



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# ANÁLISIS DEL MERCADO GLOBAL DE DEUDA

Autor: Ainhoa Gallego Varela  
Director: Esther Vaquero Lafuente

MADRID | Junio 2023



# Resumen

En este trabajo de fin de grado se va a llevar a cabo un estudio global del mercado de deuda, centrándose en la deuda privada. Se explicará el concepto de inversión, rentabilidad y riesgo, describiendo detalladamente la gestión de un fondo de deuda. A continuación, se hará un recorrido de los precedentes del mercado desde los años 2000 hasta la actualidad; terminando con un análisis de las tendencias vigentes en el mercado en cuanto a instrumentos de deuda y su geografía para entender su repercusión en la rentabilidad de los diferentes fondos. Por último, una vez analizado el mercado y sus preferencias, se estudiarán las condiciones económico financieras actuales para estimar las tendencias de los próximos años.

**Palabras clave:** mercado de deuda, capital riesgo, fondo de deuda, préstamo directo, rentabilidad y riesgo.

# Abstract

In this final degree project, a global study of the debt market will be carried out, focusing on private debt. The concept of investment, profitability and risk will be explained, describing in detail the management of a debt fund. This will be followed by a review of market precedents from the 2000s to the present day, ending with an analysis of current market trends in terms of debt instruments and geography to understand their impact on the performance of the different funds. Finally, once the market and its preferences have been analyzed, the current economic and financial conditions will be studied in order to estimate the trends for the coming years.

**Keywords:** debt market, private equity, debt fund, direct lending, return and risk.

## Índice general

<b>1. Introducción</b>	<b>9</b>
1.1. Motivación.....	9
1.2. Objetivos del Trabajo de Grado .....	9
1.2.1. Objetivo general .....	10
1.2.2. Objetivos específicos .....	10
1.3. Organización del trabajo de fin de grado .....	10
<b>2. Inversiones</b>	<b>12</b>
2.1. Definición de inversión .....	12
2.1.1. Valor Actual Neto .....	14
2.1.2. Medidas de Riesgo y Retorno .....	15
<b>3. Los fondos de deuda</b>	<b>19</b>
3.1. Introducción .....	19
3.2. Activos en los que invierte un fondo de deuda .....	21
3.2.1. Deuda Pública .....	22
3.2.2. Deuda Privada.....	23
3.3. Definiciones de tipos de fondos de deuda .....	24
3.4. Calificación crediticia de la cartera de un fondo de deuda .....	26
3.5. Importancia de la deuda: Crisis financiera de 2008 .....	27
<b>4. Evolución de la industria de deuda: 2000-2020</b>	<b>29</b>
<b>5. Mercado de deuda privada en la actualidad: estudio de tendencias</b>	<b>33</b>
5.1. Resumen del año 2022 .....	33
5.1.1. Captación de deuda .....	35
5.1.2. Mayores fondos de deuda privada cerrados en H2 2022 .....	36
5.1.3. Tendencia en los tipos de deuda privada .....	37
5.1.4. Geografía de los fondos .....	39
5.1.5. Evolución de las rentabilidades de los fondos de deuda .....	40
<b>6. Comparativa entre los tipos de deuda más comunes</b>	<b>43</b>
<b>7. Proyecciones macroeconómicas y conclusiones</b>	<b>49</b>

7.1.	Proyecciones macroeconómicas .....	49
7.2.	Conclusiones del trabajo .....	54
<b>Bibliografía</b>		<b>58</b>

## **Índice de figuras**

1. Línea temporal de un proyecto de inversión .....	13
2. Norma del Valor Neto Contable .....	15
3. Activos de un fondo de deuda .....	22
4. Tipos de interés para hogares y sociedades no financieras .....	30
5. Deuda pública española como % del PIB .....	31
6. Rendimientos acumulados de 2022 por clase de activo .....	34
7. Capital levantado y número de fondos de deuda privada .....	35
8. Porcentaje de capital de deuda privada por tipo .....	38
9. Distribución geográfica de los fondos de deuda privada .....	40
10. Rentabilidad de los fondos de deuda privada 2017 - 2022 .....	41
11. Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes .....	51
12. PIB real (índice de volumen encadenado) .....	51
13. Evolución de la inflación general y subyacente .....	52

# Índice de tablas

1. Ejemplo de inversores marginales .....	14
2. Ejemplo de probabilidad de retorno .....	17
3. Renta fija pública .....	22
4. Clasificación de las agencias de rating .....	26
5. Fondos de deuda privada cerrados en el segundo semestre de 2022.....	37
6. Cuadro comparativo de las principales características de financiación .....	48

# Capítulo 1

## Introducción

### 1.1. Motivación

El análisis del mercado de deuda desempeña un papel fundamental en la toma de decisiones financieras tanto para empresas como para inversores. Este tipo de análisis permite evaluar el riesgo y la rentabilidad asociados a los instrumentos de deuda, como bonos y préstamos. Al comprender en profundidad las condiciones del mercado de deuda, las empresas pueden determinar la viabilidad y el costo de la emisión de bonos o la obtención de préstamos para financiar sus operaciones o proyectos de expansión. Asimismo, los inversionistas pueden utilizar el análisis del mercado de deuda para evaluar el desempeño de los bonos existentes en su cartera y tomar decisiones informadas sobre la compra o venta de dichos instrumentos. Además, el estudio de este mercado también permite detectar tendencias y oportunidades de inversión, así como evaluar la solvencia de los emisores de deuda, lo que resulta crucial para evitar riesgos innecesarios y maximizar los rendimientos de la cartera de inversiones.

En resumen, el análisis del mercado de deuda proporciona información esencial para la gestión financiera y la toma de decisiones estratégicas tanto para empresas como para inversionistas.

### 1.2. Objetivos del Trabajo de Grado

#### 1.2.1. Objetivo general

En la actualidad, hay relativamente poca investigación sobre el mercado de deuda, especialmente en comparación con los mercados de capital privado. Es por ello, que este trabajo estudiará en detalle la industria de deuda y sus inversores. En

este contexto, se llevará a cabo un análisis detallado de las tendencias actuales del mercado de deuda privada a nivel global en cuanto a tipo de deuda y geografía de los fondos. Con estos *inputs* se pretende comprender las tendencias que ha seguido el mercado desde los años 2000 (centrándose en los últimos diez años) hasta la actualidad, y cómo se ha visto afectada la rentabilidad de estos vehículos de inversión.

### **1.2.2. Objetivos específicos**

Para poder analizar correctamente el mercado de deuda a nivel global, se deben cubrir una serie de aspectos que podrían considerarse objetivos específicos. Cabe resaltar los siguientes: conocer y entender el concepto general de inversión y sus tipos, entender la métrica de evaluación VAN, conocer el concepto y cálculo del retorno y riesgo de una inversión, analizar en detalle la gestión y funcionamiento tanto del fondo de deuda como del inversor del mismo. Además, habrá que llevar a cabo un análisis de la evolución del mercado de deuda examinando sus tendencias pasadas y situación actual a nivel mundial para, por último, concluir con estimaciones de tendencia de los próximos años.

### **1.3. Organización del trabajo de fin de grado**

Este trabajo de fin de grado se divide en siete capítulos. En el Capítulo 2, se lleva a cabo una explicación sobre el concepto de inversión y sus tipos, así como del Valor Actual Neto y el cálculo de las rentabilidades y riesgos esperadas en cada proyecto. A continuación, en el Capítulo 3, se explica de forma detallada cómo funciona un fondo de deuda, los activos en los que puede invertir y cómo esto afecta a su *rating*. Una vez contextualizado esto, en el Capítulo 4 se implementa un estudio preciso sobre la evolución del mercado desde la década de los 2000s hasta la actualidad. Después, en el Capítulo 5 se analizará la situación actual del mercado de deuda privada a nivel global detallando las tendencias del último año 2022, para entender el cambio de tasa de retorno en los fondos. El Capítulo 6 mostrará una descripción detallada comparando los dos tipos de fondo de deuda más comunes en la actualidad (*direct lending* y *mezzanine*). Por último, se resumirá todo lo

demostrado en el apartado de conclusiones del Capítulo 7, haciendo una previsión de las tendencias futuras en los próximos años.

# Capítulo 2

## Inversiones

### 2.1. Definición de inversión

A lo largo de la historia, muchos son los autores que han querido definir el concepto de inversión. San Miguel (1963) dio una definición amplia y generalizada donde, no solamente se tiene en cuenta el acto de invertir, sino también el resultado de este acto, es decir, el beneficio que se ha generado para el inversor: “La inversión es un acto en el que se renuncia a una satisfacción inmediata y cierta a cambio de adquirir una esperanza futura y en la cual el bien en el que se ha invertido se soporta”. Este concepto se ha mantenido a lo largo de los años, como se puede observar en la definición de inversión casi cincuenta años después: Una inversión es el compromiso actual de una cuantía monetaria durante un periodo de tiempo con el fin de obtener pagos futuros que compensen la inversión por el tiempo que los fondos están comprometidos, la tasa de inflación esperada durante este periodo de tiempo, y la incertidumbre de los pagos futuros, (Reilly y Brown, 2011).

Siguiendo a de Rosario y Díaz (2017) existen cuatro principales clasificaciones según:

1. El tipo de activo de la inversión:
  - a. Activos reales
  - b. Activos financieros
2. El tiempo de duración de la inversión:
  - a. Inversión a largo plazo
  - b. Inversión a corto plazo
3. La financiación de la inversión:
  - a. Inversión de renovación
  - b. Inversión expansiva
  - c. Inversión estratégica

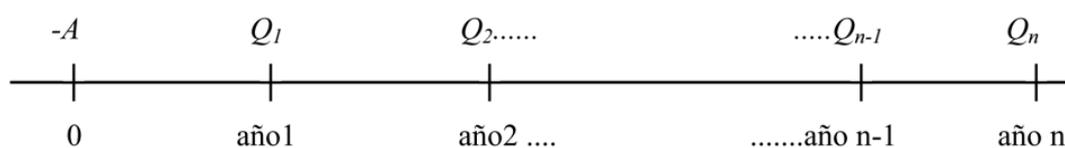
4. La relación con otras inversiones:
  - a. Inversión sustitutiva
  - b. Inversión complementaria
  - c. Inversión independiente

Todo proyecto de inversión, independientemente de su clasificación, tiene las siguientes variables financieras (de Rosario y Díaz, 2017):

- A: Desembolso inicial, es decir, el coste o tamaño de la inversión
- Pj: *Cash-out*, es decir, salida del dinero originada por la inversión al final del año
- Cj: *Cash-inflow*, entrada de dinero generada por la inversión
- Qj= Cj - Pj: Flujo neto de caja, puede ser positivo, negativo o nulo
- n: Duración de la inversión
- VRn: Valor residual de la inversión en el año n

El esquema temporal resumido de la dimensión financiera de un proyecto de inversión se puede mostrar de la siguiente manera:

**Figura 1: Línea temporal de un proyecto de inversión**



Fuente: EcoSublime 2023

En este contexto, cada proyecto de inversión, en función de las anteriores variables explicadas, será más o menos atractivo para cada perfil de inversor. Damodaran (2018), en su estudio 'The investment principle: Risk and Return' muestra una tabla orientativa de los inversores marginales en función de la propiedad de la empresa en cuestión. Esta tabla se presenta a continuación.

**Tabla 1: Ejemplo de inversores marginales**

Instituciones	Insider	Inversor marginal
Alto	Bajo	Institucional
Alto	Alto	Institucional con influencia interna
Bajo	Alto (en manos del fundador/CEO)	Insiders o individuales
Bajo	Alto (individuos con importante patrimonio)	Individuales importantes
Bajo	Bajo	Pequeños inversores individuales

Fuente: Damodaran, 2018

### 2.1.1. Valor Actual Neto

Una vez comprendida la dimensión, tanto económica como temporal, del proyecto de inversión es esencial conocer los criterios clásicos de evaluación económica. Estos utilizan el método de actualización, es decir, tienen en cuenta la diferencia cronológica de los Flujos Netos de Caja (FNC) y los actualiza para homogeneizarlos, (de Rosario y Díaz, 2017). El principal método dentro de estos criterios es el VAN (Valor Actual Neto). El VAN es “el valor actual neto de los flujos de caja a la tasa de rendimiento requerida de su proyecto en comparación con la inversión inicial” Tato (2001). En el artículo de Harvard Business School, Gallo (2014) explica que, en términos prácticos, es un método para calcular la rentabilidad de la inversión, o ROI, de un proyecto o gasto. Teniendo en cuenta todo el dinero que espera obtener de la inversión y convirtiéndolo en euros de hoy, puede decidir si merece la pena llevar a cabo el proyecto. Cuando un directivo necesita comparar proyectos y decidir cuáles seguir, suele disponer de tres opciones: la tasa interna de rendimiento, el método de recuperación de la inversión y el valor actual neto. Knight (1994) afirmaba que el valor actual neto, a menudo denominado VAN, es la herramienta preferida por la mayoría de los analistas financieros. Hay dos razones: en primer lugar, el Valor Actual Neto tiene en cuenta el valor temporal del dinero, convirtiendo los flujos de caja futuros en euros de hoy. En segundo lugar, proporciona una cifra concreta que los gestores pueden utilizar para comparar fácilmente un desembolso inicial de efectivo con el valor actual de la rentabilidad.

