct lending*, los préstamos *unitranch*<sup>14</sup>, los préstamos *mezzanine*<sup>15</sup>, las estructuras híbridas<sup>16</sup> y las de situaciones especiales y *disressed*.

El *direct lending* es la estrategia mayoritaria, suponiendo términos de levantamiento de fondos en 2023 la mitad de lo recaudado en total para esta clase de activos (McKinsey, 2024). Se benefician de un rango de primera prioridad sobre los activos del prestatario, “similar a los bancos, por lo que tendrán rentabilidades más bajas y menor ratio de préstamo sobre valor (LTV)” (FW, 2020).

Hay más control sobre los flujos de caja en forma de prohibiciones o restricciones incorporadas en la documentación de la línea de crédito, prestándose especial atención a las distribuciones (dividendos, reembolsos o pagos de préstamos de accionistas) (FW, 2020). Las estrategias de *direct lending* “suelen tener una posición senior en la estructura de capital” y la inversión se ha acumulado en esta estrategia en busca de altos rendimientos con protección a la baja (McKinsey, 2024).

---

<sup>14</sup> Combinan posiciones de crédito senior y junior aseguradas en un solo crédito con una tasa de interés combinada que refleja la mezcla subyacente de los riesgos y está uniformemente asegurada con garantías de primer rango sobre los activos del prestatario (FW, 2020).

<sup>15</sup> Se encuentra entre la financiación senior y el *equity*, y normalmente no está asegurada con activos, tiene rendimientos más altos, pero su reembolso es subordinado al de la deuda senior. A su vez, se ubica por encima del capital propio en caso de liquidación, distribuciones o reestructuración del prestatario, tienen un vencimiento a largo plazo con un solo pago único y el prepago voluntario generalmente sujeto a comisiones de amortización anticipada más altas que los préstamos senior (FW, 2020).

<sup>16</sup> La estrategia más junior en cuanto a prelación de créditos serían las estructuras híbridas, en las que los fondos de deuda privada están dispuestos a adquirir una participación minoritaria en el capital social del prestatario simultáneamente con el financiamiento de deuda, con el fin de tener acceso parcial al posible beneficio de los accionistas del prestatario en forma de dividendos (FW, 2020).

Conociendo ya sus características, a continuación, se hace un análisis más detallado de la evolución de la deuda privada y su distribución, tanto para la estrategia de *direct lending* como para las demás.

### 2.3. Volumen y Distribución de la Deuda Privada

Como se indicó en la introducción, la deuda privada ha sido uno de los segmentos de más rápido crecimiento del sistema financiero en los últimos 15 años, llegando a casi 2 billones de dólares a finales de 2023. Multiplicando aproximadamente por 10 su tamaño desde 2009 (McKinsey 2, 2024), a pesar de una reciente bajada tras el período de pandemia e inestabilidad que la sucedió. Para valorar la evolución de los fondos de deuda privada en los últimos años se analiza el levantamiento de capital o fondos, el volumen de activos bajo gestión y la actividad del sector, en particular, en el año 2023.

#### 2.3.1. Levantamiento de Fondos (*Fundraising*)

La tendencia que se ha observado en el largo plazo ha sido la de crecimiento de los fondos levantados, sin embargo, la deuda privada no ha sido inmune a las condiciones macroeconómicas de 2023 y la recaudación de capital para esta estrategia ha disminuido por segundo año consecutivo, situándose un 23% por debajo del máximo alcanzado en 2021 (McKinsey, 2024).

En total, la recaudación de fondos global para la deuda privada ha caído un 13% hasta los 190.000 millones de dólares, disminuyendo un 15% en América (que supone más de la mitad de la recaudación) y un 31% y 16% en Europa y Asia respectivamente (McKinsey, 2024). Sin embargo, esta caída no ha sido igual en todas las estrategias, como muestra la Figura 3.

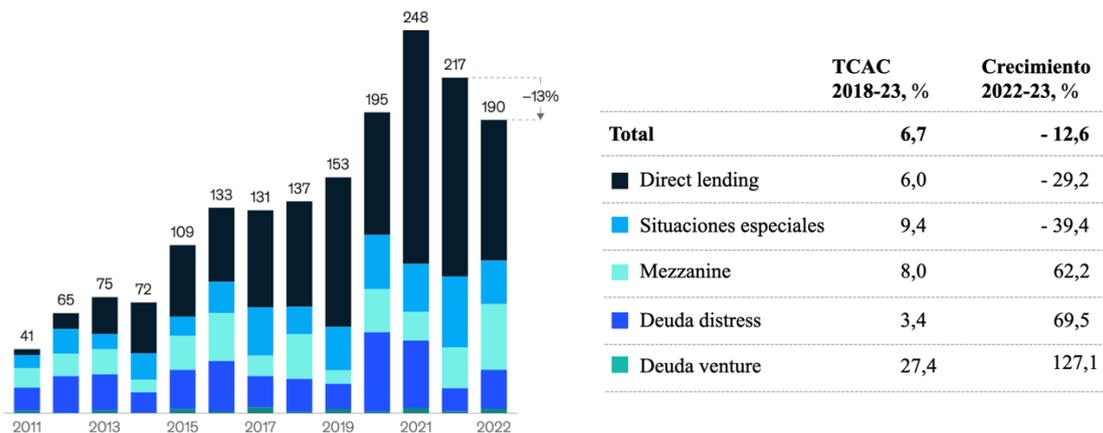


Figura 3: Levantamiento global de fondos para la deuda privada en 2023 por estrategia (en mil millones de dólares), de elaboración propia según la información de Preqin citado por McKinsey, 2024.

Hay que entender estas cifras dentro del contexto global, en el cual el levantamiento de fondos en los mercados de capital privado (deuda y *equity*) cayó un 22% (comparado con el 12% de caída de la deuda privada) hasta algo más de 1 billón de dólares, el total más bajo desde 2017, según los datos de McKinsey (2024).

El *direct lending* o los préstamos directos, continuaron siendo la estrategia más grande en 2023 (Figura 4). La estrategia de deuda mayoritariamente senior representa casi la mitad de los 2 billones de dólares asignados en total para el mercado del crédito privado (J.P. Morgan Asset Management, 2024). Sin embargo, en 2023, el capital levantado disminuyó un 29% hasta los 91.000 millones de dólares (McKinsey, 2024).

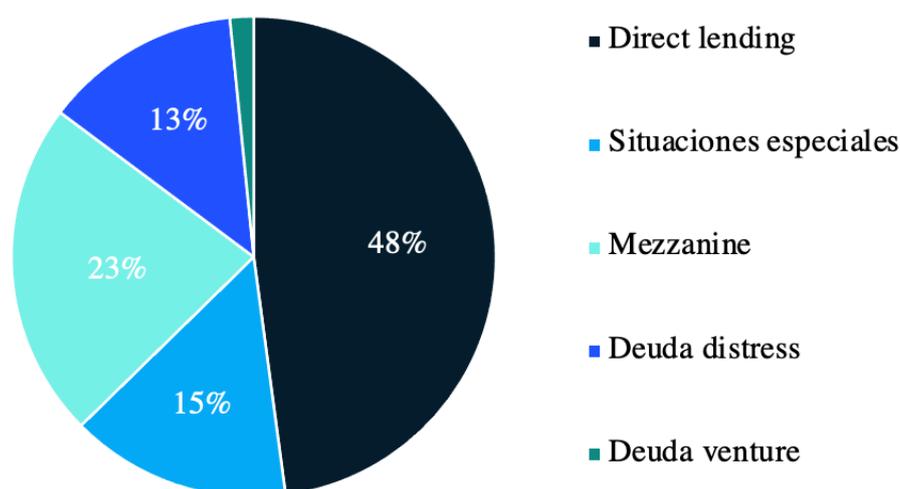
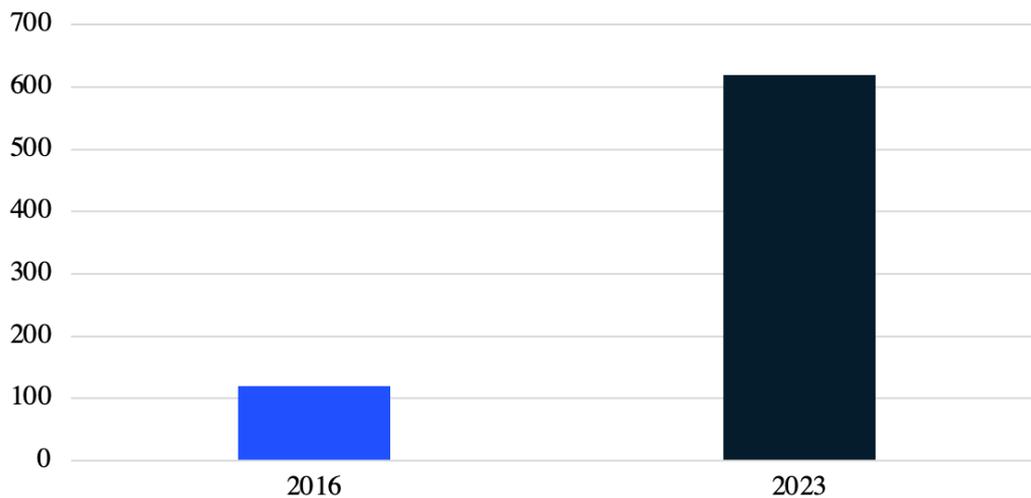


Figura 4: Distribución del levantamiento de fondos por estrategia en 2023 (%) de elaboración propia según la información de McKinsey, 2024.

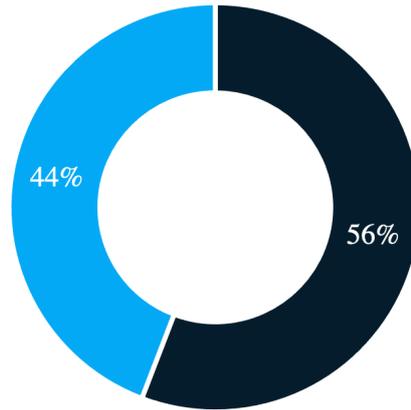
En cuanto a perspectivas de futuro, se prevén que las asignaciones al *direct lending* corporativo de fondos de pensiones y aseguradores globales continúen incrementando (Figura 5), con la llegada de fondos nuevos y más grandes al mercado (FMI, 2024).



*Figura 5:* Inversión en fondos de crédito privado por fondos de pensiones y aseguradoras (en miles de millones de dólares) de elaboración propia según la información de FMI, 2024.

Otro sector relevante para la estrategia de *direct lending* es el de infraestructuras. Dada la reducción de gasto público en este sector (en relación con el PIB), se estima que hay una brecha global de 5,5 billones de dólares de inversión en infraestructura que no será llenada por los Gobiernos entre 2017 y 2035 (McKinsey, 2020). Esto ha creado un desequilibrio entre demanda y oferta, que ha sido llenado en gran parte por el *private equity* (Ares, 2024).

Este incremento de la inversión del *equity* ha derivado en la necesidad de levantar deuda que la acompañe, “dado que los retornos para los inversores de *equity* en infraestructura están en parte ligados a la cantidad de financiación que puedan levantar” (Ares, 2024). Dada la falta de financiación bancaria suficiente en este sector, como se muestra en la Figura 6, casi la mitad de la financiación de infraestructura en 2022 vino de prestadores privados, alrededor de 300.000 millones de dólares. Extrapolar estas cifras a 5 años, implicaría una oportunidad de financiación de 1,5 billones de dólares en este sector (Ares, 2024).



■ Prestamistas bancarios   ■ Prestamistas no bancarios

*Figura 6:* Distribución del tipo de proveedor de financiación en infraestructura en Europa en 2022 de elaboración propia con la información de Preqin citada por Ares, 2024.

La recaudación para estrategias de situaciones especiales ha caído también, un 39% hasta los 28.000 millones de dólares. Para McKinsey esto se debe en parte al momento en el que se encuentra la oferta (con fondos grandes en el mercado) y una acumulación de capital sin invertir (*dry powder*).

La deuda *mezzanine*, por el contrario, aumentó un 62% hasta alcanzar los 43.000 millones de dólares —su máximo histórico— gracias al cierre de tres fondos en 2023, que representaron el 80% del capital destinado a esta estrategia (Figura 3). Para McKinsey, “los inversores pueden encontrar especialmente atractiva su flexibilidad en este punto del ciclo del crédito” (2024).

Por último, la deuda *distressed* se recuperó con un aumento del 70% hasta los 25.000 millones de dólares en 2023 (Figura 3). Para McKinsey este incremento podría reflejar que algunos gestores consideran que tipos de interés más altos y otros factores macroeconómicos pueden contribuir a un entorno de rentabilidades mejorado para esta estrategia en el corto y medio plazo.

A pesar de la bajada registrada en 2023, en el largo plazo, el crecimiento de la deuda privada ha sido impulsada por inversores institucionales que han salido de la renta fija tradicional en favor de alternativas privadas, pero a pesar del crecimiento de los compromisos, los gestores siguen por debajo de sus objetivos en esta clase de activos

(McKinsey, 2024). De hecho, la brecha de asignación no ha hecho más que aumentar en los últimos años, en marcado contraste con otras clases de activos privados, para las cuales las asignaciones actuales de los gestores superan sus objetivos.

