

# VARIANZA

## *Riesgo de crédito sí, pero no riesgo sistémico...*

Las recientes cancelaciones de reembolsos en fondos de la industria del crédito privado evocan los tiempos de la crisis financiera de 2008 y encienden las alarmas en la mente de algunos inversores.

A continuación, damos nuestra visión sobre una industria y un contexto que anticipa más bien un riesgo de crédito, pero no un riesgo sistémico.

## Introducción

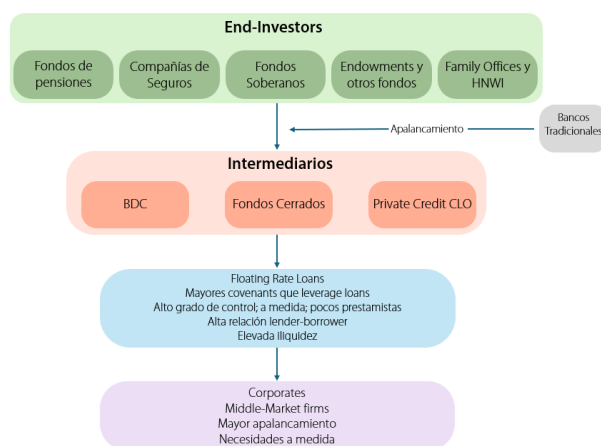
La industria del Crédito Privado no tiene una definición única. Es un término amplio, que se aplica a toda la industria del crédito no bancario, y que ha acelerado su crecimiento desde 2018 ante la escasez de rentabilidad en activos de deuda "tradicional".

Como es "privado" los detalles de transacciones, precios y volúmenes no son de fácil acceso y, por tanto, el análisis tiene ciertas limitaciones y varias suposiciones. A pesar de ello, creemos que hay información suficiente para formarse una opinión razonablemente sólida.

El mercado de Crédito Privado tiene un tamaño aproximado de \$1.7T<sup>1</sup>: liderado por Fondos Cerrados, Business Development Companies (BDC) y Private Credit CLO.

La industria está financiada fundamentalmente por End-Investors: Pensiones (30% - 35%), Aseguradoras (20% - 25%), Fondos Soberanos (5% - 10%), Endowments y Otros (10% - 15%), Family Offices y HNWI (10% - 15%)<sup>2</sup>. El inversor minorista es residual.

Se financia a empresas que normalmente no acuden a la banca tradicional: por complejidad de la operación (nivel de personalización de la deuda/operación) o porque no les financian (compañías que tienen mayor riesgo)<sup>3</sup>.



La deuda suele ser flotante y tener alto número de covenants. Suele haber una relación estrecha entre el deudor y acreedor, donde normalmente este último tiene un elevado control sobre la actividad de la compañía.

<sup>1</sup> Si se amplía el ecosistema a otras estructuras hablamos de una estimación de mercado de cerca de \$3T (que incluiría Real Estate, Infrastructure, Asset-based liabilities, etc.). [https://www.morganstanley.com/content/dam/im/assets/publication/thought-leadership/article/article\\_evolutionofdirectlending.pdf?1775051447512](https://www.morganstanley.com/content/dam/im/assets/publication/thought-leadership/article/article_evolutionofdirectlending.pdf?1775051447512)

<sup>2</sup> Consenso aproximado utilizando datos de Preqin, PitchBook y CAL.

<sup>3</sup> Direct lending (60% - 75%), Junior/Mezzanine (10% - 15%), Special situations (15% - 20%), Distressed (15% - 20%) y Venture debt (2% - 5%).

# VARIANZA

---

La exposición de la banca tradicional es limitada: conceden préstamos fundamentalmente a BDC y a algunas estructuras de CLO Private Credit.

Por su propia naturaleza es deuda ilíquida. A pesar de ello, algunos vehículos y/o intermediarios disponen de ventanas de liquidez:

- Fondos con liquidez (Evergreen/Semi-Líquidos). Aprox. 15%-25% del total: en su mayoría ofrecen reembolsos con ventanas trimestrales limitadas al 5% del total del fondo.
- Fondos cerrados. Aprox. 75% - 85% del total: estructuras dominantes. Con un *lock-up* típico de 7 – 10 años. Sin reembolso hasta liquidación.

---

## Cronología de un problema

---

2018-2019

Periodo marcado por yields muy bajas: hubo una búsqueda de rentabilidad desesperada, donde se asumieron mayores riesgos y apalancamiento para mantener la rentabilidad.

2021-2022

Se produce una sequía de M&A, mercado en dificultades, repunte de tipos de interés

fuerte: se sabe que hay muchos créditos "sufriendo", pero no aflora prácticamente nada.

Los fondos empiezan a tener problemas para devolver capital a los inversores: se popularizan los *Continuation Funds* (vehículos creados por la misma casa para comprar las posiciones que no son capaces de vender en mercado (fundamentalmente de *private equity*, aunque *private credit* participa).