El VAN se calcula mediante las siguientes expresiones, según el caso:

- Expresión general del VAN es:

$$VAN = -A + \frac{Q_1}{(1+k_1)} + \frac{Q_2}{(1+k_1)(1+k_2)} + \dots + \frac{Q_n}{(1+k_1)(1+k_2)\dots(1+k_n)}$$

- Si k (tasa de actualización) es constante:

$$VAN = -A + \frac{Q_1}{(1+k)} + \frac{Q_2}{(1+k^2)} + \dots + \frac{Q_n}{(1+k^n)}$$

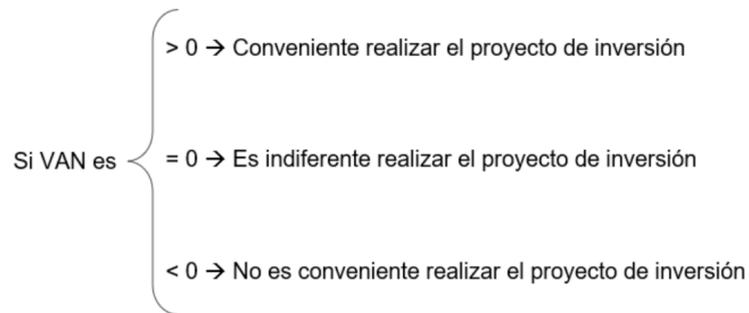
- Si k y Cj (*cash-inflow*) son constantes:

$$VAN = -A + A \cdot a_{n-k}$$

- Si k y Cj son constantes y n es infinito:

$$VAN = -A + \frac{Q}{k}$$

### Figura 2: Norma de aceptación o rechazo de un proyecto de inversión



Fuente: Conexión Esan, 2017

### 2.1.2. Medidas de Riesgo y Retorno

Además, otra de las principales métricas de comparación de proyectos de inversión es la relación entre riesgo y retorno. El concepto “riesgo” es comúnmente conocido e interpretado como negativo, sin embargo, en el contexto de inversión, este riesgo también aporta oportunidad de ganancia, 'a mayor riesgo, mayor retorno' (Camones, 2016). Es decir, un inversor que asume mayores niveles de riesgo puede tener más probabilidades de generar mayores rendimientos, pero también puede ser más susceptible a sufrir pérdidas si las inversiones de su cartera no rinden como se

esperaba. Es por ello que es indispensable entender el perfil del inversor y sus prioridades a la hora de escoger entre diferentes alternativas en las que emplear su dinero. Estudiar y basarse en los datos históricos sobre otras inversiones es una de las principales métricas que ayudan a estimar el riesgo y retorno que se puede conseguir con las potenciales opciones. Con el objetivo de alternativas de inversión para incluirlas en la cartera de un fondo, será esencial comparar con exactitud la llamada tasa de rendimiento histórica, ya que cada inversión tendrá unas características diferentes. El periodo en el que se mantiene la inversión se conoce como “*holding period*” y su retorno es el HPR (*Holding period return*) (Reilly y Brown, 2011) cuya fórmula es:

$$HPR = \frac{a}{b}$$

Siendo:

- a: Valor final de la inversión
- b: Valor inicial de la inversión

El HPR es un indicador que muestra el porcentaje de beneficio o pérdida obtenida en una inversión al considerar tanto los dividendos o intereses recibidos como las variaciones en el precio del activo. Al calcular el HPR, se puede determinar si una inversión ha sido rentable o no, y comparar su desempeño con otras oportunidades de inversión. Además, el HPR permite evaluar la eficacia de las decisiones de compra y venta, así como medir la eficiencia de la gestión de la cartera (Lyle y Wang, 2015).

En este campo, el riesgo es la incertidumbre de que una inversión obtenga la tasa de rentabilidad esperada. Un inversor, que está evaluando diferentes alternativas, espera o anticipa una determinada tasa de rentabilidad mediante el análisis de la estimación de los rendimientos futuros (Dewan, Shi y Gurbaxani, 2007). Para hacer este análisis, el inversor pondera los valores de cada potencial rendimiento con probabilidades entre 0 (no existe probabilidad de recibir dicho retorno) y 1 (considera seguro que se recibirá dicho retorno). Estos porcentajes se basan en resultados de operaciones parecidas que se hayan realizado en el pasado, siempre teniendo en cuenta las alteraciones de la situación actual (Scott, 1998). Además, para determinar estos porcentajes, es esencial que el inversor

tenga en cuenta la etapa del ciclo económico en el que se encuentra, así podrá crear una situación para cada escenario, por ejemplo:

**Tabla 2: Ejemplo de probabilidad de retorno**

Condiciones económicas	Probabilidad	Ratio de retorno
Situación económica favorable, sin inflación	0.15	0.20
Situación económica débil, mayor inflación de lo deseado	0.15	(0.20)
Sin cambios económicos significativos	0.70	0.10

Fuente: Reilly y Brown, 2011

Con esto entendido, el retorno esperado de una inversión se puede definir como (Reilly y Brown, 2011):

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^n (P_i)(R_i)$$

Una vez explicado que se puede estimar el retorno de una inversión partiendo de datos ocurridos en operaciones anteriores y ajustándolos a la actualidad, pasamos a intentar calcular el riesgo de las diferentes alternativas. Como medidas estadísticas, la varianza y la desviación típica son métricas que se utilizan recurrentemente para el cálculo del riesgo de una potencial inversión (Latane y Rendleman, 1976).

- **Varianza:** medida estadística que indica la dispersión o variabilidad de un conjunto de datos con respecto a su media (Gelman, 2010). Es decir, la varianza de cualquier inversión mide la disparidad entre el rendimiento real y el esperado. Cuanto mayor sea la varianza de una tasa de rentabilidad esperada, mayor será la dispersión de la rentabilidad esperada y mayor será la incertidumbre, o riesgo, de la inversión.
- **Desviación típica:** La desviación típica se calcula tomando la raíz cuadrada positiva de la varianza. Proporciona una medida más intuitiva y fácilmente interpretable en comparación con la varianza, ya que se expresa en las mismas unidades que los datos originales, (Gelman, 2010).

Tanto la varianza como la desviación media (raíz cuadrada positiva de la varianza) proporcionan una medida del riesgo, siendo la varianza más sensible a las

variaciones extremas debido al efecto del cuadrado en las diferencias, mientras que la desviación media se basa en las diferencias absolutas, lo que la hace menos sensible a las variaciones extremas, (Dewan, Shi y Gurbaxani, 2007).

# Capítulo 3

## Los fondos de deuda

### 3.1. Introducción

En el foro de Corporate Governance de la escuela de negocios de Harvard, Hart y Zingales (2022) explican que los fondos de inversión son vehículos de inversión colectiva que invierten las aportaciones de multitud de ahorradores en distintos activos financieros con el propósito de obtener una rentabilidad positiva. Los fondos de inversión son gestionados por diferentes entidades gestoras. Estas gestoras son principalmente instituciones financieras que cuentan con una variada cartera de fondos. Las instituciones financieras pueden ser tanto, la rama de *Asset Management* de un banco de inversión (especializado en la asesoría de transacciones y creación de vehículos de inversión - ejemplo: Rothschild & Co - ) como bancos comerciales (centrados en la concesión de préstamos pero que, además, cuenta con equipos de inversión para crear estos fondos - ejemplo: BBVA, CaixaBank -). Normalmente tienen varios fondos con diferentes características de cartera para ofrecer diversas opciones a los inversores en función de su perfil. Estos inversores pueden ser tanto personas físicas (normalmente con un patrimonio significativo) a las que el banco accedería a través de su sector de *Wealth Management*, personas jurídicas (holdings que diferentes individuos utilizan como medio de inversión) o incluso fondos de fondos (fondo que actúa como inversión en otro fondo). Es decir, un inversor puede decidir si invertir directamente en el vehículo que compra los bonos (tanto públicos como privados - en función de lo predispuesto para ese fondo -) o un fondo que, en vez de invertir directamente en los bonos, actúa como inversor para el que sí lo hace.

Además, dentro de estos vehículos de inversión, se pueden distinguir entre los fondos de gestión activa y pasiva, (Wang Ji, 2021). Los de gestión activa buscan

batir al índice de referencia al realizar constantemente compras y ventas de activos financieros con el fin de adelantarse al movimiento de los propileos mercados. En este caso, la rentabilidad del fondo depende directamente de las operaciones que realice el gestor. Por su parte, los fondos de gestión pasiva (también conocidos como fondos indexados), son fondos que requieren una gestión mucho más sosegada puesto que se limitan a replicar índices, en estos casos la rentabilidad del fondo no depende de las operaciones que realice el gestor sino del comportamiento del propio mercado, (Rodríguez de la Iglesia, 2021). En el grupo de los fondos de gestión activa, los principales son los fondos de inversión en renta variable, los *private equities* y los fondos de inversión en deuda. Este trabajo se centrará de ahora en adelante, únicamente, en los fondos de deuda.

Los fondos de inversión en deuda son fondos que invierten en renta fija, tanto de emisores gubernamentales como de privados. Estos fondos tienden a ser menos volátiles que los fondos de capital principalmente debido a:

- **Prioridad en el pago:** Los inversores en fondos de deuda tienen una posición de acreedor frente a la empresa o entidad emisora. Esto significa que tienen prioridad en el pago de sus intereses y principal sobre los inversores de capital en caso de liquidación o quiebra. Esta preferencia de pago brinda mayor seguridad a los inversores de deuda y reduce su exposición a riesgos de pérdida de capital.
- **Fluctuaciones en el valor:** Los fondos de capital están expuestos a las fluctuaciones del mercado y al desempeño de las empresas en las que invierten. Los cambios en los resultados financieros, la competencia, las condiciones económicas y otros factores pueden tener un impacto significativo en el precio de las acciones y, por lo tanto, en el valor de estos fondos. Por otro lado, los fondos de deuda están más orientados hacia el cobro de intereses y la devolución del principal, lo cual tiende a ser más estable y predecible en comparación con los movimientos del mercado de acciones.
- **Pagos regulares de intereses:** Los fondos de deuda generan ingresos a través del cobro de intereses periódicos por los préstamos otorgados. Estos pagos de intereses suelen ser estables y consistentes, lo que proporciona un flujo de ingresos regular a los inversores. Esta previsibilidad en los flujos de efectivo contribuye a reducir la volatilidad de los fondos de deuda en

comparación con los fondos de capital, cuyos ingresos están vinculados al desempeño de las empresas.

- Protección frente a la dilución: Los fondos de capital pueden enfrentar dilución cuando las empresas emiten nuevas acciones para financiarse o como parte de rondas de inversión. Esta dilución reduce la participación y los derechos económicos de los inversores existentes. En cambio, los fondos de deuda no se ven afectados por este tipo de dilución, ya que su inversión está respaldada por los términos del préstamo acordado.

Estas características inherentes a los fondos de deuda hacen que, en general, sean menos volátiles que los fondos de capital y, por ello, son adecuados para inversionistas más conservadores cuyo objetivo principal es buscar una seguridad en el capital a través del tiempo (Burgan, Molloy y Spoehr, 2012). Sin embargo, es importante destacar que la volatilidad puede variar según el tipo de deuda, la calidad crediticia de los emisores y otros factores específicos de cada fondo.

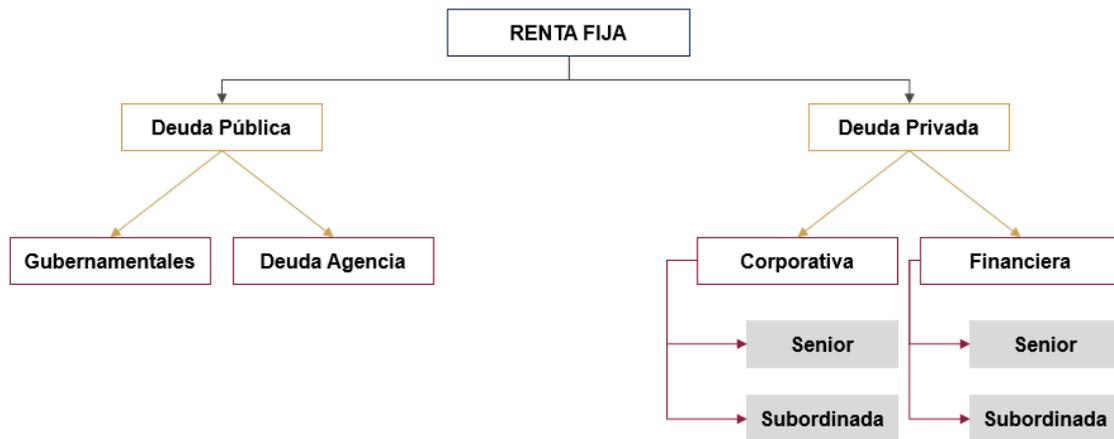
Un fondo de renta fija a corto plazo tendrá una duración de 8 a 10 meses (existirán bonos con vencimiento a 3 meses, a 6 meses, y a 12 meses), pero la media será de 10 meses. Por su parte, un fondo de renta fija a medio-corto plazo, tendrá una duración de 24 meses, y un fondo de renta fija a largo plazo, tendrá una duración superior a los tres años (Schulze, Townsend y Talay, 2022).