Según datos de CEM Benchmarking, la brecha actual de asignación de deuda privada es del 1,4%, “lo que significa que, en conjunto, los inversores deben comprometer cientos de miles de millones en nuevo capital neto para la clase de activos sólo para alcanzar los objetivos actuales” (McKinsey, 2024). En la misma dirección apunta el informe de J.P. Morgan (2024), que argumenta que los proveedores de capital en el mercado no han mantenido el ritmo de la oferta de oportunidades de operaciones accionables, creando una brecha de capital de 22.000 millones de dólares (Figura 7).

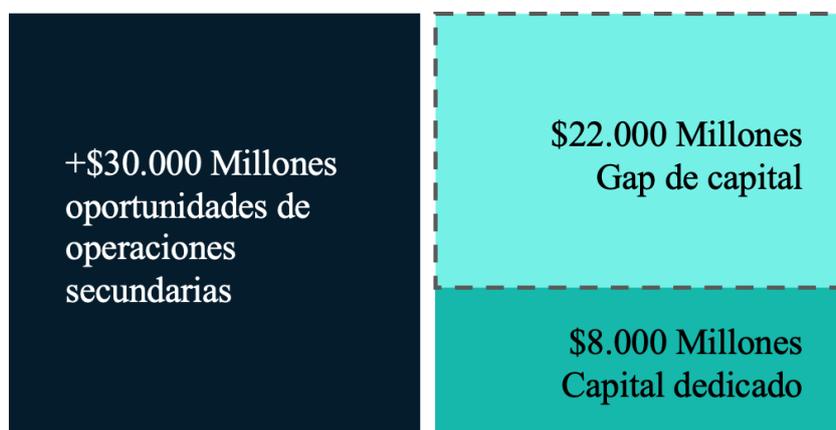


Figura 7: Brecha de capital en el mercado del crédito privado global de elaboración propia con la información de J.P. Morgan, 2024.

### 2.3.2. Activos Bajo Gestión (AUM)

En cuanto a los activos bajo gestión, en 2023 la deuda privada creció hasta aproximadamente los 2,1 billones de dólares globales en activos totales y compromisos de capital sin invertir, con presencia principalmente en Estados Unidos y Europa. Esta estimación incluye los activos de fondos de crédito privados (que constituyen 1,7 billones de dólares del total), las BDCs y las deudas privadas colateralizadas (estas dos últimas con más presencia en Estados Unidos), por lo que el mercado real, que incluye también a los inversores que directamente prestan a compañías del *middle-market*, es mayor (FMI, 2024).

Los *direct lenders* han sido los más beneficiados por esta tendencia alcista, con un crecimiento de *AUM*<sup>17</sup>, multiplicándose por 15 en los últimos 10 años, creciendo más de un 30% año a año (McKinsey, 2024).

Con el 80% de los activos localizados en Europa y Estados Unidos (McKinsey, 2024), a pesar de tener más presencia en América, en los últimos 5 años, el crecimiento en Europa ha sido a una ratio media de 17%, suponiendo un 1,6% de la deuda corporativa (vs el 7% de Estados Unidos). Igualmente, hay inversiones trans-regionales, con gestores norteamericanos financiando una porción significativa de los fondos de crédito europeos y asiáticos (FMI, 2024).

### 2.3.3. Actividad

Por último, en cuanto a la actividad del sector, el volumen de operaciones también ha caído por segundo año consecutivo, debido a un entorno de operaciones de M&A menos activo y el fuerte papel del *private equity* en las compañías que reciben el crédito privado.

Como apunta McKinsey (2024), “los datos completos sobre los volúmenes de transacciones de deuda privada en todas las estrategias y geografías están limitados por la naturaleza opaca de la actividad”. En los préstamos directos esponsorizados por *private equity*, los volúmenes de transacciones disminuyeron un 16% a 187.000 millones de dólares respecto del año anterior (McKinsey, 2024). La caída “se debió principalmente a volúmenes de financiación reducidos para transacciones de compra apalancada (*LBOs*), a pesar de que los prestamistas privados aumentaron su participación de mercado en este segmento a un máximo histórico del 59% en 2023”. Una recuperación progresiva de los volúmenes de operaciones de *LBOs* y M&A (que comenzó en el Q3 de 2023) puede derivar en nuevas oportunidades de préstamos para los fondos de crédito privado (J.P. Morgan, 2024).

En las transacciones que no son de compra, “el despliegue de capital se mantuvo prácticamente estable año tras año, lo que indica que, si bien el volumen de transacciones de préstamos directos sigue estando altamente apalancado en la actividad del *private*

---

<sup>17</sup> *AUM*: *Assets Under Management*, Activos Bajo Gestión.

*equity*, no depende totalmente de las LBOs para oportunidades de implementación” (McKinsey, 2024). En este sentido, argumenta J.P. Morgan (2024) que, cuando la actividad de LBOs se reduce, como ocurrió en 2023, “los prestatarios recurrían al crédito privado para refinanciar su deuda”. Según McKinsey (2024) “gran parte del despliegue sin LBOs en 2023 sirvió para refinanciar líneas privadas o sindicadas existentes, en parte para que los prestatarios revalorizaran las líneas pendientes para aprovecharse de diferenciales más bajos en la segunda mitad del año”.

Otro impulsor común de la refinanciación provino de los prestatarios que optaron por extender el crédito antes de que se acercara el vencimiento y es probable que esta tendencia se acelere en 2024 y 2025, “dado que casi 1,4 billones de dólares en préstamos y bonos de grado especulativo vencerán en los próximos tres años” (McKinsey, 2024).

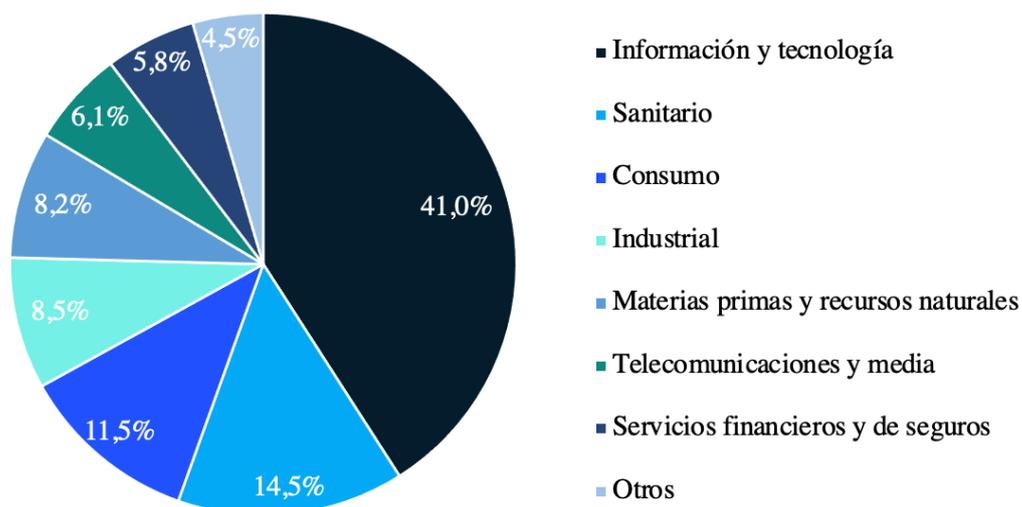


Figura 8: Distribución por sectores en 2023 del volumen de actividad de 2021, 2022 y 2023 de elaboración propia según la información de Bloomberg LP, Preqin, S&P Capital IQ y FMI, citado por FMI, 2024.

Por último, en cuanto a la distribución de estos activos por sector, predomina, según Cortes et al. para el Fondo Monetario Internacional, el sector de la información y telecomunicaciones, seguido por el sector sanitario y el de consumo (FMI, 2024), como se ilustra en la Figura 8.

En conclusión, los informes sectoriales más recientes indican que, a pesar de una bajada tras la pandemia y la situación de inestabilidad que la sucedió, la tendencia de los fondos

de crédito ha sido de crecimiento. A pesar de una disminución en los fondos levantados, tanto activos bajo gestión como actividad se mantienen o incrementan y los informes apuntan a perspectivas de crecimiento a futuro, así como un mercado de demanda de este tipo de financiación que se amplía.

Una vez expuesto el estado del mercado actual de estos activos y su crecimiento, es oportuno identificar los factores que han favorecido dicho crecimiento, para lo cual se han dividido el análisis en factores internos (Capítulo 3) y externos (Capítulo 4).

Los primeros son las características propias de la deuda privada que han impulsado hasta el momento su alza, aquello que la hace atractiva para inversores, gestores y prestatarios. Se hace referencia también a las características intrínsecas de estos activos que, aunque no han impedido hasta ahora su crecimiento, pueden suponer riesgos en un futuro.

En segundo lugar, se analizan los factores externos, es decir, aquellas cuestiones ajenas a las características de la deuda privada que han tenido un impacto importante en la evolución de este activo y pueden determinar su futuro. Se identifican los factores externos más relevantes y se analiza el alcance de su impacto y el sentido del mismo, positivo o negativo, para poder posteriormente hacer una previsión de la sostenibilidad de la deuda privada a futuro.

Dada la opacidad característica del sector, los datos son limitados, por lo que para realizar el análisis lo más completo posible se ha utilizado literatura de diferentes geografías. El mercado americano está más desarrollado que el europeo, en cuanto a trayectoria y tamaño, por lo tanto, cuenta con más información. Por ello, el análisis utilizará también estudios realizados en Estados Unidos, cuyos resultados pueden extrapolarse a Europa, dado que, aunque difiere el tamaño del mercado, las características de los activos y su funcionamiento son esencialmente las mismas.

### **3. FACTORES INTRÍNSECOS DE LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PRIVADA: IDENTIFICACIÓN Y ANÁLISIS DE LAS CARACTERÍSTICAS QUE LA HAN FAVORECIDO Y SUS POSIBLES RIESGOS**

Para identificar y analizar los factores propios de los fondos de deuda que han impactado el crecimiento del crédito privado, se divide este epígrafe en ventajas de los fondos de crédito (aquellas cualidades intrínsecas que han favorecido su extensión), y posibles riesgos (aquellas características que pueden perjudicar dicho crecimiento).

#### **3.1. Ventajas de los Fondos de Crédito**

A continuación, se analizan las ventajas o factores internos que presentan los fondos de crédito para prestatarios, inversores finales y gestores que han impulsado su crecimiento hasta hoy.

##### **3.1.1. Ventajas para los prestatarios**

Según Ellias y de Fontanay (2024), los prestatarios están eligiendo créditos privados sobre otras alternativas de financiación por la capacidad de los fondos de desplegar capital de manera rápida, flexible y con mayor confidencialidad que, entre otros, los mercados públicos de deuda. Se han identificado seis ventajas principales para estos actores:

##### **a) Rapidez:**

Los prestatarios acceden al capital a través de gestores de crédito privado más rápidamente, de media, que a través de la deuda sindicada tradicional (Goldman Sachs Exchanges, 2022 y Buchak, Matvos, Piskorski, y Seru, 2024). La mayor regulación y la participación de terceras partes en la deuda sindicada implica un proceso de, al menos, 10 a 12 semanas desde el lanzamiento hasta el cierre (Gunter et al., 2021 y Ellias y de Fontanay, 2024).

En contraste, la rapidez característica de los fondos de crédito puede ser diferencial en procesos con necesidades urgentes de capital, como son los de *M&A* (McKinsey, 2024), por lo que está atrayendo tanto a grandes como a pequeños prestatarios.

b) Customización y relación prestamista-prestatario:

Los créditos normalmente se negocian directamente entre el prestatario y uno o más gestores. A pesar de ser más cara que los créditos bancarios, la deuda privada ofrece valor a través de fuertes relaciones entre las partes y la customización de los términos, diseñados para ser flexibles, particularmente en tiempos de estrés (con provisiones, por ejemplo, como la opción de capitalizar pagos de intereses en tiempos de falta de liquidez) (FMI, 2024).

La capacidad de los fondos de deuda privada de crear estructuras a medida para sus inversiones hace también que muchos de sus préstamos financien transacciones de *private equity* (KKR, 2024). Los préstamos directos pueden estructurarse para apoyar el plan de creación de valor de los prestatarios en operaciones de *M&A* estratégico u operacional, incluyendo aspectos adicionales de disposición diferida para apoyar adquisiciones complementarias, difiriendo los intereses para preservar el efectivo y permitir una mayor inversión de los flujos de caja operativos en crecimiento, además de lograr un mejor ajuste al perfil de divisas de los prestatarios (KKR, 2024).

La capacidad de adecuar y hacer a medida de las partes involucradas todos los aspectos de la transacción (calendario de pagos, colaterales, etc.) (FMI, 2024), hace atractivos estos activos para los prestatarios. Asimismo, la relación cercana entre las partes favorece un correcto desarrollo del crédito, ya que los prestamistas directos “se comportan como *“relationship lenders”*, incluso más que los bancos” (Jang, 2025).

c) Flexibilidad y renegociación de términos:

Al contrario que los bancos o los mercados públicos de deuda, los fondos “no tienen que emitir productos estandarizados [...] ni requieren evaluaciones de calificación crediticia” (Ellias y de Fontanay, 2024), influenciadas por métricas de flujos de caja rígidas (Begley, 2015). Todo ello les permite una flexibilidad mayor para poder ofrecer financiación a compañías con un historial financiero menos establecido, compañías medianas con flujos de caja bajos o incluso negativos y menos colaterales, pero altas perspectivas de

crecimiento (Davydiuk et al, 2024), accediendo a un mercado no ocupado por la financiación tradicional.