Junio 2025

"Saltan" los casos de Tricolor y First Brands: fraude en préstamos de autos, falsificación de préstamos, doble y triple pignorción, uso de financiación *off-balance sheet*, etc.

El problema es detectado y levantado por los *Private Lenders*, pero pone de manifiesto los potenciales problemas derivados de las dificultades de 2018 – 2022.

Con ello empiezan a cuestionarse las valoraciones de los activos y, por tanto, el NAV de los fondos: son valoraciones internas, no de expertos independientes.

Además, no hacen *mark-to-market* (valorar posiciones a precios de activos comparables listados en mercados), hacen *mark-to-model* (valoraciones con modelos internos).

Como resultado se aprecia un sistema de incentivos al revés: es decir, la tentación de mantener las valoraciones altas porque sobre el NAV se basan las comisiones de gestión y distribución.

# VARIANZA

---

## Septiembre 2025

Nuevos problemas con un originador llamado Market Financial Solutions (MFS), donde se evidencian problemas con la calidad de los activos y falta de transparencia. Existen dudas sobre calidad del colateral, duplicidad de colateral, sobrevaloración de activos, etc.

En definitiva, la posibilidad de un nuevo fraude incrementándose aún más las dudas sobre los NAV y valoración de activos.

## Enero-Febrero 2026

Entra de lleno el "SaaS-apocalypse": miedo a la disrupción de la IA en los negocios de Software as a Service (SaaS). Lo que abre la posibilidad a perder dinero en las operaciones de los últimos años de *private equity/debt* en este sector.

Se habla de las necesidades de *write-off* de las valoraciones porque la deuda y *equity* listado del sector han caído aprox. entre un 20% y un 50%. Sin embargo, los modelos internos que valoran los créditos privados se han mantenido prácticamente sin cambios.

Se estima que la exposición del Crédito Privado a Software es del 15%-25% del total. Aprox. \$340B.

## Marzo 2026

Empieza la guerra de Irán y con ella aumenta la probabilidad de un repunte de la

inflación. Esto provoca que suban las expectativas de tipos de interés y, como consecuencia, caigan los bonos cotizados. Al mismo tiempo, el mercado empieza a descontar un menor crecimiento económico, lo que introduce dudas sobre la calidad del crédito y eleva el riesgo de impagos (se amplían los diferenciales de crédito).

Todo ello provoca que se aceleren las solicitudes de reembolso en los fondos Evergreen y vehículos con ventanas de liquidez. Esto ocurre porque los inversores empiezan a temer por su exposición al sector del software, cuestionan valoraciones que consideran infladas y anticipan un entorno de tipos más altos.

Además, muchos inversores perciben una desconexión entre los activos cotizados, que están cayendo, y los activos ilíquidos, que mantienen valoraciones estables, por lo que prefieren reembolsar al NAV actual (que consideran sobrevalorado).

Como resultado, algunos fondos restringen los reembolsos al superar los límites del 5%, entre ellos: Blue Owl Capital, BlackRock, Morgan Stanley, Cliffwater, Apollo Global Management y Ares Management. Otras casas han logrado atender reembolsos, en algunos casos utilizando capital propio o apoyo de terceros, como Blackstone, Oaktree Capital Management y nuevamente Blue Owl Capital.

## Conclusiones

Como decíamos al principio, creemos que estamos ante un riesgo de crédito que no degenera en riesgo sistémico porque:

### 1. No es un problema generalizado.

Sería un problema generalizado si afectase a la banca tradicional y al inversor minorista. Sin embargo, el potencial contagio masivo a estas dos claves parece limitado:

- Se estima que los bancos tienen prestado a "Private Credit Industry" \$300B y otros \$285B a "Private Equity Industry".<sup>4</sup>
- Los minoritarios son residuales en esta industria. Por ejemplo, se estima que en las cuentas 401k de EE.UU. es menos del 0,1% porque los ilíquidos tienen restricciones a la inversión.
- Sin embargo, sí es un problema la exposición de planes de pensiones privados y públicos en EE.UU. (en Europa prácticamente inexistente), en donde llegan a suponer un total del 35% de la fuente de financiación<sup>5</sup> de los AUM del Crédito Privado; equivale a una exposición del 3% - 6% del total activos de los planes de pensiones en EE.UU., con un promedio del 4%. (Hay algún caso llamativo como el de Western Conference of Teamsters Pension Trust que tiene un objetivo del 9%

del total AUM). Total estimación aprox. \$595B. AUM.

- Estimamos que hay dos tipos de inversores solicitando reembolsos. Por un lado, los minoristas, movidos por la incertidumbre, aunque con un impacto limitado que difícilmente justifica la cancelación de reembolsos. Por otro, los clientes HNWI (principales compradores de Evergreen), que cuestionan los cálculos de NAV y, en este contexto, quiere sacar ventaja. En nuestra opinión, los inversores institucionales no están detrás de los reembolsos que ha precipitado el bloqueo de reembolsos.
- 2. Es clave evitar un *dash-for-cash* autodestructivo estilo 2008 (la necesidad de vender activos forzando quiebras adicionales en un círculo vicioso que no termina). Las estructuras sobre las que están vehiculizadas este tipo de inversión previenen que se produzca este efecto. Están precisamente diseñadas para evitar la venta forzosa: se cancelan reembolsos y ya está. En muchos casos, se puede limitar incluso a 0% trimestral por tiempo prolongado.