### **3.2. Activos en los que invierte un fondo**

Una vez entendido el concepto de inversión, cómo funciona un fondo y a quién va dirigido, la primera decisión que deben tomar los gestores del vehículo es determinar los activos en los que va a invertir. Los activos financieros son anotaciones contables o títulos que otorgan al comprador un derecho de recibir determinados flujos de cajas por parte del comprador a cambio de haber pagado éste un precio estipulado por los activos. El ingreso que va a recibir el comprador está condicionado por los intereses como concepto de reembolso y por los términos de amortización del mismo. Además, estos dos componentes son los que van a fijar el precio de los activos financieros, como nos recuerda Gordillo (2019). Cada fondo

de deuda, tiene una cartera de inversiones la cual va formando a partir de las características que quiere seguir para lograr una rentabilidad estimada. Los principales activos en los que un fondo de deuda puede invertir son los siguientes:

**Figura 3: Activos de un fondo de deuda**



Fuente: Elaboración Propia

### 3.2.1. Deuda Pública

Dentro de los posibles activos de renta pública en los que invertir, la siguiente tabla muestra las principales opciones de inversión, (Gordillo, 2019):

**Tabla 3: Renta fija pública**

Bonos del Estado	Letras del Tesoro	Obligaciones del Estado	Deuda CCAA
A un tipo de interés fijo, en forma de títulos al portados con vencimientos a 3 y 5 años	Emitidas a descuento con vencimientos inferiores a 18 meses. En la actualidad de se emiten a 3,6 y 12 meses	A un tipo de interés fijo, en forma de títulos al portador con vencimientos a 10, 15 o 30 años	Y otras empresas e instituciones públicas u organismos internacionales a los que pertenece España

Fuente: Gordillo (2019)

### 3.2.2. Deuda Privada

Por otra parte, existe la posibilidad de invertir en deuda privada. Los fondos de deuda privada invierten principalmente en instrumentos de deuda emitidos por empresas no cotizadas, como préstamos, bonos corporativos, pagarés y otros instrumentos de deuda estructurados. Estos fondos suelen buscar generar ingresos regulares a través del cobro de intereses y pagos de cupones de los instrumentos de deuda en los que invierten (Kale y Meneghetti, 2011). La rentabilidad se deriva principalmente de los pagos de intereses y los pagos de principal a medida que los préstamos son devueltos. Desde el punto de vista de las empresas que emiten bonos corporativos, (Chernenko, Erel y Prilmeier, 2022) comparan las condiciones contractuales entre los préstamos bancarios y los no bancarios a empresas públicas del mercado medio, demostrando que las empresas con un EBITDA negativo y un mayor endeudamiento son más propensas a pedir préstamos a entidades no bancarias y a pagar tipos de interés más altos. Esto sucede principalmente por:

- **Riesgo crediticio:** Las entidades bancarias suelen tener políticas más estrictas en cuanto a la concesión de préstamos, especialmente a empresas con EBITDA negativo y mayor endeudamiento. Estas empresas pueden tener dificultades para cumplir con los requisitos de solvencia y garantías exigidos por los bancos. Por lo tanto, recurren a entidades no bancarias que pueden ser más flexibles en términos de aprobación de préstamos.
- **Mayor coste de financiación:** Dado que las empresas con estas características representan un mayor riesgo crediticio, las entidades no bancarias suelen exigir tipos de interés más altos para compensar dicho riesgo. Estas tasas de interés más altas aumentan el costo de financiación para las empresas y pueden afectar negativamente su rentabilidad.
- **Necesidad de liquidez inmediata:** Las empresas con EBITDA negativo o con un mayor endeudamiento a menudo enfrentan problemas de flujo de efectivo y necesitan liquidez inmediata para cubrir sus obligaciones financieras. Las entidades no bancarias, como los fondos de deuda, pueden proporcionar préstamos más rápidamente y con menos trámites burocráticos en comparación con los bancos, lo que satisface la necesidad de liquidez urgente de estas empresas.

En cuanto a cómo esto afecta a la rentabilidad de los fondos de deuda, se puede entender que tiene aspectos positivos y negativos. Por un lado, se ve beneficiado por el hecho de la existencia de este tipo de compañías, ya que aumenta la demanda de sus instrumentos de deuda. Por otro lado, también aumenta su riesgo. Es decir, es importante tener en cuenta que los fondos de deuda invierten en una cartera diversificada de préstamos corporativos. Si una porción significativa de estos préstamos se otorga a empresas con EBITDA negativo y mayor endeudamiento, existe un mayor riesgo de incumplimiento y pérdida de capital para los inversores del fondo. Esto puede impactar negativamente la rentabilidad del fondo de deuda.

### 3.3. Definiciones de tipos de fondos de deuda

A continuación, entendidas las posibilidades de inversión de un vehículo, en función tanto del activo en el que invierten como de las condiciones de su deuda, existen diferentes tipos de fondos:

- *Direct Lending*: Por lo general, se trata de préstamos prioritarios concedidos a empresas del mercado medio sin recurrir a intermediarios, pero pueden incluir líneas de crédito renovables y préstamos de segundo gravamen. También son cada vez más frecuentes las operaciones unitranche<sup>1</sup>, que combinan diferentes instrumentos de deuda bajo un mismo paraguas, (Sanjurjo y Rodríguez, 2019). Las operaciones de unitranche utilizan un modo de financiación alternativa que combina diferentes tipos de deuda, tanto garantizada como no garantizada, en un solo préstamo con una tasa de interés y calendario de amortización combinados que le da a la empresa la máxima flexibilidad.
- Deuda en *Real Estate*: La estrategia de deuda inmobiliaria más común es el préstamo directo para adquisiciones inmobiliarias, pero también puede incluir la compra y venta de préstamos inmobiliarios titulados en el mercado secundario. Los perfiles de riesgo varían en función de la naturaleza de los activos subyacentes, (Sanjurjo y Rodríguez, 2019).

- Deuda para infraestructuras: Deuda utilizada para el desarrollo de infraestructuras (por ejemplo, *greenfield*) y la inversión en activos existentes (por ejemplo, *brownfield*), generalmente con plazos más largos (más de treinta años) debido a la mayor vida útil de los activos, (Sanjurjo y Rodríguez, 2019).
- *Mezzanine*: Deuda subordinada, generalmente con características similares a las acciones preferentes, como warrants. Se utiliza a menudo en operaciones de LBO, (Robinson, Fert, Webb, Thatcher y Bartlett, 2013).
- Situaciones especiales: Inversiones en deuda o capital estructurado (como deuda convertible, deuda preferente convertible y deuda con *warrants*) realizadas con la intención de hacerse con el control de una empresa, por lo general en dificultades financieras, (Mazagatos, Puente y García, 2009).
- Deuda en dificultades: Este tipo de deuda difiere de las situaciones especiales en que generalmente implica la compra de valores en el mercado secundario, en lugar de la nueva originación de deuda o capital estructurado. Las estrategias de *distressed* implican probablemente la identificación del valor 'fulcro', o la parte más subordinada de la pila de capital que debe devolverse en caso de quiebra u otra reestructuración, que puede negociarse con fuertes descuentos sobre el valor neto de los activos, (Mazagatos, Puente y García, 2009).
- Deuda de riesgo: Financiación de deuda concedida a empresas con respaldo de capital riesgo. Para los empresarios, la deuda de riesgo es una forma de ampliar el plazo de salida sin diluir aún más la propiedad.
- Financiación puente: Fondos de deuda privada que conceden préstamos a corto plazo, también denominados préstamos *swing*, en previsión de una financiación a medio o largo plazo, (Jiménez Sánchez, 2014).
- Deuda general: Fondos de deuda privada de propósito general con amplios mandatos para invertir en toda la estructura de capital de deuda, subestrategias y verticales con el fin de captar todo el conjunto de oportunidades de deuda privada, (Gordillo, 2019).
- *Dry Powder*: Representa los fondos líquidos o los compromisos de financiamiento previamente obtenidos que aún no se han utilizado. Es decir, son los recursos financieros que una entidad tiene disponibles pero que aún no ha utilizado para financiar proyectos o realizar inversiones. Estos recursos

pueden provenir de diversas fuentes, como efectivo en cuentas bancarias, líneas de crédito no utilizadas o compromisos de inversores para proporcionar financiamiento adicional (Recondo, 2020).

### 3.4. Calificación crediticia de la cartera de un fondo de deuda

Cada uno de estos fondos mencionados anteriormente, dependiendo, en gran medida del tipo de activo en el que inviertan, tendrán un *rating*, es decir, una clasificación crediticia diferente. La clasificación de un fondo es una evaluación de la calidad crediticia de los instrumentos de deuda que componen la cartera del mismo y proporciona información sobre el riesgo crediticio asociado con los emisores de esos instrumentos de deuda (Sy, 2004). Las agencias de rating son Fitch, Moody's y S&P y son las entidades encargadas de realizar esta evaluación y asignar una calificación crediticia a los emisores y a los valores emitidos. Cada agencia tiene sus propios criterios y metodologías para asignar calificaciones, aunque suelen seguir principios generales aceptados mediante un análisis detallado de la solvencia y capacidad de pago de los emisores de los instrumentos de deuda. Se evalúan factores como la calidad crediticia de los emisores, la capacidad de pago de la deuda, la estructura de capital, la posición competitiva de la empresa, el entorno económico y otros factores relevantes. A continuación, se muestra la escala de calificaciones que utilizan (Liu, Seyyed y Smith, 1999):

**Tabla 4: Clasificación de las agencias de *rating***

Fitch	Moody's	S&P
AAA	Aaa	AAA
AA	Aa	AA
A	A	A
BBB	Baa	BBB
BB	Ba	BB
B	B	B
CCC	Caa	CCC
CC	Ca	CC
C	C	C

Fuente: Elaboración Propia

Es importante tener en cuenta que las calificaciones crediticias son opiniones sobre la calidad crediticia en un momento dado y pueden estar sujetas a cambios a medida que las circunstancias de los emisores o del mercado evolucionan. Los inversores deben revisar y considerar las calificaciones crediticias al tomar decisiones de inversión, ya que estas pueden influir en el riesgo y la rentabilidad esperada de un fondo de deuda privada.

### **3.5. Importancia de la deuda: Crisis financiera de 2008**

Un correcto *rating* del fondo es esencial para su adecuada comercialización y entendimiento de riesgo. Si una agencia crediticia califica un fondo con un *rating* superior al estimado, corre el riesgo de ocultar la imagen fiel del vehículo y permitirle vender un producto mucho más arriesgado del que el inversor está dispuesto a adquirir. Algo parecido fue lo ocurrido en 2008.

La crisis financiera de 2008, también conocida como la crisis económica mundial o la Gran Recesión, fue una crisis financiera global que tuvo sus raíces en el mercado de viviendas y en los productos financieros relacionados con las hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos. La crisis se desencadenó debido a una combinación de factores, incluyendo la burbuja inmobiliaria, la cual se produjo por el aumento desmesurado de los precios de las viviendas y la concesión indiscriminada de préstamos hipotecarios de alto riesgo a personas con bajos ingresos y poca capacidad de pago. Estos préstamos fueron empaquetados y vendidos como productos financieros complejos conocidos como 'activos respaldados por hipotecas' (MBS, por sus siglas en inglés) y 'obligaciones de deuda colateralizada' (CDO, por sus siglas en inglés), (Lewis, 2011).

El problema radicó en que los bancos y otras instituciones financieras vendieron estos productos a inversores de todo el mundo sin revelar adecuadamente los riesgos asociados. Además, las agencias de calificación crediticia asignan calificaciones excesivamente altas a estos productos, lo que llevó a una falsa sensación de seguridad entre los inversionistas. A medida que la burbuja inmobiliaria se fue desinflando y los precios de las viviendas comenzaron a caer, los prestatarios no pudieron pagar sus hipotecas y muchos de los productos financieros respaldados por esas hipotecas perdieron su valor (Howden y Bagus, 2009). Esto

provocó una cadena de impagos y quiebras en el sistema financiero, llevando a la caída de importantes instituciones financieras siendo la más significativa Lehman Brothers y desencadenando una crisis de confianza generalizada en los mercados financieros globales. Como explica Gorton (2010), la crisis financiera provocó una disminución en la actividad del mercado de deuda, ya que los inversores se volvieron más cautelosos y las instituciones financieras redujeron sus niveles de riesgo. Los gobiernos de todo el mundo implementaron políticas de estímulo para aliviar la crisis, lo que llevó a un aumento en la emisión de deuda gubernamental.

Este suceso histórico demuestra la importancia del mercado de deuda, ya que esta crisis radica en que gran parte de los problemas surgieron debido a la exposición de los bancos y otras instituciones financieras a estos productos financieros complejos respaldados por hipotecas de alto riesgo, demostrando que la correcta gestión y dimensión del riesgo de deuda es fundamental. Estas instituciones tenían grandes cantidades de deuda vinculada a estos productos y cuando su valor se desplomó, se generó una crisis de solvencia y liquidez en el sistema financiero, (Taylor, 2012). Además, la crisis reveló importantes deficiencias en la regulación y supervisión de los mercados de deuda, así como en la gestión de riesgos por parte de las instituciones financieras. Se hizo evidente la necesidad de una mayor transparencia, mejores prácticas de gestión de riesgos y una regulación más efectiva para evitar que los excesos y los riesgos acumulados en el mercado de deuda puedan desencadenar una crisis financiera global, (Grgurié, 2011).