Adicionalmente, esta flexibilidad unida a la relación entre prestamista y prestatario les permite renegociar términos con mayor facilidad en situaciones de estrés financiero, beneficiando a ambas partes. Como sostiene Gunter et al., los gestores de crédito privado están más dispuestos a negociar con los prestatarios en caso de problemas, mientras que, en la deuda sindicada, la fragmentación y dispersión de los inversores dificulta una negociación similar (2021).

d) Unidad, madurez y acceso:

El crédito privado es un instrumento de reducción del racionamiento del crédito, en particular en mercados y para compañías con dificultad para acceder a préstamos tradicionales (Kraemer-Eis et al., 2014).

Según Ellias y de Fontanay (2024), los fondos de crédito “son capaces normalmente de originar toda la deuda de una compañía por sí mismos, en lugar de participar en la deuda de la compañía junto con otros muchos prestamistas”. Esto transforma radicalmente la estructura de capital de la compañía, sustituyendo una compleja red de créditos, financiados cada uno por inversores pasivos (que pueden entrar en conflicto), a un único préstamo de un único prestamista (Ellias y de Fontanay, 2024).

Asimismo, las PYMEs pueden conseguir financiación con madurez más larga (normalmente de entre 3 y 6 años (Norton, 2020 y Loumiotí, 2019) que a la que les es posible acceder vía la banca tradicional (Kraemer-Eis et al., 2014), favoreciendo a la unidad, simplificación, seguridad y menor volatilidad (BIS, 2021) de su estructura de deuda.

Adicionalmente, hay literatura que sostiene que, cuando además de participar en la deuda participan también en el *equity* como “*dual holders*” las compañías tienen más facilidad para conseguir financiación adicional de otros prestatarios y en mejores términos (16-40 puntos básicos menos de interés, *ceteris paribus*) resultando en un menor coste de capital total, a pesar de que el coste de la deuda privada sea más elevado (Davydiuk et al., 2024).

e) Certeza en la financiación:

Mientras que en los procesos sindicados los bancos de inversión ofrecen términos provisionales al prestatario que pueden variar tras el largo proceso de consulta con los inversores (Godlewski, 2008), los “deudores eligen los mercados privados para asegurarse que la financiación llegará en un momento y a un precio cierto” (KKR, 2024).

Especialmente para grandes compañías y procesos que implican, por ejemplo, la puja por una empresa en una subasta competitiva, se ha vuelto menos atractiva la suscripción y distribución de los bancos, con un coste desconocido hasta que se completa el proceso. Según KKR, “hace tres años, había poco margen para sorpresas, pero después de un periodo de volatilidad e incertidumbre, incluyendo fluctuaciones en los tipos de interés, hay una mayor probabilidad de sorprenderse con el coste una vez terminado el proceso” (2024).

f) Confidencialidad:

Por último, resulta cada vez más atractivo para las compañías, en particular las grandes, la confidencialidad que aporta la privatización de la deuda. Mientras que en un proceso público el banco de inversión debe compartir la información financiera del prestamista con un elevado número de inversores potenciales (Godlewski, 2008), los prestatarios de crédito privado solo comparten su información con el gestor (Ellias y de Fontanay, 2024). Sin acceso del mercado a la valoración de los créditos y sin necesidad de *ratings*, las compañías no están expuestas a evaluaciones de su salud crediticia por el público, lo que es especialmente beneficioso para compañías grandes (Ellias y de Fontanay, 2024).

En conclusión, la evolución de la deuda privada no solo se limita a compañías que no habrían podido acceder a financiación bancaria, sino que, a pesar de ser aproximadamente 1,89 puntos porcentuales más cara que, por ejemplo, la deuda sindicada pública (Jang, 2025), está atrayendo exponencialmente a prestatarios más grandes, incrementando su mercado potencial significativamente. Se han identificado sus características de rapidez, customización y relación prestamista-prestatario, flexibilidad y renegociación de

términos, unidad, madurez y acceso, certeza en la financiación y confidencialidad como las más diferenciales a la hora de atraer a estos nuevos prestatarios.

Estas ventajas hacen que no solo sea sustitutiva de financiación tradicional, de deuda bancaria, sindicada o de mercados públicos, sino que también se esté suscribiendo para incrementar y diversificar el apalancamiento tanto de medianas como de grandes empresas (Ellias y de Fontanay, 2024 y BIS, 2021). Esto implica que, el tamaño del mercado potencial para el crédito privado podría ser superior a los 30 billones de dólares solo en los Estados Unidos (McKinsey 2, 2024).

### 3.1.2. Ventajas para los inversores finales

Los inversores institucionales principalmente, como se ha desarrollado anteriormente, están invirtiendo en deuda privada para obtener las rentabilidades de activos ilíquidos, gozar de protección y prioridad en caso de impagos o concurso a través de garantías más allá de las habituales en la deuda sindicada y protegerse de la competencia entre acreedores característica de los mercados públicos o cuasi-públicos de deuda (Ellias y de Fontanay, 2024). Las principales ventajas para los inversores son las siguientes:

#### a) Retornos atractivos ajustados al riesgo y diversificación:

Desde los fondos diversificados, los inversores institucionales tienen la posibilidad de repartir riesgo participando en proyectos de inversión a gran escala, basándose en instrumentos o procesos estandarizados con limitado daño reputacional (Kraemer-Eis et al., 2014). En un contexto de márgenes y tipos de interés bajos en los mercados de deuda, la deuda privada puede presentar una inversión atractiva desde el punto de vista relativo (Kraemer-Eis, et al., 2014).

Los inversores en mercados privados de deuda tienen mayores retornos que los de deuda cuasi-pública debido, entre otros factores, a la prima de iliquidez (que implica de forma anualizada entre 1,5 y 3 puntos porcentuales adicionales de retorno sobre préstamos sindicados cotizados comparables (Ellias y de Fontanay, 2024)), así como a la compensación por los demás servicios que se provén a los prestatarios, vistos anteriormente. Esta iliquidez implica beneficios adicionales para el inversor institucional,

caracterizado por buscar inversiones a largo plazo, ya que los fondos mantienen la deuda hasta la madurez y no se someten a valoraciones públicas periódicas de su crédito, al contrario que en los mercados públicos, percibiéndose como menos volátiles (Ellias y de Fontanay, 2024).

La literatura difiere, pero se estima que los préstamos tienen un interés de hasta 140 puntos básicos adicionales a los préstamos institucionales bancarios (Loumioti, 2019). Se estima también que los fondos de crédito privado tienen una TIR de 9,19% neta de comisiones, implicando un retorno de 1,3x el capital invertido (Böni y Manigart, 2022).

b) Garantías más fuertes:

En contraste con las deudas ampliamente sindicadas, la deuda privada ofrece cláusulas que incluyen garantías mejoradas y proporcionan a los prestamistas protección frente impagos (por ejemplo, límites de apalancamiento y ratios de cobertura de interés, restricciones de gasto de capital y distribuciones de dividendos, restricciones de deuda adicional y límites en ventas de activos) (FMI, 2024). Esta cuestión se vio en más detalle al tratar las características de la deuda, por lo que no se hará mayor desarrollo.

c) Protección ante otros acreedores:

Por último, se evitan los posibles conflictos derivados de diferencias en los intereses de los prestamistas, característicos de la deuda sindicada, en la cual actuaciones de los inversores mayoritarios pueden perjudicar a los minoritarios (Ellias y de Fontanay, 2024).

En conclusión, los retornos atractivos ajustados al riesgo y la diversificación, las garantías más fuertes y la protección ante otros acreedores continúa atrayendo a inversores, tanto institucionales como *family offices*, con una creciente apertura al inversor *retail* (McKinsey 2, 2024) a través de vehículos como las BDCs en Estados Unidos o los ELTIFs en Europa, favoreciendo al crecimiento de la deuda privada.

### 3.1.3. Ventajas para los gestores de activos

Los gestores de activos se han interesado por esponsorizar deuda privada gracias a la oportunidad de ganar compensaciones elevadas, la menor regulación del sector y, en algunos casos, la capacidad de aprovechar su tamaño con la creación de grandes fondos (Ellias y de Fontanay, 2024). Se han identificado las siguientes ventajas como las más relevantes para los gestores:

a) Estructuras de comisiones atractivas:

Los gestores de deuda siguen el modelo de compensación del *private equity*, obteniendo ingresos a través de la negociación de intereses de la deuda y las comisiones de sus inversores. En primer lugar, por encima de un retorno de entre 7% y 8%, ganan entre un 15% y 20% de “*carried interest*” o “*carry*”, es decir, de los beneficios de la inversión por encima de ese umbral (Ellias y de Fontanay, 2024).

La prima soportada por los prestatarios por la flexibilidad, rapidez y demás beneficios mencionados anteriormente, llega a los gestores a través de este *carry*. Asimismo, disfrutan de las comisiones que, de otra manera, habrían sido propias de los bancos, como las comisiones por originación (1-5% del crédito), comisiones por pagos anticipados o comisión de cancelación anticipada (Haque, 2023).

En total, de 2012 a 2022, las inversiones en crédito privado generaron de una rentabilidad de un 3% a un 6% superior que las de los mercados ampliamente sindicados (Goldman Sachs Asset Mgmt., 2022). Además, a través de apalancamiento a nivel fondo, los gestores potencian esta rentabilidad (Ares 2024 y Ellias y de Fontanay, 2024, entre otros).

Adicionalmente, cobran comisiones de gestión anuales de 1% o 2% del capital comprometido por los inversores.

b) Mayor flexibilidad:

Los gestores pueden invertir y utilizar su capital con significativamente más flexibilidad que los bancos comerciales dada su menor regulación y restricciones de capital (Ares, 2020).

La regulación bancaria ha impulsado desde finales de los 2000 buscar menor riesgo por parte de las instituciones bancarias (Kraemer-Eis et al., 2014). Sin agencias de *rating* o intermediarios involucrados, los gestores pueden aprovechar oportunidades de crédito basándose en el crecimiento potencial a futuro, a pesar de que tengan bajas puntuaciones en cuanto a los criterios de valoración tradicionales (Goldman Sachs Exchanges, 2022). De esta manera, dan acceso a financiación a empresas jóvenes e innovadoras, apoyando crecimiento económico a largo plazo y aportándoles valor adicional con su asesoramiento y contactos en la industria (BIS, 2021), mientras se benefician de los mayores retornos que acompañan el mayor riesgo.

Es relevante también que gozan de una normativa más laxa de *compliance* que los bancos, que se traduce en menor coste para los gestores. Se estima que los bancos gastan 10.000 dólares por empleado para cumplir con la normativa y que el gasto total se ha incrementado un 60% desde los niveles pre-crisis financiera (Forbes, 2022). El ahorro de estos costes es también un incentivo para los gestores y una ventaja respecto a sus competidores.

c) Posibilidad de ser *dual holders*:

Hay un elevado número de prestadores privados que participan también en el capital de la compañía a través del *equity* (Davydiuk et al., 2024), lo que no es de extrañar ya que, como ya se ha indicado, muchos de sus gestores vienen de ese sector.

La posibilidad de ser “*dual holders*”, da lugar un mayor acceso a la información y a la gestión de la compañía, así como la posibilidad de prestar servicios adicionales de monitorización y generar retornos por ellos. Además, también reduce el riesgo asociado al crédito (por el “colchón” adicional que supone el *equity*), por tanto, su coste y el coste de capital global de la empresa, lo que da lugar a posibilidades adicionales de financiación (Davydiuk et al., 2024).

d) Beneficiarse de mayor tamaño:

Al contrario que en otras estrategias de inversión, no existe el mismo riesgo de tamaño. Los gestores, a mayor capital levantado ganan la habilidad de prestar mayores créditos y

asumir más riesgo. Esto se debe a que el producto de inversión (un préstamo sénior garantizado, por ejemplo) es conocido para las empresas y hay una elevada demanda de este tipo de capital (Limbach, 2023).

Por todo ello, los gestores, y en especial aquellos ya establecidos en el mercado del *private equity*, entre los que destacan KKR, Apollo, Carlyle, Ares o Blackstone entre otros, se están adentrando en el mundo de la deuda privada y se prevé que continúen haciéndolo en el futuro (BIS, 2021).

e) Acceso a la información:

Prestar implica acceder a información de los prestatarios y existen evidencias de que el volumen de *direct lending* de un sector está relacionado con un incremento posterior en el portfolio de *equity* de los inversores en las industrias del prestatario, sugiriendo que los gestores utilizan la información privada obtenida en la deuda para la asignación de sus inversiones de *equity* (Loumioti, 2019).

En conclusión, las estructuras de comisiones atractivas, la mayor flexibilidad, la posibilidad de ser *dual holders* y de beneficiarse de mayor tamaño y el acceso a la información que presentan los fondos de crédito, presentan ventajas significativas para los gestores con respecto a otro tipo de activos. Estas características explican por qué cada día más gestores están adentrándose en el crédito.

### **3.2. Posibles riesgos de los Fondos de Crédito**

A pesar de suponer numerosas ventajas para las partes involucradas, las características propias de estos instrumentos financieros también conllevan ciertos riesgos, tanto para el sistema como para sus actores. Las cuestiones que se evalúan a continuación derivan principalmente del riesgo inherente a estos productos o a la privatización del sector financiero a gran escala y de la falta de regulación de estos instrumentos que, aunque presenta un incentivo, puede suponer consecuencias negativas en el largo plazo y desincentivar su crecimiento.