No vemos riesgo legal alguno en la cancelación de reembolsos. No es un riesgo que apareciera en una nota al pie de la "página 98". Es un riesgo que aparece en la portada debajo del nombre del fondo. Conocido y asumido

<sup>4</sup> Aproximadamente coinciden las estimaciones de Moody's y US Treasury's Office of Financial Research

<sup>5</sup> Datos publicados sobre gestores de activos privados de Securities and Exchange Commission

# VARIANZA



por todo el mundo. Y más por los inversores institucionales que suponen prácticamente el 90% del total.

### 3. Los *covenants* son altos.

La gran mayoría de los créditos tienen colateral. Se estima que aproximadamente el 79%<sup>6</sup>.

Además, la relación con los deudores es estrecha. Hay más conocimiento que en 2008 y mayor control sobre el deudor. Por ejemplo, en algunos casos recientes (Tricolor y First Brands) son precisamente los acreedores quienes ha levantado el fraude.

### 4. Hay mercado secundario y apetito.

A pesar de que las ventas forzadas son limitadas, hay mercado secundario creciente con *dry powder* estimado de \$300B-\$400B para invertir en crédito privado (por ejemplo, recientemente Saba Capital Management ha ofrecido comprar a los inversores de Blue Owl con descuentos de entre el 20% - 35%).<sup>7</sup>

### 5. El apalancamiento es limitado.

Las estructuras del crédito privado tienen un apalancamiento mucho menor que la deuda tradicional. Tan solo Private Credit CLO tiene apalancamientos altos de 10 a 1 aprox., pero representa menos de un 5% del total. La gran mayoría de la deuda es 1 a 1.

Los problemas se concentran en las añadas anteriores al 2022 (de 2018 a 2021 incluidos).

El total de la deuda corporativa sobre PIB es menor que en 2008 y se está reduciendo.

### 6. Las dudas sobre la valoración de los activos son fundadas, pero su efecto exagerado.

Creemos que los activos están sobrevalorados, que los NAV en consecuencia están inflados y que hay conflictos de interés claros.

Dicho esto, tampoco consideramos que la mejor práctica sea hacer *mark-to-market*: en la medida en la que no tienes que atender reembolsos diarios, no es el método correcto. El mercado no siempre refleja el valor real de los activos. Probablemente, en un punto intermedio este la virtud, pero no compartimos la visión de que valorar como si fueran activos listado es la correcta. Por ello, vemos exagerado los distintos mensajes que se llevan las manos a la cabeza alertando sobre una valoración que difiere con la de mercado.

### 7. Capacidad de influir en el resto del crédito

Si el sentimiento negativo se mantiene y los reembolsos continúan, puede afectar el flujo de crédito de la banca tradicional. Aunque esta última está menos expuesta, la desconfianza y la gestión de créditos repercutirá en la concesión de crédito general y afectará por tanto al crecimiento de la economía.

<sup>6</sup> [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w34500/w34500.pdf?utm\\_source=chatgpt.com](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w34500/w34500.pdf?utm_source=chatgpt.com)

<sup>7</sup> <https://www.ft.com/content/8c3514be-8c7b-4d13-a59a-dd8a23fb8c40?syn-25a6b1a6=1>

# VARIANZA

---

8. Los activos ilíquidos tienen más riesgo que los líquidos.

Aunque esto suene inverosímil para muchos, es precisamente el motivo por el que la rentabilidad esperada es mayor. Llevamos unos años en los que hay un interés creciente en vender una apariencia de menor riesgo en deuda de ilíquidos porque las valoraciones no se mueven.

Pero no es así, el riesgo que llevan aparejadas estas inversiones es no poder reembolsar cuando quieres y obligatoriamente seguir expuesto a un problema de crédito.

Pero los raíles sobre los que se asientan estas inversiones fueron diseñados para esto. No evitan que se pierda dinero, pero evitan que se extienda el riesgo.

9. El impacto de la IA será profundo, pero no instantáneo

Es cierto que hay muchas empresas que se verán afectadas y los créditos asociados sufrirán pérdidas, pero todas tienen la capacidad de adaptarse e integrar la IA como parte de su actividad.

Además, no estimamos que el efecto de disrupción sea instantáneo, vemos más un proceso gradual que dejará en agregado cierto margen de maniobra a muchos competidores.

En definitiva, creemos que es un ciclo de crédito que hay que gestionar, pero no pensamos que estemos ante un riesgo sistémico estilo 2008.

Pelayo Gil-Turner Smith