## Capítulo 4

# Evolución de la industria de la deuda: 2000-2020

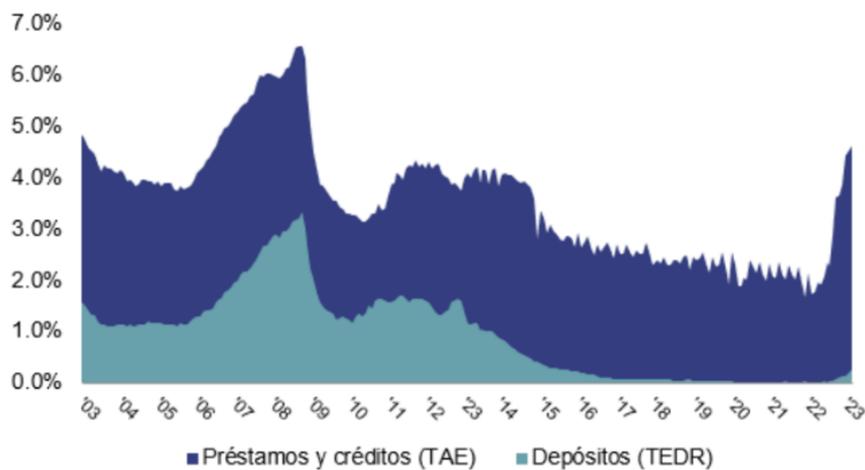
Durante la década de los 2000, la industria de deuda a nivel global experimentó un crecimiento significativo y una mayor complejidad, ya que la creciente disponibilidad de tecnología, la liberalización financiera y la globalización de los mercados contribuyeron a la expansión del mercado de deuda en todo el mundo, (Lucas, 2002).

Durante este periodo, la industria de deuda experimentó un cambio hacia la securitización, que implicaba la agrupación de préstamos en paquetes y la venta de estos paquetes a inversionistas, (Schwarcz, 2011). Este dinamismo se vio motivado por las elevadas necesidades de financiación del mercado, que pudieron ser cubiertas a través de unos tipos de interés reducidos gracias a las holgadas condiciones de financiación, que se vieron favorecidas por la pertenencia de España a la UEM (Unión Económica y Monetaria) y por las políticas monetarias expansivas y el clima de infravaloración de riesgos que entonces prevalecían a escala global, (García-Vaquero, 2012). Esta práctica permitió a los bancos y prestamistas transferir el riesgo de crédito a los inversores, lo que aumentó la liquidez del mercado y siguió reduciendo el costo del crédito. Sin embargo, esta innovación financiera también dio lugar a la creación de instrumentos complejos y opacos, formados por productos estructurados y bonos basura, que estaban respaldados por préstamos de alto riesgo. Estos productos se convirtieron en una parte importante de la cartera de inversiones de los bancos y los inversores, y cuando la burbuja inmobiliaria explotó en 2008, se produjo una crisis financiera mundial, (Chari, Christiano y Kehoe, 2008).

Es por eso, que los tipos de interés tan bajos que se venían viendo en los últimos años, subieron radicalmente a partir del segundo semestre de 2008, tras la crisis financiera asociada a las hipotecas *subprime*. La revaluación de los riesgos

que acompañó a este suceso y la crisis económica posterior incidieron de forma importante en estos mercados, lo que se reflejó en un fuerte descenso de la actividad emisora y en repuntes de las primas de riesgo, como indica Blackburn (2008) y se observa en la figura 4.

**Figura 4: Tipos de interés para hogares y sociedades no financieras**



Fuente: Banco de España (2023)

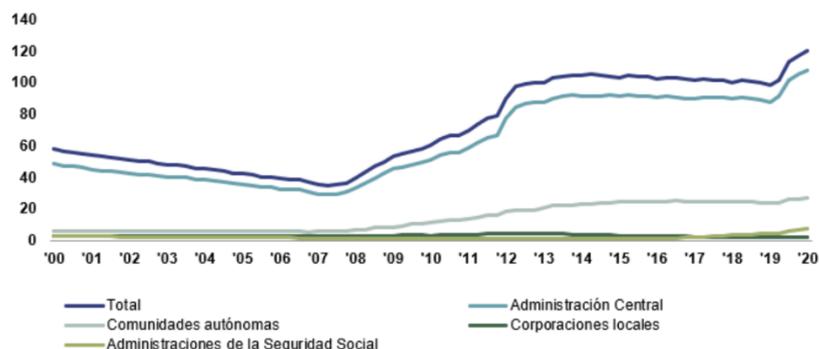
A continuación, durante la década de 2010 a 2020, la industria de deuda a nivel global continuó experimentando una serie de cambios importantes, en gran medida en respuesta a esta crisis financiera global de 2008. A medida que los reguladores aumentaron su supervisión y control sobre el sector financiero, los prestamistas y los inversionistas se volvieron más cautelosos y se produjo una disminución en la actividad del mercado de deuda en general. Una de las principales tendencias en la industria de deuda durante este período fue la continua expansión de los mercados emergentes, especialmente en Asia y América Latina. Estos mercados experimentaron un aumento en la emisión de bonos soberanos, corporativos y de infraestructura, lo que refleja la creciente importancia económica y financiera de estas regiones, (Palmi, 2019). Otra tendencia importante fue la creciente demanda de inversiones socialmente responsables y sostenibles. Cada vez más inversores buscaban invertir en deuda emitida por empresas y gobiernos comprometidos con la sostenibilidad ambiental y social, lo que llevó a un aumento en la emisión de bonos verdes y sociales, (Melina, Yang y Zanna, 2016).

Además, en este contexto, también hubo un cambio en la estructura de la industria de deuda, con un mayor énfasis en la transparencia y la simplicidad. Los reguladores implementaron nuevas normas para mejorar la divulgación de información y reducir la complejidad de los productos financieros, con el objetivo de evitar otra crisis financiera. Algunas de estas normas fueron:

- La ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor, aprobada en 2010 en Estados Unidos, que establece nuevas regulaciones para el sector financiero, incluyendo disposiciones relacionadas con la transparencia de los productos financieros y la protección al consumidor.
- La Directiva MiFID II de la Unión Europea, que estableció nuevas normas para la transparencia en la negociación de instrumentos financieros.
- Las recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), un organismo internacional que busca promover la estabilidad financiera global, incluyen normas para la divulgación de información sobre productos financieros complejos.

Finalmente, la industria de deuda experimentó una serie de desafíos a finales de la década de 2010, incluyendo la creciente preocupación por la deuda soberana y la guerra comercial entre Estados Unidos y China. La pandemia de COVID-19 en 2020 tuvo un impacto significativo en el mercado de deuda, con un aumento en la emisión de deuda gubernamental y un cambio hacia la financiación de emergencia y la reestructuración de deuda, (Sanjurjo y Rodríguez, 2019). En la siguiente gráfica se puede ver la evolución de la deuda soberana a lo largo del periodo analizado, desde el año 2000 hasta el 2020:

**Figura 5: Deuda pública española como % de PIB**



Fuente: Banco de España (2020)

En resumen, la industria de deuda de 2010 a 2020 experimentó una serie de cambios importantes, desde la expansión de los mercados emergentes y la demanda de inversión socialmente responsable, hasta la creciente preocupación por la transparencia y la simplicidad, y los desafíos a finales de la década, incluyendo la pandemia de COVID-19, (Block, Jang, Kaplan y Schulze, 2023).

# Capítulo 5

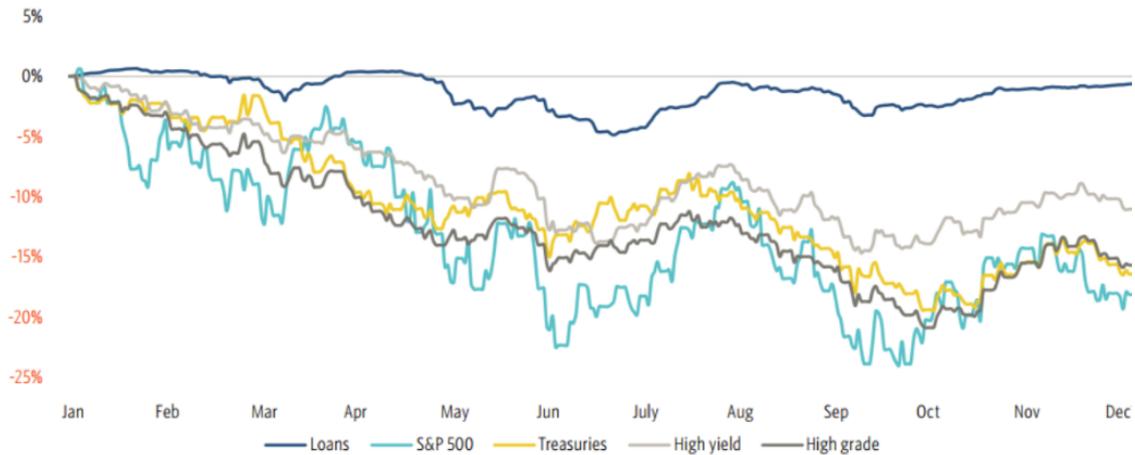
## Mercado de deuda privada en la actualidad: Estudio de tendencias

### 5.1. Resumen del año 2022

Antes de analizar detalladamente el 2022, es crucial mencionar que, a nivel mundial, 2020 y 2021 fueron dos años sin precedentes. Con crisis tanto sanitaria como económica debido al Covid-19, todas las actividades industriales, económicas y financieras se paralizaron debido a las restricciones de movilidad y confinamiento. Una vez que la crisis sanitaria empezó a estar controlada, los bancos centrales y nacionales de cada país, comenzaron a desarrollar políticas monetarias y fiscales expansivas con el objetivo de aumentar la base monetaria disponible en el mercado e incentivar la recuperación de la economía. Para ello, se aprobaron diferentes paquetes de ayudas gubernamentales y reducción de impuestos a nivel fiscal nacional, y desde los bancos centrales se redujeron los tipos de interés hasta alcanzar unos niveles mínimos, (Aguilar, 2020). Según el informe “Global Debt Monitor” del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la captación de deuda es la única clase de activos que continúa aumentando cada año desde 2011, incluso durante la pandemia. Este crecimiento a largo plazo se ha visto globalmente impulsado por las estrategias de *direct lending* que han supuesto el 73% del crecimiento del mercado en la última década, (Rodríguez de la Iglesia, 2021).

Una vez mejorada la situación sanitaria, las restricciones se limitaron y la economía poco a poco comenzó a recuperarse. La siguiente gráfica muestra los rendimientos acumulados de los diferentes fondos en 2022 en función de la clase de activo en la que invierten.

**Figura 6: Rendimientos acumulados de 2022 por clase de activo**



Fuente: PitchBook (2023)

La captación de fondos de deuda privada terminó el año favorablemente; registrando aumentos periódicos y terminando con una captación total de 60.700 millones de dólares en el cuarto trimestre, superando la marca de los 200.000 millones de dólares por tercer año consecutivo, (Block, 2023). Los préstamos directos siguen siendo, con diferencia, la subestrategia de deuda privada más solicitada por los prestatarios escasos de capital y los inversores ávidos de rendimiento, ya que estos últimos buscan una cobertura frente a la subida de los tipos de interés y los primeros combaten la retirada generalizada de los prestamistas bancarios. El *mezzanine* también tuvo un año estelar de captación de fondos y contribuyó con varios de los mayores fondos. La deuda a tipo variable, que caracteriza gran parte de la deuda privada, así como el mercado más líquido de préstamos apalancados, se mantuvo bien y demostró su valía en uno de los peores años registrados para los inversores de renta fija y los asignadores 60/40, (Nir, 2022). El índice Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index arrojó una rentabilidad anual del -0,6%, frente al -15,7% de los bonos corporativos de alta calidad y el -18,1% del S&P 500. Esta es tan sólo la tercera vez que el mercado de préstamos apalancados de EE.UU. arroja una rentabilidad anual del -0,6%. Es la tercera vez que los préstamos superan a las acciones y los bonos en los 25 años de vida del índice de préstamos LSTA.

### 5.1.1. Captación de deuda

Tras un comienzo débil, la captación de fondos en el mercado de deuda privada terminó el 2022 con buen pie. Esta clase de activos tuvo beneficios secuenciales constantes a lo largo del año, culminando con una captación de 60.700 millones de dólares en el cuarto trimestre. La deuda privada ha superado la barrera de los 200.000 millones de dólares por tercer año consecutivo, (Rehinhart, 2022) pero se ha quedado un 19,7% por debajo del récord de 2021. Este déficit se vio totalmente compensado por el enorme crecimiento de la captación de fondos procedentes de sociedades de desarrollo empresarial (BDC) no cotizadas y de fondos a plazo orientados al crédito y comercializados a inversores particulares, (Feo, Fiorelli y Piccio, 2023). En su resumen anual de la industria de deuda privada, PitchBook (2023) estima que la captación de fondos para estos vehículos ha superado los 40.000 millones de dólares en 2022, un 47,2% más que en 2021. Los mayores vehículos minoristas han superado a sus hermanos institucionales, como el Fondo de Crédito Privado de Blackstone, con 22.700 millones de dólares bajo gestión, y los seis BDC no cotizados de Owl Rock, que suman más de 16.000 millones de dólares. Esto no ha pasado desapercibido para otros gestores que buscan introducirse en el mercado minorista de alternativas de alto rendimiento.