### 3.2.1. Opacidad de la información

Se observa una tendencia reciente por parte de las compañías de elegir mantenerse privadas o diferir sus salidas a bolsa (Ewens y Farre-Mesa, 2020 y BIS, 2021). Esto es posible por la creciente facilidad y la reducción del coste de levantar capital en los mercados privados (Ellias y de Fontanay, 2024).

Esta tendencia ya ha reducido la información pública disponible de las empresas, ya que las compañías privadas se caracterizan, entre otras cuestiones, por no tener el deber de compartir cierta información con el público (de Fontanay y Rautenberg, 2021). Sin embargo, una expansión a gran escala de la deuda privada, especialmente para grandes compañías, presenta la posibilidad de un sistema en el que se generalice que tanto el capital como la deuda se privaticen, reduciendo el conocimiento sobre los resultados financieros, riesgos regulatorios o legales, el futuro o las políticas de gobernanza de un importante sector del mercado.

Una de las consecuencias de la opacidad que resultaría de la privatización de toda la estructura de capital sería la dificultad para realizar valoraciones corporativas precisas (FMI, 2024). Asimismo, puede implicar un incremento en el fraude, por estar sometidas a menor control y vigilancia (FMI, 2024).

Como explican Ellias y de Fontanay (2024) “las empresas más grandes, que de otro modo habrían accedido a los mercados de deuda públicos o cuasi públicos y habrían compartido las informaciones requeridas por ley o contrato a los inversores, compartirán la información mucho menos ampliamente y, a menudo, ésta eludirá la supervisión tanto de los reguladores bancarios como de los de valores”.

Esto, como veíamos, puede fomentar la actividad dada la mayor flexibilidad, sin embargo, a gran escala y a largo plazo se incrementa el riesgo de una mala asignación de capital y de iliquidez. Como sostienen Ellias y de Fontanay: “En el antiguo equilibrio, la deuda de las grandes empresas se negociaba activamente en los mercados de préstamos y bonos, proporcionando señales tempranas de cuándo las empresas tenían problemas y ofreciendo a los inversores y reguladores visibilidad sobre empresas o industrias en dificultades. Ahora, muchas empresas e incluso industrias enteras buscarán capital en fondos de crédito

privados. Como resultado, solo ciertos gestores de activos disfrutarán de un alto nivel de visibilidad sobre la economía, que anteriormente estaba más ampliamente compartido, lo que hará que la valoración objetiva por parte de externos sea considerablemente más difícil” (2024).

### 3.2.2. Consecuencias en procesos de insolvencia

Según algunos autores, el crédito privado puede tener un importante impacto en los procesos de insolvencia y reestructuración de la deuda corporativa, pero sus consecuencias serán inciertas hasta que el mercado experimente un choque (Ellias y de Fontanay, 2024).

Loumioti sostiene que los *direct lenders* suelen prestar a compañías opacas con pocas alternativas de financiación (2019). Ellias y de Fontanay muestran en su estudio de 2024, que aproximadamente el 10% de los préstamos de BDCs se mantenían a un valor razonable (para fines contables) equivalente al 70% o menos de su valor nominal, lo que sugiere que los prestatarios estaban en una situación financiera difícil, estando más expuestos a procesos de insolvencia.

La primera hipótesis sería que el mayor riesgo asumido en estas inversiones, la regulación más laxa y la opacidad y dificultad de valoraciones derivada de la misma discutidos anteriormente, sumados a un incremento de la deuda corporativa (ya que, como se ha indicado, la deuda privada no solo sustituye deuda tradicional, sino que la amplía para nuevos y antiguos prestatarios), favorecerían a más episodios de estrés financiero e insolvencia.

Asimismo, al estar menos expuestos a control y fiscalización y menos regulados, pueden implementar prácticas más agresivas en las negociaciones previas a la insolvencia o concurso que los bancos tienen prohibidas o muy limitadas, como por ejemplo entrar en el *equity* (Davydiuk et al., 2024), eludiendo los procesos de reestructuración preconcursales tradicionales sin las consiguientes garantías para el resto de acreedores (Ellias y de Fontanay, 2024).

Sin embargo, hay literatura que sostiene que los beneficios en cuanto a flexibilidad, renegociación y monitorización, así como la participación del *private equity*, favorecen a

la resolución de situaciones de potencial insolvencia. Los gestores de crédito sostienen que disponen de más recursos para lidiar con deudas problemáticas que los bancos o los mercados, derivando en menos impagos, reestructuraciones más simples y un menor coste ante dificultades financieras (FMI, 2024 y Jang, 2025, entre otros).

La práctica avala esta hipótesis, ya que, según los datos del Fondo Monetario Internacional (2024), a pesar de presentar mayor riesgo, las pérdidas históricas no han excedido aquellas de bonos *high yield* o deudas apalancadas (Figura 9). Las tasas de morosidad generales de la deuda privada tienden a ser altas, pero incluyen incumplimientos de garantías, que suelen derivar en una renegociación de los términos más que en un impago real (FMI, 2024).

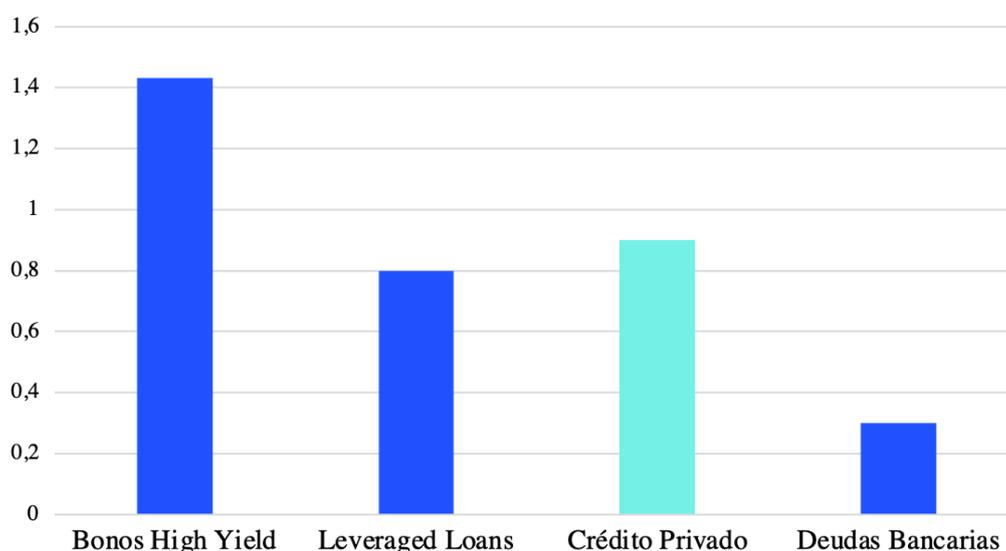
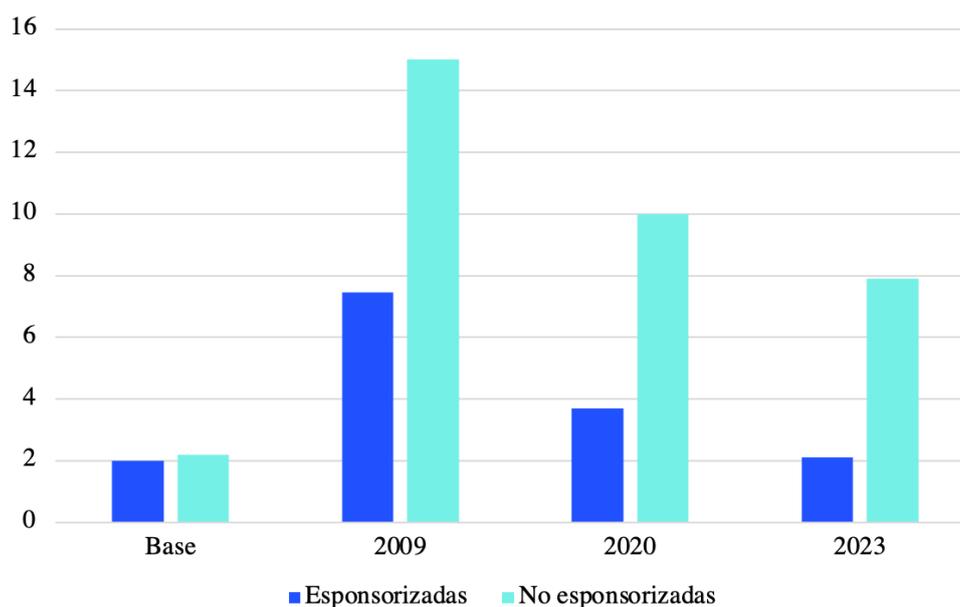


Figura 9: Pérdida anual media de créditos (%) de elaboración propia según los datos de FMI, 2024.

Las compañías esponsorizadas por *private equity* que, como se ha indicado son prestatarios comunes de deuda privada (tanto a través de gestores independientes como con un único *dual holder*) han demostrado ratios de impagos significativamente más bajos en tiempos de estrés comparadas con firmas no esponsorizadas (Figura 10). En situaciones de dificultad pueden inyectar capital adicional para preservar el valor a largo plazo de sus inversiones. Por último, las garantías y el hecho de que la mayoría estén aseguradas, mitigan las pérdidas.



*Figura 10:* Ratios de impago de deuda anuales (%) de elaboración propia según los datos del FMI, 2024.

### 3.2.3. Conflictos de interés y concentración

El crecimiento de la deuda privada y su consiguiente papel protagonista en el sistema financiero puede dar lugar a un mayor impacto de posibles conflictos de interés en el sistema en su conjunto y en sus integrantes. Kraemer-Eis et al. (2014) sostienen que habrá que prestar atención en particular a las estructuras de incentivos de las diferentes partes involucradas y la alineación de intereses entre el originador, los inversores y el gestor (CEF, 2013).

Estas estructuras de incentivos y el comportamiento del prestamista tienen que considerarse, particularmente, en la financiación para compañías con mayor dificultad para acceder a los préstamos tradicionales bancarios (Kraemer-Eis et al., 2014). A pesar de esa dificultad, la dependencia en la financiación bancaria de prestatarios pequeños y medianos es alta en Europa, y la expansión de la deuda privada a este espacio puede trasladar la dependencia de instituciones bancarias reguladas a gestores e inversores, que recordamos, no cuentan con las mismas garantías o supervisión.

Asimismo, la estructura de compensación expuesta anteriormente incentiva a los gestores a generar retornos altos, ya que se benefician directamente de parte del retorno de la

inversión sobrepasado cierto umbral a través del *carry*, llevándoles a asumir más riesgo (Fleischer, 2008).

En segundo lugar, la concentración de todo el capital de las empresas en fondos privados, tanto de *equity* como de crédito, con esencialmente los mismos ciclos de vida, la misma iliquidez, los mismos inversores finales, e idénticos incentivos y sistemas de compensación, implica que shocks a la economía pueden tener impactos más severos y correlacionados dada la iliquidez y falta de diversificación de los instrumentos propietarios mayoritarios de las compañías (Ellias y de Fontanay, 2024).

Adicionalmente, se ha expuesto que el capital tiende a concentrarse en los gestores de mayor tamaño, por lo que a los riesgos anteriores se suman los derivados de la concentración y acumulación de la toma de decisiones, de información sobre las compañías y de recursos en unos pocos, pudiendo derivar en prácticas anticompetitivas (Ellias y de Fontanay, 2024).

#### 4.3.3. Competitividad y saturación

Con la expansión de estos activos la disponibilidad de oportunidades de deuda se reducirá, dando lugar a una potencial bajada de los estándares de crédito, con sus consiguientes riesgos (Loumioti, 2019). Esta hipótesis es consistente con el histórico de bajo rendimiento de los créditos emitidos durante la burbuja crediticia de 2008 (Benmelech, Dlugosz, y Ivashina, 2012).

En conclusión, una extensión a gran escala de la privatización de la deuda puede presentar riesgos en relación con la opacidad de la información, con los conflictos de interés y la competitividad, así como con la saturación del mercado. Como se expone en el Capítulo 4, estos riesgos pueden derivar en cambios regulatorios que impactarían la evolución del crédito privado. Sin embargo, en cuanto a procesos de insolvencia, parece que la deuda privada puede ser más resiliente y presentar menos riesgos para el sistema en momentos de inseguridad.

Ya expuestas las características internas del producto que han favorecido el crecimiento de la deuda privada en Europa y aquellas que lo podrían frenar, en el siguiente capítulo

se valoran los factores externos que han tenido un impacto importante en la evolución de este activo y pueden determinar su futuro.

#### **4. FACTORES EXTRÍNSECOS DE LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PRIVADA: PRINCIPALES CONDICIONANTES EXTERNOS DEL MERCADO DEL CRÉDITO PRIVADO**

Gran parte de la literatura sostiene que la causa principal del incremento de la deuda privada ha sido una regulación más estricta de las instituciones bancarias. Esta financiación se expandió de manera dramática a finales de los 2000 tras la crisis financiera, cuando reguladores en Estados Unidos y Europa ajustaron rigurosamente la normativa a través del Dodd-Frank y Basilea III, entre otras iniciativas, que continúan hoy limitando la habilidad de los bancos comerciales de prestar dinero (Ares, 2020).

Sin embargo, no hay unanimidad sobre el alcance o la exclusividad de la regulación bancaria como única causa del incremento de este tipo de deuda (Ellias y de Fontanay, 2024), cuyos beneficios y desventajas pueden acentuarse por diferentes factores del sistema financiero y económico global. Cambios en los tipos de interés, un incremento de la actividad de *private equity* o *M&A* o una posible regulación de estos fondos pueden impactar en su desempeño.