**Figura 7: Capital levantado y número de fondos de deuda privada por tipo**



Fuente: PitchBook (2023)

### 5.1.2. Mayores fondos de deuda privada cerrados en el segundo semestre de 2022

En los últimos años, se ha observado un notable aumento en la captación de fondos por parte de proveedores privados de crédito, lo cual ha llevado a su disposición para otorgar préstamos destinados a diversos fines, como adquisiciones y fusiones y adquisiciones (Clarke, Latour, Walter y Choi, 2023). En este contexto, al igual que en otras estrategias, los gestores de fondos más grandes y experimentados han desplazado a los más pequeños, acaparando más del 30% de todas las captaciones de fondos. Asimismo, el mercado de fondos de deuda en 2022 reveló un cambio en la subestrategia utilizada. Si bien los fondos de crédito directo dominaron en 2021, con cuatro de los cinco principales fondos, los fondos de deuda *mezzanine* fueron los más populares en 2022. Esta preferencia refleja la alta demanda de infraestructuras y activos reales en general, los cuales suelen depender en mayor medida de estructuras de deuda *mezzanine* y subordinada.

Destacando un caso específico, el fondo de deuda más grande de 2022 fue cerrado a finales de ese año por West Street, una filial de Goldman Sachs. Este vehículo representa el noveno de fondo *mezzanine* de la firma. Tan solo tres meses antes, West Street había concluido la captación de 9.700 millones de dólares para su octavo fondo principal de adquisiciones. Ambos fondos tienen como objetivo invertir en empresas del mercado medio, ya sea a través de deuda y capital respectivamente, (Clarke, Latour, Walter y Choi, 2023). La siguiente tabla muestra los mayores fondos de deuda cerrados en el segundo semestre de 2022 a nivel mundial.

**Tabla 5: Fondos de deuda privada cerrados en el segundo semestre de 2022**

Fondo	Valor	Tipo de fondo		Ubicación
West Street Mezzanine Partners VIII	\$11.700m	Mezzanine		Nueva York, EEUU
ICG Europe Fund VIII	\$8.246m	Mezzanine		Londres, Reino Unido
Barings European Private Loan Fund III	\$7.360m	Direct	Lending	Charlotte, EEUU
Ares Special Opportunities Fund II	\$7.100m	Distressed		Los Ángeles, EEUU
CVC Credit Partners European Direct Lending Fund III	\$6.828m	Direct	Lending	Saint Helier, Reino Unido
Ares Infrastructure Debt Fund V	\$5.000m	Infrastructure		Nueva York, EEUU
Ardian Private Debt V	\$4.932m	Direct	Lending	Londres, Reino Unido
Churchill Middle Market Senior Loan Fund IV	\$4.560m	Direct	Lending	Nueva York, EEUU
Ares Sports, Media & Entertainment Finance Fund	\$3.700m	Mezzanine		Los Ángeles, EEUU
Tikehau Capital Direct Lending Fund V	\$3.369m	Direct	Lending	Paris, Francia

Fuente: PitchBook (2023)

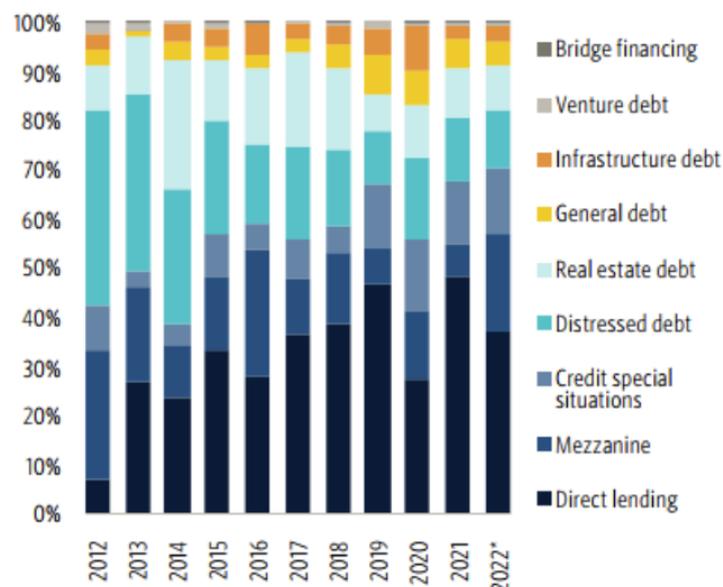
### 5.1.3. Tendencias en los tipos de deuda privada

En 2022, se observó una corriente de grandes fondos *mezzanine* que se centraron en oportunidades corporativas. Estos fondos brindaron a los patrocinadores los medios para aumentar el apalancamiento en las transacciones sin agregar más deuda senior. Debido a la escasez de nuevas emisiones de bonos de alto rendimiento y a la saturación de los prestamistas directos por la demanda de préstamos de primer rango, el mercado de préstamos subordinados ha quedado principalmente en manos de los prestamistas *mezzanine*, (Clarke, Latour, Walter y Choi, 2023). Estos préstamos permiten a los prestatarios pagar los intereses en forma de capital adicional, lo que les permite conservar efectivo en el proceso. Para

los grandes gestores que manejan estrategias de adquisiciones, los préstamos *mezzanine* son una estrategia complementaria y una extensión natural, ya que les permiten desplegar más capital de diferentes maneras, aprovechando su experiencia en la selección de objetivos de alto crecimiento y con necesidades de liquidez (Li, He y Zhang, 2023).

Como se puede observar en la figura 8, que se muestra a continuación, los préstamos directos siguen siendo la estrategia más importante dentro de la gama de productos de los fondos de deuda, tanto en términos de captación de fondos (37.7%) como de activos (37.0%). Con un total de 146.300 millones de dólares, los préstamos directos también representan la reserva más grande de *Dry Powder* en comparación con otras estrategias de deuda, (Clarke, Latour, Walter y Choi, 2023). Esta fortaleza es especialmente relevante dado que el mercado de préstamos sindicados (BSL), que generó casi la misma cantidad de 146.000 millones de dólares en 2021 para operaciones de compra apalancada (LBO) respaldadas por fondos de capital privado, prácticamente desapareció durante la mayor parte de 2022. Como indican Schell, Endreny y Koren (2023), esta tendencia parece continuar en 2023.

**Figura 8: Porcentaje de capital de deuda privada por tipos**



Fuente: PitchBook (2023)

#### 5.1.4. Geografía de los fondos

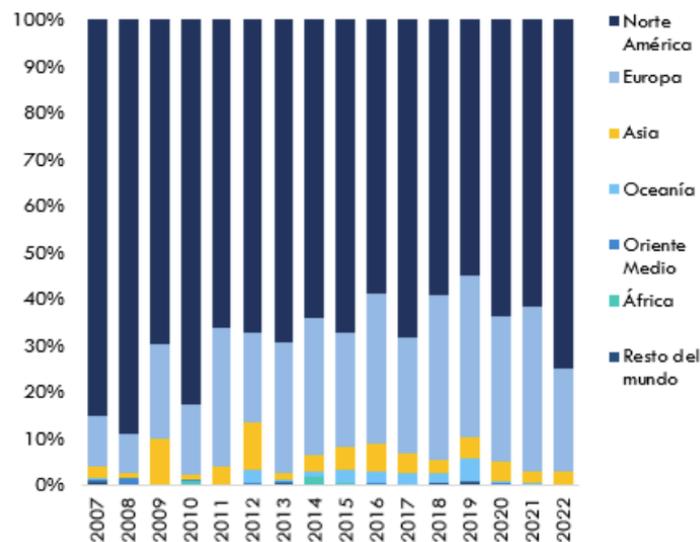
En cuanto a la distribución geográfica, los fondos de deuda privada continúan concentrándose en Norteamérica, representando el 74.1% de todas las captaciones de fondos, alcanzando niveles no vistos desde 2010. Europa, después de establecer un récord en captación de fondos de deuda privada en 2021 con más de 89.100 millones de dólares, experimentó una disminución hasta casi la mitad de ese nivel, alcanzando los 42.500 millones de dólares en 2022 (Clarke, Latour, Walter y Choi, 2023). Este retroceso en Europa refleja una disminución en la captación de capital privado y deuda, debido principalmente a factores como la tensión geopolítica relacionada con la guerra entre Rusia y Ucrania. Mientras que, en Norteamérica, se trató más de una rotación desde el crecimiento hacia los tipos flotantes en un entorno de tipos de interés más altos (Guijarro, 2022).

Por otro lado, en Asia, los fondos captaron más de 5.500 millones de dólares, experimentando un ligero descenso en comparación con los últimos tres años. Se observa una creciente demanda de préstamos no bancarios. Sin embargo, los regímenes y acuerdos entre acreedores y deudores varían considerablemente en la región, lo que puede dificultar el establecimiento de fondos de préstamos directos, (Clarke, Latour, Walter y Choi, 2023).

Aunque los fondos con sede en Norteamérica han representado la mayor parte de la captación de fondos, es importante destacar que parte de este capital se destina a otros lugares, ya que muchos de los principales gestores con sede en Estados Unidos captan capital con un mandato global.

En conclusión, los fondos de deuda privada han mostrado una fuerte concentración en Norteamérica, con Europa experimentando un retroceso en la captación de fondos debido a diversos factores, como la tensión geopolítica. Asia ha mostrado una demanda creciente de préstamos no bancarios, pero los desafíos regulatorios y las diferencias en los acuerdos entre acreedores y deudores pueden dificultar el establecimiento de fondos de préstamos directos en la región.

**Figura 9: Distribución geográfica de los fondos de deuda privada**

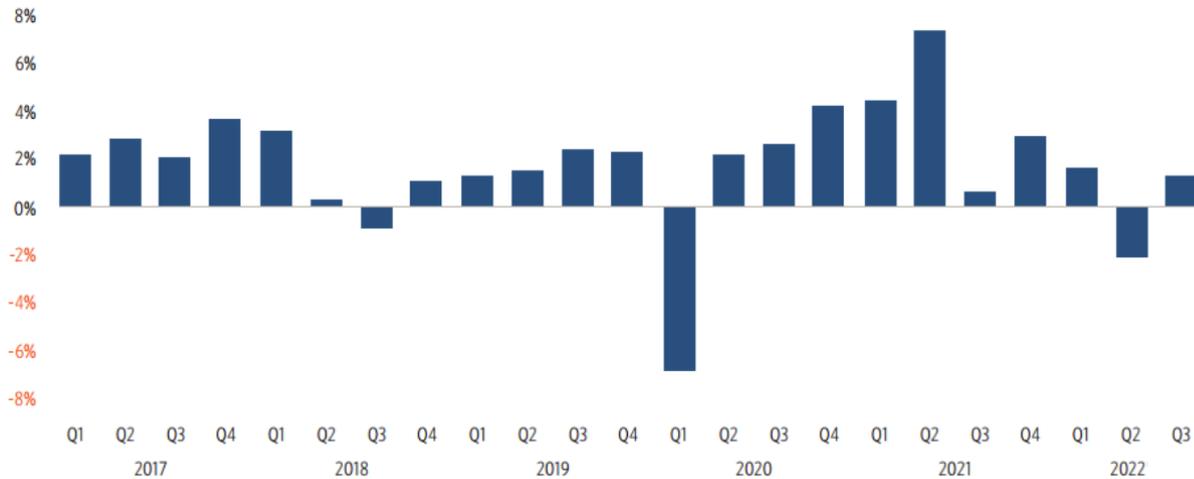


Fuente: PitchBook (2023)

### 5.1.5. Evolución de las rentabilidades de los fondos de deuda

Una vez estudiada la tendencia que viene tendiendo el mercado de deuda privada con respecto al tipo de deuda y a la geografía del fondo, se va a estudiar la repercusión que esto tiene en las rentabilidades de los mismos. En el segundo trimestre de 2022, la rentabilidad de la deuda privada fue del -2.0%, marcando el primer trimestre con rendimientos negativos desde el bloqueo global de la pandemia de COVID-19 en el primer trimestre de 2020. Esta caída en los rendimientos fue atribuida a las subidas de tipos de interés implementadas por los bancos centrales para combatir la inflación, lo que afectó negativamente a todos los activos de renta fija, (Clarke, Latour, Walter y Choi, 2023). Sin embargo, los datos preliminares de PitchBook 2023 para el tercer trimestre de 2022 indican un repunte del 1.3%, aunque por debajo del promedio trimestral de rentabilidad de la deuda privada del 2.2%. A pesar de esto, este rendimiento fue suficiente para posicionar a la deuda privada como la tercera mejor estrategia en comparación con otras del mercado privado.

**Figura 10: Rentabilidad de los fondos de deuda privada 2017-2022**



Fuente: PitchBook (2023)

Históricamente, la deuda privada ha quedado rezagada detrás de las alternativas de renta variable en la mayoría de los períodos. Sin embargo, la situación actual muestra un panorama prometedor para la deuda privada. A partir de mediados de 2022, la obtención de deuda a través de los mercados públicos se ha visto limitada, especialmente en el mercado de préstamos sindicados, que los inversores privados han utilizado durante años para respaldar grandes operaciones de adquisición de empresas, (Gong, Xu y Yan, 2023). Como resultado, la deuda privada ha reemplazado en gran medida a los mercados de préstamos tradicionales como fuente principal de originación de préstamos, aunque esta tendencia podría revertirse en el corto plazo. A largo plazo, los participantes del mercado esperan que la deuda privada continúe ganando cuota de mercado de manera permanente, incluso arrebatando una parte del mercado a los bancos tradicionales, (Clarke, Latour, Walter y Choi, 2023).

En resumen, la rentabilidad de la deuda privada experimentó un trimestre negativo en el segundo trimestre de 2022 debido a las subidas de tipos de interés de los bancos centrales, sin embargo, en el tercer trimestre hubo una recuperación moderada. Aunque históricamente ha estado rezagada en comparación con la renta variable, la deuda privada ha mostrado fortaleza en los últimos tiempos, especialmente como alternativa a los mercados de préstamos tradicionales. Los

inversores y participantes del mercado tienen expectativas positivas sobre el papel creciente de la deuda privada en el panorama financiero.

# Capítulo 6

## Comparativa entre los tipos de deuda más comunes en la actualidad: *direct lending* y *mezzanine*

### 6.1. Introducción

Como se ha explicado en el apartado anterior, en la actualidad, los dos tipos de fondo de deuda más comunes son los de *direct lending* y los *mezzanine* con un 37% y 19% respectivamente (PitchBook, 2023). En este apartado se va a llevar a cabo una descripción detallada de cada una de las técnicas, resaltando sus similitudes y diferencias.

#### 6.1.1. *Direct Lending*

El *direct lending* surgió como una alternativa al financiamiento tradicional proporcionado por los bancos, especialmente después de la crisis financiera global de 2008 explicada en el apartado 3.5. Durante esta crisis, muchos bancos redujeron significativamente sus actividades de préstamos y aumentaron sus estándares de crédito, lo que dificultó el acceso a la financiación para muchas empresas y particulares. Ante esta situación, los inversores institucionales comenzaron a ver una oportunidad en el mercado de préstamos directos. Vieron que podían llenar el vacío dejado por los bancos al proporcionar financiamiento directo a empresas y particulares. Estos inversores institucionales, como fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros, tenían un exceso de capital y estaban buscando oportunidades de inversión atractivas que ofrecieran rendimientos estables y consistentes (Lewis, 2011).

Estos préstamos directos son formas de financiación en la que los prestamistas otorgan préstamos directamente a las empresas o individuos, sin la intermediación de bancos u otras instituciones financieras tradicionales. Estos prestamistas son generalmente inversores institucionales, como fondos de deuda privada o fondos de inversión especializados en préstamos. Estos inversores están dispuestos a prestar dinero directamente a empresas o individuos que cumplan con ciertos requisitos y criterios. Antes de otorgar un préstamo, los prestamistas evalúan cuidadosamente al prestatario potencial. Realizan un análisis de riesgo para determinar la capacidad de pago, la salud financiera y la viabilidad del proyecto o la empresa. Esto implica revisar los estados financieros, el historial crediticio, el flujo de efectivo y otros datos relevantes (Nesbitt, 2019). Una vez que el prestamista decide otorgar el préstamo, se establecen los términos y condiciones del mismo. Estos incluyen el monto del préstamo, la tasa de interés, el plazo de vencimiento, los pagos periódicos y cualquier otra cláusula relevante. Los términos pueden variar según el prestatario y las negociaciones entre las partes. Ahora, acordados los términos, el prestamista desembolsa los fondos al prestatario. La transferencia de dinero se realiza directamente desde el prestamista al prestatario, lo que da lugar al término "préstamo directo". El prestatario, por su parte, está obligado a realizar los pagos periódicos acordados según los términos del préstamo. Esto generalmente implica pagar intereses y una parte del capital prestado en cada pago. Los pagos pueden ser mensuales, trimestrales, semestrales o anuales, dependiendo de la estructura del préstamo (Davydiuk, Marchuk y Rosen, 2020).

El *direct lending* puede ser beneficioso tanto para el prestatario como para el prestamista. Para el prestatario, puede significar un acceso más rápido a financiamiento, flexibilidad en la estructura del préstamo y evitar los requisitos y regulaciones más estrictas de los bancos. Para el prestamista, puede brindar oportunidades de inversión con tasas de interés atractivas y potencialmente rendimientos más altos en comparación con otras inversiones.

### **6.1.2. Mezzanine**

El *mezzanine* es un tipo de financiación utilizada por las empresas que tienen un flujo de caja positivo para financiar un mayor crecimiento a través de proyectos de expansión; adquisiciones, recapitalizaciones y adquisiciones apalancadas. La

financiación *mezzanine* puede darse de muchas formas. Las características comunes de todos los instrumentos es que ofrecen un perfil de riesgo/rentabilidad que se sitúa entre la deuda y las acciones. La financiación *mezzanine* se utiliza como sustituto de los fondos propios para aumentar el apalancamiento financiero de las transacciones cuando la capacidad de la deuda principal se ha maximizado y el flujo de caja de una empresa tiene capacidad suficiente para préstamos adicionales a largo plazo. Cuando la deuda *mezzanine* se utiliza junto con la deuda senior, reduce la cantidad de capital propio necesario en una empresa. Como el capital propio es la forma más cara de capital, el uso de deuda *mezzanine* de menor coste junto con la deuda preferente tradicional reduce el coste de capital de una empresa y mejora su rentabilidad (Silbernagel y Vaitkunas, 2012).

La brecha de financiación entre la deuda senior y los fondos propios es habitual por las siguientes razones:

1. Las cuentas por cobrar, los inventarios y los activos fijos se descuentan a tasas mayores que en el pasado por temor a que su valor no se realice en el futuro.
2. Los prestamistas principales se muestran reacios a conceder préstamos utilizando el fondo de comercio o los activos intangibles como garantía.
3. Es posible que los prestamistas preferentes deseen limitar su exposición a cualquier empresa o sector.
4. Los fondos propios pueden ser limitados o inexistentes, prohibitivamente caros o altamente dilusivos.

La financiación *mezzanine* puede completarse a través de una variedad de estructuras basadas en el flujo de caja, los objetivos específicos de la empresa y la estructura de capital existente en ella.

Las formas básicas utilizadas en la mayoría de las financiaciones *mezzanine* son obligaciones subordinadas con *warrants* para empresas privadas, y deuda de alto rendimiento (bonos basura) o acciones convertibles / preferentes para empresas públicas. Los prestamistas de financiación *mezzanine*, normalmente, como hemos visto, fondos de inversión especializados en este tipo de financiación, buscan una tasa de rentabilidad objetivo que puede obtenerse a través de dos componentes básicos: pagos corrientes y pagos aplazados. Estos flujos de pago pueden dividirse de la siguiente manera, (Silbernagel y Vaitkunas, 2012):

1. Pagos corrientes (pagados de forma mensual, trimestral o anual)
  - a. Intereses al contado: pago periódico de efectivo basado en un porcentaje del saldo pendiente de la financiación *mezzanine*. El tipo de interés puede ser fijo o variable.
  - b. Principal - reembolsos programados, una parte de los cuales puede aplazarse hasta el vencimiento y/o barridos de efectivo a final de año basados en una fórmula.
  - c. Royalties - pagos variables basados en una fórmula prescrita normalmente relacionada con los ingresos, el margen bruto, el EBITDA o los ingresos netos.
2. Pagos devengados (pagado al vencimiento de la línea *mezzanine* o más tarde)
  - a. Interés PIK - el interés pagadero en especie es una forma periódica de pago en la que el pago de intereses no se abona en efectivo, sino mediante incrementando el principal mediante la capitalización del pago de intereses adeudado en ese momento.
  - b. Pago de primas - pago fijo o variable que se negocia. Los pagos variables suelen calcularse como una aproximación al valor empresarial o cambio en el valor de la empresa durante la vigencia de la línea de crédito *mezzanine*.
  - c. Participación en el capital - el capital *mezzanine* suele incluir una participación en el capital en forma de warrants adjuntos, una función de conversión de deuda en acciones o acciones ordinarias de la empresa.

## 6.2. Comparativa

Como se ha explicado, el *direct lending* y el *mezzanine* son dos formas de financiamiento utilizadas por las empresas para inyectar deuda en su balance.

Aunque no hay reglas estructuradas para optimizar la estructura de capital de una empresa, las empresas que utilizan una combinación eficiente de *direct lending*, deuda *mezzanine* y capital propio tratan de minimizar su coste medio ponderado de capital (WACC) para aumentar la rentabilidad de los fondos propios (ROE).

Aunque comparten algunas similitudes, también presentan diferencias significativas. En cuanto a las similitudes, tanto el *direct lending* como el *mezzanine* son fuentes alternativas de financiamiento que permiten a las empresas acceder a capital fuera de los canales tradicionales de los bancos. Ambos implican la participación de inversores institucionales, fondos de inversión u otras fuentes de capital privado, proporcionando a las empresas flexibilidad en la estructura y los términos del financiamiento. Sin embargo, existen diferencias clave. El *direct lending* implica la concesión de préstamos directos a las empresas, donde los prestamistas reciben pagos de intereses regulares y el reembolso del capital prestado, mientras que, el *mezzanine* combina elementos de deuda y capital, otorgando a los inversionistas una participación en la empresa a cambio del capital proporcionado. Los inversionistas en *mezzanine* pueden recibir pagos de intereses y, a menudo, tienen derechos de conversión para adquirir acciones de la empresa. Estas diferencias hacen que cada uno tenga sus beneficios e inconvenientes.

En cuanto a las ventajas, el *direct lending* puede ofrecer a las empresas acceso rápido a capital y flexibilidad en la estructura del préstamo. Además, los costos de endeudamiento suelen ser más bajos en comparación con el *mezzanine*, ya que son puramente deuda y se cobrarían antes en caso de *default*, es decir, tienen un menor riesgo por lo que el interés asociado al principal es lógico que sea también menor. Por su parte, el *mezzanine* puede proporcionar a las empresas un capital adicional sin diluir el control accionario existente, mientras que también puede ofrecer términos más flexibles en comparación con los préstamos bancarios tradicionales.

Con respecto a los inconvenientes de cada práctica, el préstamo de *direct lending* suele tener unos requisitos crediticios más exigentes (lo que puede hacer inviable el acceso a algunas empresas con situación financiera desfavorable), mientras que el *mezzanine* generalmente conlleva tasas de interés más altas y términos más complejos (al combinar deuda y *equity*). Además, los inversionistas en *mezzanine* pueden tener derechos adicionales, como participación en la toma de decisiones o derechos de conversión, que pueden afectar el control y la autonomía de la empresa.

En resumen, el *direct lending* y el *mezzanine* son formas alternativas de financiamiento utilizadas por las empresas. El *direct lending* se basa en préstamos directos, mientras que el *mezzanine* combina elementos de deuda y capital. Cada opción tiene sus ventajas y desventajas, y la elección entre ellas dependerá de las necesidades de capital de la empresa y sus objetivos a largo plazo.

Para concluir con la comparativa de forma visual, la siguiente tabla muestra las principales características del *direct lending*, *mezzanine* y *capital* como forma de financiación de una empresa.

**Tabla 6: Cuadro comparativo de las principales características de financiación**

Descripción	<i>Direct Lending</i>	<i>Mezzanine</i>	Capital
Estructura típica	Amortización de deuda	Deuda <i>bullet</i>	Prestación participativa
Tolerancia riesgo	Mínima	Media	Máxima
Expectativas retorno	5 % - 8 %	12 % - 18 %	más de 25 %
Garantías	Primer rango	Subordinada	No
<i>Covenants</i>	Ajustados	Flexibles	No
Plazo	Corto	Mediano	Largo
Cupón	Euribor + diferencial	Eurobor + diferencial + PIK	Dividendo
Participación capital	No	<i>Warrants</i>	Capital
Cancelación anticipada	Sin comisión	Con comisión	No aplicable
Recuperación de <i>default</i>	Alta	Media	Baja
Estructuración	Estándar	Flexible	Flexible
Dilución accionistas	No	Baja	Alta

Fuente: Oquendo (2020)

# Capítulo 7

## Proyecciones macroeconómicas y conclusiones

### 7.1. Proyecciones macroeconómicas

Una vez revisado todos los puntos avanzados en la introducción de este trabajo de fin de grado, se va a llevar a cabo un análisis de las proyecciones macroeconómicas con el objetivo de entender las tendencias de la industria de deuda privada en los próximos años.