Asimismo, el alcance y sentido del impacto de los bancos merece un análisis más profundo. A continuación, se evalúan los factores externos que pueden afectar a la evolución de la deuda privada en el futuro, tanto del alcance de su impacto como del sentido del mismo.

##### **4.1. La Situación de las Instituciones Bancarias**

Para analizar el impacto de la situación de las instituciones bancarias, se evalúan los efectos de la regulación bancaria, la variación en la disponibilidad del capital y el incremento de la consolidación bancaria en la deuda privada.

###### **4.1.1. Impacto de la regulación bancaria**

La literatura coincide en que el comienzo del cambio hacia los mercados privados de la pasada década se explica por el incremento de la regulación y la huida del riesgo por parte de los bancos tras la crisis financiera de 2008 (BIS, 2021, Cherenko et al., 2022 y Ellias y de Fontanay, 2024), que dejó un hueco en la financiación corporativa cubierto por los

prestamistas privados de crédito. Esta tendencia regulatoria no ha cambiado sino que se mantiene con la misma intensidad, previéndose un aumento de las restricciones regulatorias a los préstamos bancarios con la propuesta de Basilea III “*endgame*” en Europa (Srinivasan y Huther, 2023).

La asunción de menor riesgo por parte de los bancos así como mayores condiciones de capitalización dejan una demanda de financiación corporativa desocupada para los prestamistas privados de capital. Empresas con más riesgo o créditos de demasiado tamaño seguirán siendo más interesantes para los fondos de crédito que para las instituciones bancarias, continuando a futuro el crecimiento experimentando hasta la actualidad.

Sin embargo, un incremento de la regulación bancaria no solo favorece a la deuda privada por dejar un espacio a ocupar, sino que los instrumentos de deuda privada pueden ser una vía de participación indirecta de las instituciones bancarias en la financiación corporativa, favoreciendo a ambos actores.

Así, autores como Cherenko Ialenti y Scharfstein, (2025) sostienen que es más beneficioso para los grandes bancos con bajos costes de financiación hacer préstamos relativamente seguros con menos restricciones de capital que hacer préstamos de alto coste y volatilidad que requieran más capital y supongan un mayor riesgo en su balance. En esencia, es más rentable para los bancos prestar a los fondos que directamente a las compañías subyacentes de los mismos (Cherenko et al., 2025).

Esto se explica porque los préstamos bancarios a fondos de crédito privado (en concreto a los *SPVs* que establecen los mismos), son considerados por la normativa activos de menor riesgo que los préstamos directos a las compañías de *middle-market*, requiriendo menos capital y suponiendo un menor riesgo en balance para el banco (Cherenko et al., 2025). Esta teoría es apoyada por otros autores, como Davydiuk et al., (2024,), Ellias y de Fontanay, (2024), Acharya, Cetorelli, and Tuckman (2024), Hanson, Ivashina, Nicolae, Stein, Sunderam y Tarullo, (2024) y Buchak et al. (2024).

Asimismo, aunque no podemos observar los gastos operativos en los que un banco incurriría para originar, valorar, gestionar y financiar préstamos *middle-market* en su

balance, “es razonable pensar que estos son más altos que si el banco operara el negocio de préstamos para el mercado de empresas de tamaño medio. Estos costes adicionales están relacionados con el nivel extra de cuidado que debe tomarse cuando— la cartera de préstamos y las operaciones bancarias en general— están sujetas a supervisión y regulación” (Cherenko et al., 2025). Por tanto, prestar a los fondos antes que a las compañías no solo interesa a los bancos en términos de exigencias capital, sino que reduce costes adicionales relacionados con el crédito.

El beneficio de mayor regulación bancaria es claro para los fondos, ya que no sólo ocupan el espacio de la demanda de financiación corporativa dejado por los bancos, sino que los gestores de fondos de crédito ven incrementada la rentabilidad para sus propios inversores a través del aumento de la deuda bancaria a nivel fondo (Haque, 2023).

Así, desde la crisis financiera y el incremento de la regulación, los bancos han financiado exponencialmente a los *direct lenders* en sus actividades y existen evidencias estadísticas de que un aumento en la regulación bancaria que implique mayores restricciones de capital tiene un impacto positivo significativo en el *direct lending* (Loumotini, 2019).

Adicionalmente, a través de la co-inversión, los bancos y fondos pueden colaborar en estructuras en las que los bancos originan el crédito y los fondos provén el capital, manteniendo los bancos las relaciones con las compañías y gestionándolo, a la vez que transfieren y comparten riesgo, amplían y diversifican su negocio de crédito y tienen una estructura de capital más adecuada (Kraemer-Eis et al., 2014). Por todo ello McKinsey considera que nos encontramos en un punto de inflexión para la estrategia de los bancos, que deben adaptar sus negocios a la cooperación y competencia con los actores del mercado de la deuda privada (McKinsey 2, 2024).

#### 4.1.2. Variación de la disponibilidad de crédito

Como parece obvio, menor oferta bancaria se traslada en más financiación alternativa (Leary 2009, Altavilla, Pariès y Nicoletti 2019, Dwenger, Fossen y Simmler, 2020). Sin embargo, como hemos argumentado, la financiación bancaria en las condiciones actuales es interesante para la actividad de los fondos de crédito y la puede favorecer.

En principio, hay una asociación negativa entre la financiación bancaria a inversores institucionales y la actividad de *direct lending*, sin embargo, algunos autores encuentran que esta relación se invierte después de una crisis financiera (Loumotini, 2019). Esto sugiere que, mientras que la financiación bancaria para pequeños prestatarios disminuye después de una crisis (Ares Market Insights, 2018), los bancos aumentan sus préstamos a prestamistas institucionales en momentos de alta actividad de *direct lending* (Loumotini, 2019).

Böni y Manigart (2022), realizan un estudio del impacto en el desempeño de los activos de deuda privada de la disponibilidad de crédito y las condiciones de mercado *ex ante*, es decir, en el momento de lanzar el fondo, y *ex post*, cuando éste ya está en funcionamiento.

Sostienen que los fondos que superan en desempeño a los bonos de ‘*investment grade*’ (grado de inversión en español) o ‘*high yield*’ (grado especulativo) son lanzados, de media, cuando la iliquidez de financiación (entendida como reticencia de los bancos de prestar a compañías medida por el nivel del TED Spread<sup>18</sup>), es menor. Asimismo, un contexto de diferenciales de crédito más altos (reflejando la compensación por más riesgo de crédito o impago) y mayor volatilidad en los mercados de capital está positivamente relacionado con un incremento en los múltiplos y retornos superiores a los de los bonos (Böni y Manigart 2022).

Esto implica que las condiciones *ex ante* de lanzamiento de un fondo afectan el desempeño de las inversiones en deuda, favoreciéndoles un mercado con más disponibilidad de financiación bancaria y un contexto de más riesgo.

Adicionalmente, han observado que algunas condiciones posteriores al lanzamiento también impactan su desempeño. Una contracción del diferencial TED por mejoras en la iliquidez y contracciones en los diferenciales de crédito favorecen al desempeño de los fondos de crédito ya lanzados.

---

<sup>18</sup> TED Spread (Treasury EuroDollar Spread): la diferencia entre el tipo interbancario de oferta de Londres (LIBOR) a tres meses y los bonos de deuda del tesoro de Estados Unidos. Es un indicador de que a mayor TED Spread, menor liquidez y más riesgo de crédito.

Esto es interesante ya que puede parecer incoherente que una mayor oferta de financiación favorezca a los fondos lanzados. Sin embargo, Böni y Manigart sostienen que un aumento en la voluntad de prestar a compañías por parte de los bancos favorece la renegociación de créditos y aumenta la demanda de los prestatarios de mejores términos de financiación. Una terminación adelantada de los préstamos implicaría comisiones de salida no esperadas, suponiendo ingresos adicionales para los gestores.

Asimismo, dado el largo plazo del horizonte de inversión, los fondos pueden hacer reasignaciones de capital durante el periodo de inversión, multiplicando las comisiones de originación y potencialmente el desempeño de los activos.

En cuanto a los diferenciales de crédito, reflejan la compensación por más riesgo de crédito o impago. Aumentan cuando los inversores se vuelven más aversos al riesgo y esperan retornos más altos, afectando negativamente al precio de los bonos (Tang y Yan, 2010).

Mayores diferenciales de crédito al momento de lanzar el fondo, es decir, mayor percepción de riesgo y retornos más altos, favorecen su desempeño. Sin embargo, una mejora de estas condiciones, es decir, menores retornos en la deuda y menor percepción de riesgo empeoran el desempeño de los fondos de crédito con respecto a bonos (Böni y Manigart 2022).

Estos resultados ilustran que, tanto un contexto de incremento en el crédito bancario como una contracción posterior al lanzamiento puede favorecer a los fondos de crédito, ya sea por ocupar el espacio dejado por los bancos (contracción) como por renegociar las condiciones y reinvertir su capital (incremento).

#### 4.1.3. Incremento de la consolidación bancaria

Por último, es oportuno mencionar que existe una relación positiva entre la consolidación de bancos en el territorio de un prestatario (la actividad de M&A de bancos) y la actividad de *direct lending* en dicha región.

Esto es consistente con el argumento de que la consolidación en la industria bancaria a menudo deja un hueco en la oferta para ciertos prestatarios sostenido, por ejemplo, por Berger, Demsetz y Strahan (1999). El estudio de Loumiotis determina que un aumento en la actividad local de *M&A* de los bancos en una desviación estándar incrementa los préstamos directos en aproximadamente un 2,2% (2019), estableciendo una asociación positiva entre los préstamos directos y la consolidación de la industria bancaria regional. Por ello, los prestamistas directos parecen estar más activos cuando hay una oferta de crédito bancario local más ajustada tras la actividad de *M&A* (Loumiotis, 2019).

El pasado año hemos observado una tendencia de fusiones bancarias en Europa, con la OPA de BBVA a Sabadell en España o la de Unicredit a Banco BPM en Italia. En Reino Unido, Nationwide alcanzó un acuerdo con Virgin Money en marzo de 2024 y Coventry Building Society adquirió The Co-operative Bank en mayo (Zúñiga, 2024).

Una mayor consolidación del sector bancario europeo puede favorecer adicionalmente al sector de deuda privada.

#### 4.1.4. Impacto global de la situación de las instituciones bancarias

En conclusión, parece que la situación de las instituciones bancarias en Europa puede continuar favoreciendo al crecimiento del crédito privado, tanto por la regulación como por la disponibilidad de crédito y la consolidación del sector bancario.

Las previsiones a futuro son que la regulación bancaria en cuanto a restricciones de capital se mantenga o incremente, perpetuando la tendencia de huida de riesgo que hemos visto durante los últimos 15 años. Sin embargo, los bancos no han desaparecido de la estructura crédito corporativo, participando de forma indirecta a través de los préstamos a fondos de crédito.

Esta estructura puede ofrecer a los bancos un perfil de riesgo más atractivo que el de los préstamos directos, ya que pueden asumir menos riesgo en su portfolio y garantizar el préstamo contra un conjunto de activos en lugar de los activos de una sola empresa. Además, los préstamos a fondos de crédito privado ofrecen costes administrativos

relativamente bajos para los bancos que buscan diversificar su exposición crediticia (Ellias y de Fontanay, 2024).

Estos factores externos afectan a las características intrínsecas de los fondos analizadas en el Capítulo 3. Para los prestatarios de crédito privado, un aumento de la regulación bancaria incrementa las trabas y costes de la financiación tradicional, haciendo más atractivas las características de rapidez, flexibilidad, renegociación, unidad, madurez y acceso de los fondos de crédito.

Para los inversores finales, impulsa el valor de los retornos y diversificación favoreciendo el acceso de financiación a nivel inversor. Para los gestores, la colaboración con los bancos a través de deuda a nivel fondo o la posibilidad de co-invertir incrementa sus comisiones a través de más rentabilidad, les permite beneficiarse de mayor tamaño y facilita la posibilidad de ser *dual holders*. Si se mantienen estas tendencias de privatización del crédito por las restricciones regulatorias a los bancos, también se hace más diferencial el acceso a la información de compañías que tienen los gestores y deja de tener el mercado.

Un aumento de la disponibilidad de crédito bancario no perjudicaría tampoco a los fondos, ni en el momento de ser lanzados ni a posteriori, reflejando la flexibilidad de este activo, que se puede aprovechar de los huecos dejados por menos crédito o reinvertirse en caso de más oferta bancaria y una renegociación de los préstamos. Por último, la consolidación bancaria en Europa favorece también a la industria del crédito privado.

#### **4.2. La Regulación de los Fondos de Crédito**

El actual crecimiento de los fondos de crédito se ha dado en un contexto de poca regulación dada la limitada participación de inversores *retail* y la iliquidez del activo (BIS, 2021). Sin embargo, los riesgos intrínsecos de la deuda privada analizados en el Capítulo 3 (opacidad en la información, consecuencias en procesos de insolvencia, concentración y conflictos de interés y competitividad y saturación), pueden hacer que la regulación se incremente.