La macroeconomía tiene un impacto significativo en la industria de deuda privada debido a su influencia en diversos factores que afectan tanto a los prestamistas como a los prestatarios. Algunas de las razones principales son las siguientes:

1. Condiciones económicas generales: La salud de la economía en general, como el crecimiento del PIB, la inflación, el desempleo y la estabilidad financiera, influye en la disponibilidad de fondos y en el costo del capital. En tiempos de recesión económica, por ejemplo, es probable que los prestamistas sean más cautelosos y aumenten sus estándares de crédito, lo que dificulta el acceso a la deuda privada. Además, las tasas de interés y los rendimientos requeridos por los inversores en deuda privada también pueden verse afectados por la política monetaria y fiscal implementada por las autoridades.
2. Riesgo y aversión al riesgo: La macroeconomía influye en la percepción del riesgo por parte de los inversores y los prestamistas. En períodos de incertidumbre económica, los inversores tienden a ser más cautelosos y pueden volverse más aversos al riesgo. Esto puede llevar a una menor disposición a invertir en deuda privada o a exigir tasas de interés más altas.

para compensar el mayor riesgo percibido. Asimismo, las condiciones económicas favorables pueden reducir la percepción de riesgo y fomentar la inversión en deuda privada.

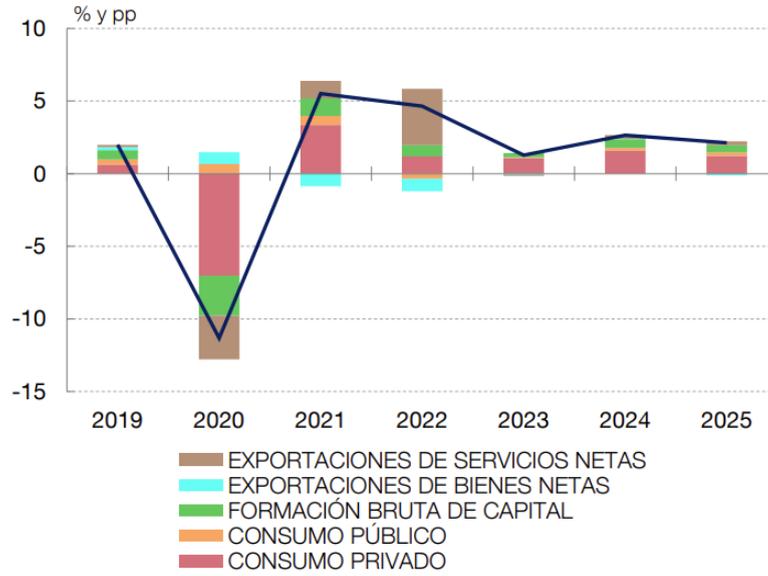
3. Políticas gubernamentales: Las políticas fiscales y regulatorias implementadas por los gobiernos pueden tener un impacto directo en la industria de deuda privada. Cambios en las tasas impositivas, regulaciones financieras o en el marco legal pueden afectar tanto a los prestamistas como a los prestatarios. Por ejemplo, restricciones regulatorias más estrictas pueden dificultar la concesión de préstamos o aumentar los costos operativos de los prestamistas, lo que a su vez puede influir en las condiciones y los términos de la deuda privada.

Los principales factores en la actualización de las proyecciones son:

- Se observa una ligera revisión al alza del crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para el año 2022, debido a una mejor evolución de la actividad en la segunda mitad del año en comparación con las estimaciones anteriores. Sin embargo, se espera una leve disminución en el crecimiento para los años 2023 y 2024, principalmente debido a una demanda externa más débil, lo cual compensa el efecto positivo de los datos del segundo semestre de 2022 y el impulso derivado de la prórroga de algunas medidas para mitigar el aumento de los precios hasta 2023, y también por el fin de la aplicación de dichas medidas en 2024, (Gavilán, 2022).
- La tasa media de inflación experimentó una revisión a la baja para el año 2022, debido a una disminución mayor de lo esperado en los últimos meses. Asimismo, se espera una reducción en la tasa de inflación para el año 2023, basada en nuevos supuestos y considerando la extensión de algunas de las medidas actuales para mitigar el repunte de los precios a lo largo de todo el año 2023. Sin embargo, se proyecta un aumento en la tasa de inflación para el año 2024, principalmente debido al fin de la aplicación de las medidas mencionadas anteriormente, (Gavilán, 2022).

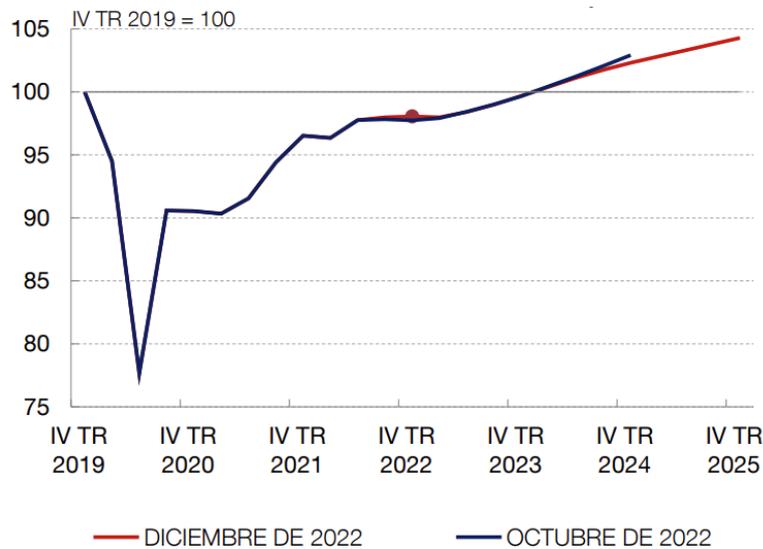
Como se observa en las figuras 11 y 12, en los próximos meses se espera que las dinámicas de actividad económica española sigan caracterizadas por una significativa debilidad, y las aportaciones de las exportaciones de servicios al PIB (producto interior bruto) del país se vean sustituidas por el consumo privado principalmente.

**Figura 11: Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes**



Fuente: Banco de España (2022)

**Figura 12: PIB real (índice de volumen encadenado)**



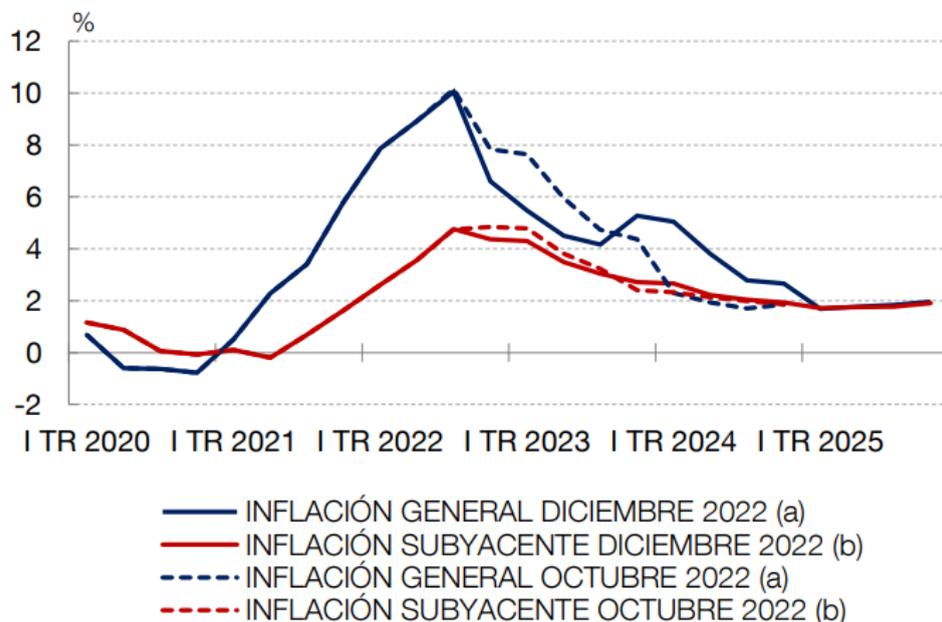
Fuente: Banco de España (2022)

En comparación con otros componentes de la demanda, el consumo de los hogares está experimentando una recuperación particularmente lenta desde los niveles previos a la pandemia. Actualmente, se encuentra más de cinco puntos porcentuales por debajo del nivel alcanzado en el cuarto trimestre de 2019. En los

últimos meses de 2022, el uso de los ahorros acumulados por los hogares durante las etapas más críticas de la pandemia ha sido relativamente limitado y no ha tenido un impacto significativo en los niveles de gasto agregado. Dado el contexto de una incertidumbre extraordinaria y la notable disminución en la confianza de los hogares, se espera que el consumo tarde más en recuperar los niveles pre-pandemia en comparación con el Producto Interno Bruto (PIB). Además, no se anticipa que en los próximos meses el uso de los ahorros acumulados durante la crisis sanitaria, que se concentra en los hogares de mayores ingresos, sea relevante para impulsar la dinámica del consumo agregado. Aunque la tasa de ahorro se espera que esté por debajo de su promedio histórico durante el horizonte proyectado (Gavilán, 2022).

Con respecto a la inflación, se prevé que general disminuya gradualmente desde los niveles actuales, y las tasas proyectadas para 2023/2024 se verán ampliamente influenciadas por las medidas de apoyo implementadas por las autoridades. Esta previsión se basa en varios factores que contribuirán a esta moderación (Bobeica y Hartwing, 2023).

**Figura 13: Evolución de la inflación general y subyacente**



Fuente: INE y Banco de España (2023)

En primer lugar, se espera que la reducción inicial de la inflación esté determinada principalmente por el componente energético. Esto se debe, en parte, a

la presencia de efectos negativos de base a corto plazo y a la anticipada disminución de los precios de las materias primas energéticas en los mercados de futuros. Estos factores ayudarán a contener el aumento de los precios y a estabilizar la inflación (Gavilán, 2022). Sin embargo, la moderación en el ritmo de aumento de los precios de los alimentos y la disminución de la tasa de inflación subyacente requerirán más tiempo para materializarse. Varios factores desempeñarán un papel en este proceso, entre ellos se incluyen el gradual desvanecimiento de los cuellos de botella que han afectado la cadena de suministro y la producción de alimentos, así como el impacto progresivo de un cambio en la política monetaria. Además, se espera que los precios de las materias primas disminuyan, lo que contribuirá a una menor presión inflacionaria en el sector de alimentos y en la inflación subyacente en general.

En resumen, se proyecta una moderación gradual de la inflación general, influenciada por las medidas de apoyo implementadas por las autoridades. Mientras que el componente energético mostrará una reducción inicial en la inflación, se espera que los precios de los alimentos y la inflación subyacente disminuyan a un ritmo más lento debido a diversos factores, incluyendo la resolución gradual de los cuellos de botella, los cambios en la política monetaria y la disminución de los precios de las materias primas.

En este sentido, la subida o bajada de inflación puede tener diferentes efectos en los fondos de deuda (tanto privada como pública) dependiendo de las características de cada uno de ellos. A continuación, se describen los principales impactos:

- Fondos de deuda privada: la subida de la inflación puede afectar negativamente a los fondos de deuda de varias maneras. En primer lugar, puede aumentar el riesgo de impacto por parte de las empresas deudoras, ya que el incremento en los precios puede presionar sus costes operativos y dificultar el cumplimiento de sus obligaciones financieras. Esto puede resultar en un deterioro de la calidad crediticia de los bonos y préstamos en los que invierten estos fondos, lo que podría llevar a pérdidas o reducciones en los pagos de intereses y principal. Además, la subida de la inflación puede generar preocupaciones sobre el poder adquisitivo de los consumidores y la demanda de los productos y servicios de las empresas en las que invierten los fondos. Si los precios aumentan más rápidamente que los ingresos, los

consumidores pueden reducir su gasto, lo que puede afectar negativamente a los resultados financieros de la empresa y, en última instancia, a la capacidad de pago de los instrumentos de deuda privada.

- Fondos de deuda pública: la subida de la inflación también puede tener implicaciones para los fondos de deuda pública. En este caso, los bonos emitidos por los gobiernos suelen tener cláusulas de ajuste inflacionario, lo que significa que los pagos de intereses y principal se ajustan con base en los índices de inflación. Por lo tanto, si la inflación aumenta, los pagos futuros de los bonos de deuda pública pueden ser mayores, lo que puede reducir el rendimiento total de los fondos que invierten en estos instrumentos. Sin embargo, los bonos de deuda pública también suelen ser considerados activos refugio en momentos de alta inflación, ya que suelen estar respaldados por la solidez financiera de los gobiernos. Esto puede generar una demanda adicional de estos bonos y, en consecuencia, incrementar su valor en el mercado secundario, compensando parcialmente el impacto negativo del aumento de la inflación.

En resumen, la subida de la inflación puede presentar desafíos para los fondos de deuda privada, ya que aumenta el riesgo de impago y puede afectar la capacidad de pago de las empresas deudoras. Para los fondos de deuda pública, la inflación puede generar ajustes en los pagos de intereses y principal, pero también puede aumentar la demanda de los bonos de deuda pública como activos refugio. Es importante tener en cuenta que los efectos exactos de la inflación en los fondos de deuda dependerán de las características específicas de cada fondo y de las estrategias de inversión implementadas.

## **7.2. Conclusiones finales del trabajo**

En este trabajo de fin de grado se ha realizado un estudio detallado de la industria de deuda a nivel global con especial análisis en la industria de deuda privada. Tras definir los conceptos de inversión, la línea temporal de este, las métricas de riesgo y retorno y los potenciales inversores según las prioridades del fondo, el trabajo se centra en los fondos de deuda, sus posibles activos en los que

invertir y la importancia de un correcto *rating* de estos activos. A continuación, se ha llevado a cabo un estudio cronológico desde el año 2000 hasta 2022 para analizar las tendencias pasadas y actuales, concluyendo con la definición de los dos principales tipos de deuda en los últimos años, *direct lending* y *mezzanine*. Finalmente, se han estudiado las proyecciones macroeconómicas de los próximos años y cómo estas pueden afectar al rendimiento del fondo. Las principales conclusiones de este trabajo de fin de grado son:

- La inversión implica renunciar a una satisfacción inmediata a cambio de obtener beneficios futuros, y se pueden clasificar según el tipo de activo (reales o financieros), el tiempo de duración (largo plazo o corto plazo), la financiación (renovación, expansiva o estratégica) y la relación con otras inversiones (sustitutiva, complementaria o independiente).
- Los criterios clásicos de evaluación económica de proyectos de inversión utilizan el método de actualización, que consiste en ajustar los flujos de caja futuros para homogeneizarlos. Entre ellos, el más utilizado es el Valor Actual Neto (VAN), que calcula la rentabilidad de la inversión en función de la diferencia cronológica de los flujos de caja netos y la tasa de rendimiento requerida.
- La relación entre riesgo y retorno es una métrica clave en la comparación de proyectos de inversión. Generalmente, a mayor riesgo, se espera un mayor retorno.
- Existen dos tipos principales de fondos de inversión: los de gestión activa y los de gestión pasiva. Los fondos de gestión activa buscan batir al índice de referencia, mientras que los fondos de gestión pasiva replican índices sin realizar muchas operaciones.
- Las empresas con EBITDA negativo y mayor endeudamiento son más propensas a pedir préstamos a entidades no bancarias y a pagar tipos de interés más altos, ya que los bancos suelen tener políticas estrictas que a veces no llegan a cumplir y las empresas buscan liquidez inmediata.
- Un correcto *rating* del fondo es esencial para su adecuada comercialización y entendimiento de riesgo, ya que, si una agencia crediticia califica un fondo con un *rating* superior al estimado, corre el riesgo de ocultar la imagen fiel del vehículo y permitirle vender un producto mucho más arriesgado de lo que el inversor está dispuesto a adquirir.

- Durante la década de los 2000, la industria de deuda experimentó un crecimiento significativo y una mayor complejidad debido a factores como la tecnología, la liberalización financiera y la globalización de los mercados.
- Entre 2010 y 2020, la industria de deuda enfrentó cambios importantes, como la expansión de los mercados emergentes, la demanda de inversión socialmente responsable, la preocupación por la transparencia y la simplicidad, y los desafíos derivados de la pandemia de COVID-19.
- La captación de fondos de deuda privada en 2022 alcanzó los 200.000 millones de dólares, con el *direct lending* siendo la subestrategia más solicitada, seguida por *mezzanine*. El *direct lending* puede tener requisitos crediticios más exigentes, lo que puede dificultar el acceso para empresas con situación financiera desfavorable. El *mezzanine* suele tener tasas de interés más altas y términos más complejos, y los inversionistas pueden tener derechos adicionales que afecten el control y la autonomía de la empresa.
- Geográficamente, los fondos de deuda privada se concentran principalmente en Norteamérica, mientras que Europa experimenta un retroceso en la captación de fondos debido a factores como la tensión geopolítica. Asia muestra una creciente demanda de préstamos no bancarios, pero los desafíos regulatorios y las diferencias en los acuerdos entre acreedores y deudores pueden dificultar el establecimiento de fondos de préstamos directos en la región.
- La rentabilidad de la deuda privada ha experimentado altibajos, pero en general ha mostrado fortaleza como alternativa a los mercados de préstamos tradicionales.
- Las condiciones económicas generales, como una recesión económica, pueden dificultar el acceso a la deuda privada debido a estándares de crédito más altos y una menor disponibilidad de fondos. En períodos de incertidumbre económica, los inversores tienden a ser más cautelosos y pueden requerir tasas de interés más altas para compensar el mayor riesgo percibido.
- Se proyecta una ligera revisión al alza del crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para el año 2022, seguido de una leve disminución en los años 2023 y 2024 debido a una demanda externa más débil. Además, se espera una reducción gradual de la inflación, influenciada por medidas de apoyo

implementadas por las autoridades y factores como el componente energético y los precios de los alimentos.

- La inflación puede presentar desafíos para los fondos de deuda privada, aumentando el riesgo de impago y afectando la capacidad de pago de las empresas deudoras. Por otro lado, la inflación puede generar ajustes en los pagos de intereses y principal para los fondos de deuda pública, pero también puede aumentar la demanda de bonos de deuda pública como activos refugio.

Este trabajo ha llevado a cabo un estudio detallado de la industria de deuda y de sus tendencias actuales para, finalmente, poder proyectar los potenciales cambios futuros en las preferencias de los inversores de renta fija.

# Bibliografía

- Aguilar, P., Arce, Ó., Hurtado, S., Martínez-Martin, J., Nuño, G., Thomas, C., y cols. (2020). The ecb monetary policy response to the covid-19 crisis.
- Blackburn, R. (2008). La crisis de las hipotecas subprime. *New left review*, 50, 53–96.
- Block, J., Jang, Y. S., Kaplan, S. N., y Schulze, A. (2023). *A survey of private debt funds* (Inf. Téc.). National Bureau of Economic Research.
- Block, J., Jang, Y. S., Kaplan, S. N., y Schulze, A. (2023). *A survey of private debt funds* (Inf. Téc.). National Bureau of Economic Research
- Bobeira, E., y Hartwig, B. (2023). The covid-19 shock and challenges for inflation modelling. *International journal of forecasting*, 39(1), 519–539
- Burgan, B., Molloy, S., y Spoehr, J. (2012). Public investment, productivity and economic growth—the role and contribution of debt funding.
- Camones, E. F. H. (2016). Bolsas de valores: rentabilidad y riesgo. En *Anales científicos* (Vol. 77, pp. 184–192).
- Chari, V. V., Christiano, L., Kehoe, P. J., y cols. (2008). Facts and myths about the financial crisis of 2008. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper*, 666.
- Chernenko, S., Erel, I., y Prilmeier, R. (2022). Why do firms borrow directly from nonbanks? *The Review of Financial Studies*, 35(11), 4902–4947.
- Clarke, T., Latour, A., Walter, K., y Choi, J. (2023). Private debt report 2023. *PitchBook*.
- Damodaran, A. (2018). The investment principle: Risk and return models. *NYU Stern School of Business*.
- de Rosario, A. H., y Diaz, J. F. R. (2017). *Dirección financiera: inversión* (Vol. 15). Universidad Almería.
- Dewan, S., Shi, C., y Gurbaxani, V. (2007). Investigating the risk–return relationship of information technology investment: Firm-level empirical analysis. *Management science*, 53(12), 1829–1842.
- Feo, F., Fiorelli, C., y Piccio, D. R. (2023). Gendered patterns in candidates’ campaign fundraising: The case of italy. *International Political Science Review*, 44(1), 43–58.
- Gallo, A. (2014). A refresher on net present value. *Harvard Business Review*, 19, 1–6.
- García-Vaquero, V., Alonso, F., y cols. (2012). La evolución de los mercados de renta fija privada entre 2000 y 2011. *Boletín Económico*(JUL), 1–8.
- Gavilán González, Á. (2022). Proyecciones macroeconómicas de España 2022-2025.
- Gelman, A. (2010). Variance, analysis of. *Microeconometrics*, 339–347.
- Gong, D., Xu, J., y

- Yan, J. (2023). National development banks and loan contract terms: Evidence from syndicated loans. *Journal of International Money and Finance*, 130, 102763.
- Gordillo Jaén, J. (2019). Los activos de renta fija. una aplicación a la deuda pública. Gorton, G. B. (2010). *Slapped by the invisible hand: The panic of 2007*. Oxford University Press.
- Grgurić, I. (2011). Too big to fail: The inside story of how wall street and washington fought to save the financial system—and themselves/andrew ross sorkin. *Financial theory and practice*, 35(1), 130–133.
- Guijarro, J. R. D. (2022). El retorno del riesgo geopolítico: efectos económicos de la guerra de ucrania. *Cuadernos de Información económica*(288), 1–10.
- Hart, O. D., y Zingales, L. (2022). *The new corporate governance* (Inf. Téc.). National Bureau of Economic Research.
- Jiménez Sánchez, J. I. (2014). Nuevas modalidades de financiación para microempresas. *Puente. Revista Científica*.
- Kale, J. R., y Meneghetti, C. (2011). *The choice between public and private debt: A survey*. IIMB Management Review, 23(1), 5–14.
- Knight, F. H. (1944). *Diminishing returns from investment*. *Journal of political economy*, 52(1), 26–47.
- Latane, H. A., y Rendleman, R. J. (1976). Standard deviations of stock price ratios implied in option prices. *The Journal of Finance*, 31(2), 369–381.
- Lewis, M. (2011). *The big short: Inside the doomsday machine*. Penguin UK. Li, Y., He, N., Zhang, Y., Li, H., y Zhang, C. (2023). Optimization of capital structure for urban water ppp projects using mezzanine financing: Sustainable perspective. *Journal of Construction Engineering and Management*, 149(8), 04023059.
- Liu, P., Seyyed, F. J., y Smith, S. D. (1999). The independent impact of credit rating changes—the case of moody’s rating refinement on yield premiums. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(3-4), 337–363.
- Lucas, A. O. (2002). El mercado y la globalización.
- Lyle, M. R., y Wang, C. C. (2015). The cross section of expected holding period returns and their dynamics: A present value approach. *Journal of Financial Economics*, 116(3), 505–525.
- Mazagatos, V. B., Puente, E. d. Q., y García, J. B. D. (2009). La estructura financiera de la empresa familiar y el cambio generacional. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 38(141), 57–73.
- Melina, G., Yang, S.-C. S., y Zanna, L.-F. (2016). Debt sustainability, public investment, and natural resources in developing countries: The dignar model. *Economic Modelling*, 52, 630–649.
- Nesbitt, S. L. (2019). *Private debt: opportunities in corporate direct lending*. John Wiley & Sons.
- Nir, T. (2022). *Public deficits and private debts: problematising the fee-loan regime (2012) in making a market for higher education in england* (Tesis Doctoral no publicada). King’s

College London.

- Palmi Padilla, M. F. (2019). Determinantes de los spreads soberanos en las economías emergentes de latam y asia (1999-2015).
- Recondo Porrúa, R. (2020). El mercado de capital riesgo y el impacto de covid-19: primeras reflexiones:(the covid-19 impact on the private equity and venture capital markets: First thoughts). *Revista Española de Capital Riesgo*(2).
- Reilly, F. K., y Brown, K. C. (2011). *Investment analysis and portfolio management*. Cengage Learning.
- Reinhart, C. M. (2022). From health crisis to financial distress. *IMF Economic Review*, 70(1), 4–31.
- Robinson, A. D., Fert, I., Webb, D., Thacher, S., y Bartlett, L. (2013). Mezzanine finance: Overview. *Simpson Thacher & Bartlett LLP. Last modified*.
- Rodríguez de la Iglesia, P., y cols. (2021). Inversión pasiva vs inversión activa. Sanjurjo, R. E., y Rodríguez, J. M. F. (2019). El mercado de deuda privada. *Boletín Económico de ICE*(3111).
- San Miguel, J. (1963). Masse, pierre: La elección de las inversiones (book review). *Boletín de Estudios Económicos*, 18, 697.
- Schell, J. M., Endreny, P. L., y Koren, K. M. (2023). *Private equity funds: Business structure and operations*. Law Journal Press.
- Schulze, A., Townsend, J. D., y Talay, M. B. (2022). Completing the market orientation matrix: The impact of proactive competitor orientation on innovation and firm performance. *Industrial Marketing Management*, 103, 198–214.
- Schwarcz, S. L. (2011). What is securitization: And for what purpose. *S. Cal. L. Rev.*, 85, 1283.
- Scott, M. C. (1998). How to calculate the return on your portfolio. *American Association of Individual Investors Journal*, 15–18.
- Silbernagel, C., y Vaitkunas, D. (2012). Mezzanine finance. *Bond Capital*, 1–7. Sy, A. N. (2004). Rating the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises? *Journal of Banking & Finance*, 28 (11), 2845–2867.
- Sy, A. N. (2004). Rating the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises? *Journal of Banking & Finance*, 28(11), 2845–2867.
- Tato, M. C. (2001). *El valor actual neto (van) como criterio fundamental de evaluación de negocios*. Editorial Universitaria.
- Taylor, A. M. (2012). Global financial stability and the lessons of history: A review of carmen m. reinhart and kenneth s. rogoﬀ’s this time is different: Eight centuries of financial folly. *Journal of Economic Literature*, 50(4), 1092–1105.
- Wang Ji, E. (2021). Gestión activa vs. gestión pasiva: suerte y habilidad en los mercados financieros.