A medida que estos activos toman un papel protagonista en el sistema financiero global, una mala gestión de los mismos o una falta de regulación puede derivar en que un shock en la deuda privada tenga consecuencias sistémicas, conllevando riesgos similares a los de los bancos (CEF, 2013 y Ellias y de Fontanay, 2024). Solo en Estados Unidos, se estima que entre 5 y 6 billones de dólares en activos pueden trasladarse del sistema bancario al sector privado (McKinsey 2, 2024). Si los fondos asumen el riesgo que antes pertenecía a los bancos, cabe esperar que se incremente su regulación.

En esta línea, la Unión Europea ha reformado recientemente la AIFMD II para fortalecer los requerimientos de *reporting*, gestión de riesgo y gestión del riesgo de liquidez de los fondos de crédito. Ha establecido requisitos adicionales específicos para los gestores de fondos de originación de créditos respecto a los grados de apalancamiento (175% para fondos abiertos y 300% para cerrados), entre otros (FMI, 2024). La regulación también se está incrementando en Estados Unidos, mercado con una importante inversión en Europa (FMI, 2024), pero no puede preverse cómo gestionará esta cuestión su nueva Administración.

La falta de regulación ha supuesto oportunidades para los fondos de crédito hasta ahora (Loumiotis, 2019). En este apartado se valora el impacto de un cambio en la regulación en dos aspectos: un incremento de las exigencias de capitalización para aproximarlas a las de los bancos y un aumento de los requisitos de *compliance* e información.

#### 4.2.1. Regulación de capitalización

En primer lugar, está la hipótesis de que si se aproximan las exigencias de capital de los fondos a las de los bancos, aquellos dejarán de ser tan rentables. Sin embargo, Cherenko, Ialenti y Scharfstein (2025), cuestionan la relevancia de la regulación del capital bancario para entender el crecimiento del crédito privado con un análisis detallado de BDCs en Estados Unidos, fondos de inversión cerrados que prestan a firmas del *middle-market* esponsorizadas por *private equity*, pero abiertas al sector *retail* (por eso hay más información). El estudio se hizo con BDCs con activos agregados de 310.000 millones de dólares en casi 150 entidades. Argumentan que sus conclusiones pueden aplicarse a otros fondos de deuda, por sus similares portfolios y financiación.

Lo que pudieron ver en este estudio es que las BDCs están extremadamente bien capitalizadas de acuerdo con las metodologías de requerimientos de capital aplicadas a los bancos. Argumentan que, si los BDCs fueran bancos, el ratio más básico de requisito de capital bancario, basado en el llamado enfoque estandarizado, sugiere que las BDCs tienen un capital propio de aproximadamente el 36% de los activos ponderados por riesgo, lo que está muy por encima de los niveles de capital que se requieren y se observan en los bancos (Cherenko et al., 2025).

Además, las BDCs tienen más capital del que se requeriría a los bancos si les aplicamos la metodología de las pruebas de estrés (*stress test*) bancarias de la Reserva Federal. Dado sus altos ratios de capital inicial, la gran mayoría de BDCs superan ampliamente los ratios mínimos de capital bajo estrés a pesar de tener carteras con bastante riesgo, con todas las BDCs excepto cuatro con ratios de capital bajo estrés superiores al 15% (vs un capital bajo estrés de 9,9% del banco promedio según la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Cherenko et al., 2025).

En conclusión, las BDCs operan con significativamente más capital que los bancos, generalmente un ratio de *debt-to-equity* de 1-1, y un apalancamiento similar al bancario (Block et al., 2024). Para estos autores, “el crecimiento del crédito privado no puede explicarse como un intento de evitar requerimientos de capital onerosos de los bancos” (Cherenko et al., 2025).

#### 4.2.2. Regulación de *compliance* e información

Sin embargo, la regulación no solo concierne al capital. Varios autores mencionan la ventaja competitiva de los fondos de capital en cuanto a los deberes de información, *reporting* y *compliance* (Cherenko et al., 2025, FMI, 2024, Ellias y de Fontanay, 2024). Una de las ventajas para los gestores de activos es la flexibilidad a la hora de originar y gestionar un crédito, habiendo expuesto en el Capítulo 3 que los bancos soportan costes de hasta 10.000 dólares por empleado para cumplir con la normativa de *compliance*, con un incremento del 60% desde los niveles pre-crisis financiera (Forbes, 2022).

Cherenko Ialenti y Scharfstein (2025) argumentan que esta regulación más laxa en términos de supervisión es lo que ha podido favorecer el crecimiento del crédito privado

y, como se ha expuesto al comienzo, se prevé un incremento de este tipo de regulación en el ámbito europeo e internacional.

#### 4.2.3. Impacto global de la regulación de los fondos de crédito

En conclusión, mientras que un incremento en las exigencias de capitalización de los fondos de crédito no tendría un impacto tan significativo en su evolución, un incremento en las obligaciones de *reporting*, información y *compliance* podría reducir su ventaja en comparación con otros instrumentos financieros.

Para los prestatarios, esto podría dificultar la rapidez, flexibilidad, capacidad de customización y relación entre prestamista y prestatario y reducir la confidencialidad característica de los instrumentos privados. Para los inversores, mayores costes relacionados con estas obligaciones podrían reducir sus retornos, pero a su vez una mayor supervisión implica mayores garantías en términos de riesgo. Por último, para los gestores, un incremento de costes afectaría negativamente a sus comisiones, más exigencias dificultarían su flexibilidad y las ventajas de un mayor tamaño podrían ir acompañadas de un incremento en la supervisión.

### 4.3. La Actividad de *M&A* y *Private Equity*

Algunos autores sostienen que el crecimiento de la deuda privada ha seguido el crecimiento del *private equity*, con el cual está estrechamente ligado (FMI, 2024). Esto se debe principalmente a dos razones: la primera, que muchos gestores de fondos de crédito son también gestores de *private equity*, habiéndose expandido a la deuda utilizando su conocimiento sobre el capital (sostenido, entre otros, por Loumiotí, 2019, BIS, 2021, Davydiuk et al., 2024 e FMI, 2024).

En segundo lugar, porque el crédito privado es una fuente de financiación clave para las compañías sponsorizadas por *private equity* y sus transacciones (entre otros, Block et al., 2024, McKinsey, 2024, e FMI, 2024).

Los sponsors de *private equity* mitigan el riesgo en gran medida y las características propias de los fondos de crédito los hacen muy interesantes para la financiación de sus

transacciones (como se expone en el Capítulo 3). Sin embargo, esta relación implica que vulnerabilidades en un sector pueden trasladarse al otro (FMI, 2024). Hacer una previsión a futuro de la evolución de las transacciones de *M&A* y la actividad del *private equity* excede el alcance de esta investigación, pero en este apartado se hace un análisis del impacto de la variación de esta actividad en el crédito privado, tanto por un incremento como por una disminución.

#### 4.3.1. Relación del *M&A* y *Private Equity* con el volumen de deuda privada

Como se expuso en mayor detalle en el Capítulo 3 de este trabajo, el crecimiento de la deuda privada a través de fondos de crédito ha estado impulsado por un buen periodo de actividad de *M&A* a través de los fondos de *private equity*. Como ya se indicó, ha pasado de un 27% de transacciones financiadas en 2020 a un 53% en 2023 (KKR, 2024).

Los informes sectoriales indican que en 2023 el volumen de operaciones de deuda privada cayó por segundo año consecutivo debido a un entorno de operaciones de *M&A* menos activo (McKinsey, 2024). A pesar de que la deuda privada aumentase su participación en el segmento de transacciones de compra apalancadas (LBOs) en 2023, la caída de actividad de los fondos de deuda se debió a menor demanda de financiación (McKinsey, 2024). El sector espera que una recuperación de los volúmenes de operaciones de LBOs y *M&A*, que ya comenzó a finales de 2023, suponga nuevas oportunidades para los fondos de crédito (JP Morgan, 2024).

Sin embargo, dado el contexto de tipos altos y menor actividad de *private equity*, los gestores incrementaron su diversificación para incluir nuevas áreas, tipos de activos y estructuras de financiación variadas (McKinsey 2, 2024), reduciendo la influencia de este sector.

De esta manera, en 2023, en las transacciones que no eran de compra, el volumen se mantuvo estable año, tras año, indicando que “si bien el volumen de transacciones de préstamos directos sigue estando altamente apalancado en la actividad del *private equity*, no depende totalmente de las LBOs para oportunidades de implementación” (McKinsey, 2024). Ante un escenario de ralentización de la actividad de *M&A*, el capital privado ha sido fuente de refinanciación (JP Morgan, 2024), así como de extensiones de crédito antes

del vencimiento (McKinsey, 2024). Se estima que 1,4 billones de dólares en préstamos y bonos vencerán en los siguientes 3 años, acelerando esta tendencia en 2024 y 2025 (McKinsey, 2024).

#### 4.3.2. Impacto global del *M&A* y *Private Equity* en los Fondos de crédito

En conclusión, aunque la actividad de los fondos de crédito esté estrechamente relacionada con el *private equity* no depende exclusivamente de éste. Un aumento de la actividad de este sector favorecería al crédito privado, pero ante una ralentización, la actividad se enfoca en la refinanciación y la extensión de créditos existentes. La entrada en nuevos sectores, la diversificación de activos y de estrategias (como la deuda *mezzanine* o *distress* que crecieron en 2023 según lo expuesto en el Capítulo 2) ha disminuido la dependencia de los fondos en la actividad de *M&A*, por lo que tanto un incremento de esta como una ralentización pueden presentar oportunidades para el sector del crédito privado.

#### 4.4. Tipo de Interés

El último factor que ha afectado a la evolución de los fondos de crédito han sido los tipos de interés, ya que hay una transmisión directa de la subida de tipos al coste de la deuda dado el carácter mayoritariamente variable de sus créditos (FMI, 2024).

Sin embargo, la literatura difiere ante qué escenario de tipos favorece más al crédito privado. Hacer una estimación del futuro de los tipos de interés excede el alcance de este trabajo, pero se estudia el impacto de los tipos en el pasado para valorar qué ocurriría en cada escenario a futuro.

Antes del periodo del Covid 19, el crecimiento de los fondos de crédito se dio en un contexto de tipos bajos. Algunos autores sostienen que la deuda privada se benefició de un largo periodo de tipos bajos, que fomentó una expansión a estrategias de inversión alternativas (Kraemer-Eis et al., 2014, BIS, 2021, e FMI, 2024).

Para ellos, un incremento de tipos puede derivar en un deterioro de la calidad del crédito, aumentando la carga del interés para los prestatarios de deuda privada (FMI, 2024). Así,

los pagos en especie de intereses hechos por las BDCs en el estudio del Fondo Monetario Internacional se doblaron desde 2019 y la proporción de compañías con ratios de cobertura de interés insostenibles incrementó a más de 1/3 en empresas con características de tamaño y apalancamiento similares a las de los prestatarios de crédito privado (FMI, 2024).

Sin embargo, otros autores han valorado positivamente la subida de tipos experimentada tras la pandemia. McKinsey sostiene que las características de riesgo y rentabilidad del crédito privado lo hacen adecuado para el entorno actual, con los tipos de interés en máximos de más de una década (McKinsey, 2024). Esta subida hace los rendimientos del crédito privado más atractivos tanto en términos absolutos como relativos, “particularmente si los tipos más altos se mantienen y ejercen presión a la baja sobre los rendimientos del capital” (McKinsey, 2024).

Asimismo, Small sostiene que, dado el contexto de tipos más altos, la deuda tradicional sola no puede garantizar una transacción exitosa, sumado a la capacidad de los fondos de deuda privada de crear estructuras a medida para sus inversiones, hace que muchas transacciones de *private equity* se financien por deuda privada (KKR, 2024). Como se expuso en el Capítulo 3, la fluctuación en los tipos pone en valor la certeza en la financiación que garantizan los fondos de crédito con respecto a los bancos en procesos de compra competitivos.

#### 4.4.1. Impacto global de los tipos en los fondos de crédito

En conclusión, ante un periodo de tipos de interés bajos, el incremento de la inversión y el aumento de la actividad del *equity*, crea una demanda de deuda que, como ya se ha discutido, está siendo llenada por el crédito privado dadas las restricciones y huida del riesgo de las entidades bancarias.

Sin embargo, ante un periodo de tipos más altos, se incrementa la volatilidad y el riesgo. Esto deriva, como se expuso en el Capítulo 2, en una reducción de la inversión y actividad en los sectores privados (que han caído en los últimos años), pero tipos más altos acompañados de más riesgo implican un mayor diferencial para los inversores en crédito privado, así como menos actividad de los bancos dado el riesgo.

Si los bancos centrales continúan bajando los tipos, habrá un recorte en los márgenes (KKR, 2024), pero se favorecerán las transacciones y con ello la demanda de deuda. Algunos autores sostienen que, más que mirar a rentabilidades absolutas, los inversores tienen que pensar en la deuda privada como un producto “*all-weather*” o “*floating-rate*” que se adapta a cada escenario de tipos, con un margen de entre 650-700 puntos básicos por encima de los tipos de referencia (después de tener en cuenta los márgenes contractuales, las fees amortizadas y la duración típica de los préstamos) (KKR, 2024). Por lo que, aunque haya una variación en los tipos, la deuda privada seguirá teniendo un papel importante como opción de financiación corporativa en el futuro.

#### **4.5. Conclusiones del impacto de los factores externos**

A continuación, se resumen las conclusiones del análisis en cuatro tablas (Tabla 1, 2, 3 y 4) con la valoración del impacto global que cada factor externo tendría en el crecimiento de la deuda privada a futuro distinguiendo un efecto negativo (-), positivo (+) o neutro (=). Se estructuran las tablas según los epígrafes de este capítulo y se recogen en la columna de la derecha los autores seguidos en el análisis para obtener dichas conclusiones.

Tabla 1

*Impacto a futuro de los factores externos en la deuda privada: La Situación de las Instituciones Bancarias (Epígrafe 4.1.) – Impacto de la regulación bancaria (Epígrafe 4.1.1.), Variación de la disponibilidad de crédito (Epígrafe 4.1.2.) e Incremento de la consolidación bancaria (Epígrafe 4.1.3.).*

CAUSA	-	=	+	AUTORES
<b>LA SITUACIÓN DE LAS INSTITUCIONES BANCARIAS (Epígrafe 4.1)</b>				
Regulación bancaria (Epígrafe 4.1.1.)				Kraemer-Eis et al., (2014), Loumioti (2019), BIS (2021), Srinivasan, S. y Huther, J., (2023), McKinsey 2, (2024), Ellias y de Fontanay, (2024), Davydiuk et al. (2024), Acharya, Cetorelli, and Tuckman (2024), Hanson et al. (2024), Buchak et al. (2024) y Cherenko et al., (2025).
Disminución de la disponibilidad de crédito (Epígrafe 4.1.2.)				Leary (2009), Ares Market Insights (2018), Altavilla, Pariès y Nicoletti (2019), Loumotini (2019) y Dwenger, Fossen y Simmler (2020).
Aumento de la disponibilidad de crédito (Epígrafe 4.1.2.)				Böni y Manigart (2022).
Incremento de la consolidación bancaria (Epígrafe 4.1.3.)				Berger et al. (1999), DeYoung et al. (2009) y Loumioti (2019).

Tabla 2

*Impacto a futuro de los factores externos en la deuda privada: La Regulación de los Fondos de Crédito (Epígrafe 4.2.) – Regulación de capitalización (Epígrafe 4.2.1.) y Regulación de compliance e información (Epígrafe 4.2.2.).*

CAUSA	-	=	+	AUTORES
<b>LA REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE CRÉDITO (Epígrafe 4.2.)</b>				
Regulación de capitalización (Epígrafe 4.2.1.)				Block et al. (2024) y Cherenko et al. (2025).
Regulación de compliance e información (Epígrafe 4.2.2.)				Forbes (2022), FMI (2024), Ellias y de Fontanay, (2024) y Cherenko et al. (2025).

Tabla 3

*Impacto a futuro de los factores externos en la deuda privada: La Actividad de M&A y Private Equity (Epígrafe 4.3.) – Incremento de la actividad (Epígrafe 4.3.2.) y Disminución de la actividad (Epígrafe 4.3.2.).*

CAUSA	-	=	+	AUTORES
<b>ACTIVIDAD M&amp;A Y PE (Epígrafe 4.3.)</b>				
Incremento de la actividad (Epígrafe 4.3.2.)				Loumioti (2019), BIS (2021), Davydiuk et al. (2024), Block et al. (2024), McKinsey (2024) e FMI (2024).
Disminución de la actividad (Epígrafe 4.3.2.)				McKinsey (2024), McKinsey 2 (2024) y JP Morgan (2024).

Tabla 4

*Impacto a futuro de los factores externos en la deuda privada: Tipo de Interés (Epígrafe 4.4.) – Incremento del tipo de interés (Epígrafe 4.4.1.) y Disminución del tipo de interés (Epígrafe 4.4.1.).*

CAUSA	-	=	+	AUTORES
<b>TIPO DE INTERÉS</b>				
Incremento del tipo de interés (Epígrafe 4.4.1.)				McKinsey (2024) y KKR (2024).
Disminución del tipo de interés (Epígrafe 4.4.1.)				(Kraemer-Eis et al., 2014), BIS (2021) e FMI (2024).

Por tanto, se puede observar que los favores externos que favorecerían al mantenimiento de la tendencia alcista de los fondos de crédito serían, en primer lugar, la situación de las instituciones bancarias, siendo los autores más importantes Kraemer-Eis et al., (2014), Loumioti (2019), BIS (2021), Böni y Manigart (2022), Ellias y de Fontanay, (2024), Davydiuk et al. (2024), y Cherenko et al., (2025).

También les beneficiaría un incremento de la actividad de *private equity* y *M&A* (sostenido principalmente por Loumioti (2019), BIS (2021), Davydiuk et al. (2024), McKinsey (2024) e FMI (2024)) y ambos escenarios de tipos de interés (sostenido por McKinsey (2024), KKR (2024), Kraemer-Eis et al., (2014), BIS (2021) e FMI (2024)).

No se verían significativamente afectados por la regulación de la capitalización (según Cherenko et al., (2025)) ni por una disminución de la actividad de *M&A* y *private equity* (principalmente JP Morgan, (2024) y McKinsey 2, (2024)). Sin embargo, sí tendría un impacto negativo en su desempeño a futuro una posible regulación de las obligaciones de *compliance* e información (Ellias y de Fontanay, (2024) y Cherenko et al. (2025)).

A continuación, se ha elaborado una tabla adicional con el resumen del análisis del impacto global que cada uno de estos factores externos tendría en el mantenimiento a futuro de las ventajas de la deuda privada discutidas en el Capítulo 3 (Tabla 5). Se valora si cada factor externo mantendría, potenciaría o frenaría a futuro cada ventaja actual para prestatarios, inversores finales y gestores. La gradación del color azul en la tabla indica que cuanto más oscuro sea el tono, más se potenciará esta ventaja, con la misma leyenda de colores que las Tablas 1, 2, 3 y 4.

Tabla 5

*Impacto a futuro de los factores externos en las ventajas de la deuda privada para prestatarios, inversores finales y gestores.*

CAUSA	BANCOS	REGULACIÓN CRÉDITO PRIVADO	ACTIVIDAD PE Y M&A	TIPO DE INTERÉS
<b>VENTAJAS PARA LOS PRESTATARIOS</b>				
Rapidez				
Customización y relación				
Flexibilidad y renegociación				
Unidad, madurez y acceso				
Certeza en la financiación				
Confidencialidad				
<b>VENTAJAS PARA LOS INVERSORES FINALES</b>				
Retornos y diversificación				
Garantías más fuertes				
Protección ante otros acreedores				
<b>VENTAJAS PARA LOS GESTORES DE ACTIVOS</b>				
Estructuras de comisiones atractivas				
Mayor flexibilidad				
Posibilidad de ser <i>dual holder</i>				
Beneficiarse de mayor tamaño				
Acceso a la información				

En relación con los bancos, se puede concluir que la regulación bancaria, la disponibilidad de crédito y la consolidación del sector seguirán favoreciendo el crecimiento del crédito privado en Europa. La previsión de mayor regulación bancaria hace aún más atractiva la rapidez, customización, flexibilidad, unidad y madurez de la deuda privada con respecto a la tradicional, atrayendo a todo tipo de prestatarios, no solo a los que no pueden acceder al crédito bancario. Además, mayor acceso a financiación a nivel inversor potencia la rentabilidad para los inversores finales y los retornos de los gestores, que además cuentan con financiación a nivel fondo por ser más interesante para los bancos en términos de capital y riesgo, que les facilita incrementar en tamaño y ser *dual holders*.

En cuanto al impacto de la actividad del *private equity* y *M&A*, aunque la deuda privada está estrechamente ligada a este sector, se ha argumentado que no depende exclusivamente de él. Estando actualmente en un periodo de recuperación de la actividad, podemos prever que un incremento en la actividad de *M&A* creará una demanda de deuda que cumpla con las características necesarias para este tipo de operaciones. Esto pondrá en relevancia las ventajas del crédito privado para los prestatarios con respecto a otro tipo de deuda, favoreciendo a inversores en términos de retornos. Para los gestores, más actividad de *private equity* se traduce en más retornos, más interés en ser *dual holders* y que el acceso a la información se vuelva más valioso, permitiéndoles entrar en nuevos mercados e industrias, tanto con deuda como con capital.

En caso de ralentización de la actividad, la diversificación de productos con estrategias como la deuda *mezzanine*, *distress* o situaciones especiales (que no han caído como el *direct lending* tras el Covid), así como el incremento de las refinanciaciones o extensiones de créditos pueden impedir un freno al crecimiento del crédito privado.

En cuanto a los tipos de interés, se ha visto que la deuda privada puede adaptarse a periodos de tipos altos y bajos, ya sea porque hay un aumento de actividad e inversión de capital por tipos bajos que arrastra a la deuda, como porque un incremento de tipos implique diferenciales más altos.

Por último, aunque un incremento de la regulación en cuanto a exigencias de capital no afectaría al desempeño de los fondos de crédito, una regulación de sus deberes de

información, *compliance* y *reporting* sí que podría suponer una amenaza para el crecimiento del crédito privado. Los riesgos intrínsecos a este producto expuestos en el Capítulo 3 han impulsado propuestas de regulación que ya están en marcha en Europa.

Esta regulación podría afectar a la rapidez, flexibilidad, capacidad de customización y relación entre prestamista y prestatario y reducir la confidencialidad característica de los instrumentos privados. Los costes asociados a estas obligaciones podrían reducir los retornos de los inversores, pero a su vez una mayor supervisión implica mayores garantías en términos de riesgo. Para los gestores, afectaría negativamente a sus comisiones y a su flexibilidad. Adicionalmente, las ventajas de un mayor tamaño podrían ir acompañadas de un incremento en la supervisión.

## 5. CONCLUSIONES

El sector de la deuda privada, tras alrededor de tres décadas en activo, ha experimentado un crecimiento exponencial desde la crisis financiera de 2008 hasta el período posterior a la pandemia. Nacida como una solución para compañías que por tamaño o riesgo no podían acceder a la financiación bancaria tradicional en un periodo de desapalancamiento bancario y huida del riesgo, hoy se asienta como una alternativa con cada vez más protagonismo para los actores del mercado financiero.

Este trabajo se ha centrado en el vehículo que supone más del 80% del mercado total de deuda privada, los fondos de crédito, y su estrategia principal, el “*direct lending*” o préstamos directos. Se caracterizan por financiar normalmente hitos concretos, tener horizontes de inversión a largo plazo, intereses más altos que la financiación tradicional y fuertes garantías para los acreedores.

Dada la iliquidez, riesgo y opacidad del activo, cuentan principalmente con inversores institucionales con horizontes de inversión a largo plazo como fondos de pensiones o aseguradoras, pero está habiendo una apertura a otro tipo de inversores, *family offices* o el sector *retail*. En cuanto a sus gestores, tienden a la concentración y gran tamaño, y es usual que provengan de estrategias de *private equity*. En relación con los prestatarios, el sector sigue enfocado en compañías medianas con más riesgo, en muchos casos esponsorizadas por *private equity*, pero en los últimos 5 años también ha habido una expansión significativa hacia prestatarios de mayor tamaño, diferentes características y sectores.

Tras un año difícil para los mercados privados, en 2023 la deuda privada superó a otros activos en cuanto a levantamiento de fondos y desempeño, y algunas de sus estrategias, como la deuda *mezzanine* o la *distress*, han experimentado crecimiento en términos absolutos. Los activos bajo gestión han crecido, con una aceleración del mercado europeo en los últimos 5 años en relación con el americano. En cuanto a la actividad, se ha paliado la ralentización de la actividad de *private equity* con refinanciaciones y extensiones de crédito. Los informes sectoriales apuntan a perspectivas de crecimiento a futuro, así como una ampliación de la demanda de este tipo de financiación. Se han identificado las

siguientes características de la deuda privada como principales impulsoras de este crecimiento:

Para los prestatarios, la rapidez, customización y relación prestamista-prestatario, flexibilidad y renegociación de términos, unidad, madurez y acceso, certeza en la financiación y confidencialidad del crédito privado, son las ventajas que convierten este activo en fuente de diversificación e incremento del apalancamiento para medianas y grandes empresas. No solo es sustitutiva de la financiación tradicional para quien no pueda acceder a ella, sino que presenta una oportunidad de financiación interesante para grandes prestatarios, expandiendo su mercado potencial.

Los inversores finales encuentran especialmente atractivos sus retornos ajustados al riesgo y la diversificación, las garantías más fuertes y la protección ante otros acreedores, favoreciendo al crecimiento de la deuda privada. Para los gestores, las estructuras de comisiones atractivas, la mayor flexibilidad, la posibilidad de ser *dual holder* y de beneficiarse de mayor tamaño y el acceso a la información de mercado que presentan los fondos de deuda, explican el creciente interés por el crédito de las grandes firmas y el crecimiento del sector.

Estas ventajas han impulsado a los fondos de crédito hasta hoy, pero cambios en el contexto externo pueden afectarlas, potenciándolas o anulándolas. Se han identificado como principales impulsores externos de la deuda privada hasta hoy y a futuro la situación de las instituciones bancarias en términos de regulación, disponibilidad de crédito y concentración y un incremento de la actividad de *private equity* y *M&A*. En cuanto a los tipos de interés, tanto un escenario de subida como uno de bajada han favorecido al crecimiento del crédito privado en el pasado.

No se ha identificado un impacto significativo de la regulación de las exigencias de capital, dada la adecuada capitalización de los fondos, ni de una disminución de la actividad de *M&A* y *private equity*, por la diversificación de estrategias. Sin embargo, sí tendría un impacto negativo en su desempeño a futuro una posible regulación de las obligaciones de *compliance* e información de estos fondos, que hasta ahora han sido laxas.

Mientras que, en cuanto a procesos de insolvencia, la deuda privada ha demostrado resiliencia y menor riesgo para el sistema en momentos de inseguridad, los riesgos de opacidad de la información, conflictos de interés y competitividad, así como los relacionados con una saturación del mercado asociados a una extensión a gran escala de la privatización de la deuda puede presentar riesgos que deriven en cambios regulatorios que ya han comenzado en Europa. Mayores exigencias de *reporting* y *compliance* pueden disminuir su ventaja comparativa respecto a otros instrumentos en términos de rapidez, flexibilidad, customización, relación y confidencialidad para los prestatarios, reducir los retornos de los inversores por mayor coste y afectar a las comisiones, flexibilidad y las ventajas de un mayor tamaño para los gestores.

En conclusión, se han identificado y analizado los principales factores internos y externos que han impulsado el crecimiento de los fondos de deuda en Europa como vehículo de inversión y financiación hasta hoy. Asimismo, se han puesto en relación entre ellos para valorar si favorecerán o limitarán su crecimiento a futuro y se puede concluir que, de manera global, parece que no se interrumpirá la tendencia alcista que han experimentado estos activos tras la crisis de 2008.

La deuda privada no solo se presenta como un producto atractivo y ajustado al riesgo para inversores con horizontes de inversión largos, sino que garantiza financiación para compañías que, a pesar de ser esenciales para el crecimiento económico, presentan demasiados riesgos para la financiación tradicional. Asimismo, empresas que sí tienen acceso a este tipo de financiación pueden encontrar en la deuda privada una fuente de diversificación y una deuda más *ad hoc* a sus necesidades concretas que es resiliente en periodos de inestabilidad. A través de una adecuada valoración del crédito, una estrecha relación con el prestatario y una customización y renegociación de los términos, la deuda privada ha demostrado ser una fuente de financiación resiliente y rentable, tanto para prestamista como para prestatario.

No parece que aquellos factores que la han favorecido vayan a perder relevancia en el futuro, y las previsiones para los factores externos también son favorables. Sin embargo, a medida que la deuda privada se convierte en un actor protagonista dentro del sistema financiero, habrá que abordar los riesgos que puedan surgir de su privatización a gran

escala, al igual que se abordaron los del capital, y habrá que prestar especial atención a los cambios regulatorios que pueda sufrir el sector en el futuro.

## 6. DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA

Por la presente, yo, Lucía Alario López, estudiante de Derecho y Administración y Dirección de Empresas de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "**CAUSAS DE LA EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DE FUTURO DE LOS FONDOS DE CRÉDITO PRIVADO EN EUROPA**", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

**Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes. Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 26 de marzo de 2025.



Firma: \_\_\_\_\_

## 7. BIBLIOGRAFÍA

- Acharya, V. V., Cetorelli, N. y Tuckman, B. (2024) *Where Do Banks End and NBFIs Begin?*. Doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4760963>
- Altavilla, C., Parigi, M. D., y Nicoletti G. (2019). Loan Supply, Credit Markets and the Euro Area Financial Crisis. *European Central Bank*. Recuperado de: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1861.en.pdf>
- Ares Market Insights. (2018). *Opportunities in Global Direct Lending: A Historical and Prospective View of the U.S. and European Markets*. Ares Management. Recuperado de: <https://www.cioninvestments.com/wp-content/uploads/Ares-Direct-Lending-White-Paper-2018.pdf>
- Ares Management. (2020). *The Rise of Private Markets: Secular Trends in Non-Bank Lending and Their Economic Implications*. Ares Management. Recuperado de: <https://www.arescapitalcorp.com/sites/default/files/2020-04/The-Rise-of-Private-Markets-Whitepaper-vF.pdf>
- Ares Management. (2024). *Ares infrastructure debt white paper*. Ares Management. Recuperado de: [https://www.aresmgmt.com/sites/default/files/2024-02/Ares-Infrastructure-Debt-White-Paper\\_Jan-2024\\_0.pdf](https://www.aresmgmt.com/sites/default/files/2024-02/Ares-Infrastructure-Debt-White-Paper_Jan-2024_0.pdf)
- Bank for International Settlements (BIS). (2021). *BIS Quarterly Review. International banking and financial market developments*. Recuperado de: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2103.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2103.htm)
- Begley, T. (2015). *The Real Costs of Corporate Credit Ratings. Paris December 2014 Finance Meeting EUROFIDAI - AFFI Paper*. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2404290>
- Benmelech, E., Dlugosz, J. y Ivashina, V. (2012). Securitization without adverse selection: The case of CLOs. *Journal of Financial Economics* 106 (1) 91–113.

Recuperado de:  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X12000773>

Berger, A. N., Demsetz, R. S., y Strahan, P. E. (1999). The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future. *Journal of banking & finance*, 23(2-4), 135-194. Recuperado de:  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426698001253>

Board, F. S. (CEF). (2013). *Global shadow banking monitoring. FSB Financial Stability Board, Financial Stability Report*. Recuperado de:  
[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_131114.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.pdf)

Böni, P., y Manigart, S. (2022). Private debt fund returns, persistence, and market conditions. *Financial Analysts Journal*, 78(4), 121-144. doi:  
<https://doi.org/10.1080/0015198X.2022.2092384>

Block, J., Young Soo J., Kaplan, S. N. y Schulze. A. (2024). A Survey of Private Debt Funds. *The Review of Corporate Finance Studies*, vol 13(2), 335-383. Recuperado de: <https://academic.oup.com/rcfs/article-abstract/13/2/335/7609046?login=false>

Buchak, G., Matvos, G., Piskorski, T., y Seru, A. (2024). The Secular Decline of Bank Balance Sheet Lending. *National Bureau of Economic Research*. doi:  
<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4738476>

Chernenko, S., Erel, I., y Prilmeier, R. (2022). *Why Do Firms Borrow Directly from Nonbanks?*. Fisher College of Business. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3220527>

Chernenko, S., Ialenti, R. y Scharfstein, D. S., (2025). *Bank Capital and the Growth of Private Credit*. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5097437>

Davydiuk, T., Erel, I., Jiang, W., y Marchuk, T. (2024). Common Investors Across the Capital Structure: Private Debt Funds as Dual Holders. *Fisher College of Business WP*, (2024-21). doi: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4992219>

- De Fontanay, E. y Rautenberg, G. (2021). The New Public/Private Equilibrium and the Regulation of Public Companies. *Columbia Business Law Review*. doi: <https://doi.org/10.52214/cblr.v2021i3.9108>
- Dwenger, N., Fossen, F. M., y Simmler, M. (2020). Firms' financial and real responses to credit supply shocks: Evidence from firm-bank relationships in Germany. *Journal of Financial Intermediation*, 41, 100773. Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042957318300093>
- Ellias, J. A., de Fontanay, E., (2024). The Credit Markets Go Dark. 134 *Yale Law Journal*, 696 (2025). doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4879742>
- Ewens, M. y Farre-Mensa, J., (2020). The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline in IPOs. *Review of Financial Studies*. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3017610>
- Financier Worldwide. (2020). *Direct lending in Spain: Insights and promising trends*. Financier Worldwide. Recuperado de: <https://www.financierworldwide.com/direct-lending-in-spain-insights-and-promising-trends>
- Fleischer, V. (2008). Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds. *New York University Law Review* vol.83 (1). Recuperado de: <https://nyulawreview.org/issues/volume-83-number-1/two-and-twenty-taxing-partnership-profits-in-private-equity-funds/>
- Fondo Monetario Internacional. (2024). *The Rise and Risks of Private Credit*. *Global Financial Stability Report. The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risks*. doi: <https://doi.org/10.5089/9798400257704.082>
- Forbes. (2022). *The Creeping Cost of Compliance*. Recuperado de: <https://www.forbes.com/sites/servicenow/2021/10/21/the-creeping-cost-of->

[compliance/#:~:text=According%20to%20the%20Competitive%20Enterprise,increased%20by%20more%20than%2060%25.](#)

Godlewski, C. J. (2008). Duration of Loan Arrangement and Syndicate Structure. *University of Strasbourg, EM Strasbourg Business School*. doi: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1152726>

Goldman Sachs Asset Management. (2022). *Understanding Private Credit*. Recuperado de: <https://am.gs.com/en-hk/advisors/insights/article/2024/understanding-private-credit>

Goldman Sachs Exchanges. (2022). *The Boom in Private Credit*. Recuperado de: <https://www.goldmansachs.com/insights/goldman-sachs-exchanges/07-12-22-karoui-reynolds>

Gunter, E., Latour, A., Maguire, J., Byrne, P. D., Lukatsky, M., Carroll, M., Campbell, E., Caglayan, S., y Muthukrishnan, R. (2021). Private Debt: A Lesser-Known Corner of Finance Finds the Spotlight. *S&P Glob*. Recuperado de: <https://www.spglobal.com/en/research-insights/special-reports/private-debt>

Haque, S. (2023). Does Private Equity Over-Lever Portfolio Companies?, *Finance and Economics Discussion Series 2023-009*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. doi: <https://doi.org/10.17016/FEDS.2023.009>

Hanson, S. G., Ivashina, V., Nicolae, L., Stein, J. C., Sunderam, A., y Tarullo, D. K. (2024). The Evolution of Banking in the 21st Century: Evidence and Regulatory Implications. *Brookings Papers on Economic Activity*. Recuperado de: [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2024/02/6\\_Hanson-et-al\\_unembargoed\\_updated.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2024/02/6_Hanson-et-al_unembargoed_updated.pdf)

Jang, Y. S. (2025). *Are Direct Lenders More Like Banks or Arm's-Length Investors?* (Tesis Doctoral, Universidad de Chicago). doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4529656>

- J.P. Morgan Asset Management. (2024). *Private Credit Outlook*. Recuperado de: <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-amaem/global/en/institutional/investment-strategies-/alternatives/private-credit-outlook.pdf>
- KKR. (2024). *European Private Credit: A Permanent Place in the Toolkit*. Recuperado de: <https://www.kkr.com/insights/european-private-credit-toolkit>
- Kraemer-Eis, H., Battazzi, F., Charrier, R., Natoli, M., y Squilloni, M. (2014). *Institutional non bank lending and the role of debt funds* (No. 2014/25). EIF. Recuperado de: [http://www.eif.org/news\\_centre/publications/EIF\\_Working\\_Paper\\_2014\\_25.htm](http://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2014_25.htm)
- Leary, M. T. (2009). Bank Loan Supply, Lender Choice, and Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance*, vol. 64 (3). Recuperado de: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdfdirect/10.1111/j.1540-6261.2009.01461.x>
- Limbach, S. (2023). *Credit Trends: Global State of Play: Debt Growth Diverging by Credit Quality*. S&P Global Ratings. Recuperado de: <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/230906-credit-trends-global-state-of-play-debt-growth-diverging-by-credit-quality-12835732>
- Loumioti, M., (2019). *Direct Lending: The Determinants, Characteristics and Performance of Direct Loans*. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3450841>
- McKinsey & Company. (2020). *Bridging infrastructure gaps: How has the world made progress?* McKinsey Global Institute. Recuperado de: [https://www.mckinsey.com/~/\\_media/mckinsey/business%20functions/operations/our%20insights/bridging%20infrastructure%20gaps%20how%20has%20the%20world%20made%20progress%20v2/mgi-bridging-infrastructure-gaps-discussion-paper.pdf](https://www.mckinsey.com/~/_media/mckinsey/business%20functions/operations/our%20insights/bridging%20infrastructure%20gaps%20how%20has%20the%20world%20made%20progress%20v2/mgi-bridging-infrastructure-gaps-discussion-paper.pdf)
- McKinsey & Company. (2024). *McKinsey Global Private Markets Review 2024*. Recuperado de:

<https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/private%2520equity%2520and%2520principal%2520investors/our%2520insights/mckinseys%2520private%2520markets%2520annual%2520review/2024/mckinsey-global-private-markets-review-2024.pdf>

McKinsey & Company. (2024). *The Next Era of Private credit*. Recuperado de: <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/the-next-era-of-private-credit>

Norton, R. A., (2020). Forming Private Credit Funds: Key Differences in Fund Lifecycle and the Use of Subscription Facilities Versus PE Funds (Part One of Two). *Private Equity Law Report*. Recuperado de: <https://www.srz.com/a/web/172012/051820-PELR-Breslow-Hunter.pdf>

Srinivasan, S. y Huther, J., (2023). *The Basel III endgame proposal: Yet another gift to private credit funds*. ABA Banking Journal. Recuperado de: <https://bankingjournal.aba.com/2023/11/the-basel-iii-endgame-proposal-yet-another-gift-to-private-credit-funds/>

Tang, D. Y., y Yan, H. (2010). Market conditions, default risk and credit spreads. *Journal of Banking & Finance*, 34(4), 743-753. Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426609001253>

Wehinger, G. (2012). Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing, and SME financing. *OECD Journal: Financial Market Trends*. 2012 (1). doi: [10.1787/fmt-2012-5k91hbvf9g3](https://doi.org/10.1787/fmt-2012-5k91hbvf9g3)

Zúñiga, B. (2024). *Unicredit-Banco BPM o BBVA- Sabadell: las operaciones visibles del proceso de concentración de la banca europea*. Funds Society. Recuperado de: <https://www.fundssociety.com/es/noticias/negocio/unicredit-banco-bpm-o-bbva-sabadell-las-operaciones-visibles-del-proceso-de-concentracion-de-la-banca-europea/>