

El direct lending: Una alternativa creciente en la financiación a empresas

Albert Gumà

Ramiro Lama

Eloi Noya

Documento de Trabajo

Número 48

Mayo 2023

B 21662-2012

principalmente a la financiación de empresas muy pequeñas y por importes en general no demasiado elevados, frente al *direct lending*, que suele tener importes a partir de un millón de euros, lo que hace dirigir de forma natural el *direct lending* hacia las empresas consideradas de tamaño mediano, o lo que se conoce como el mercado medio o *middle-market*. Otra diferencia importante con el *direct lending* es que el *peer-to-peer lending* o *marketplace lending* se organiza mediante plataformas en línea que facilitan la inversión de un gran número de pequeños inversores, mientras el *direct lending* no suele tener esta tecnología y se enfoca únicamente a un segmento institucional y de inversores de muy alto patrimonio.

El mercado del *direct lending* ha crecido en importancia desde finales de la primera década del presente siglo en respuesta a la reducción de las actividades de préstamo de los bancos a las empresas que tuvo como causa la crisis financiera global de 2008-09 y siguientes años. Los bancos comerciales, que habían sido prácticamente la única fuente de financiación para las medianas empresas, restringieron enormemente los créditos a este segmento, motivados por los mayores requerimientos de capital y por una regulación más estricta respecto a la financiación corporativa. Ello hizo que la financiación empresarial fuera más costosa para la banca y que su incentivo a prestar en segmentos como el de pequeñas y medianas empresas fuera cada vez menor. Este espacio dejado por la banca tradicional ha sido aprovechado en parte por el sector del *direct lending* a través de los fondos de deuda que se han ido creando y desarrollando en estos últimos años. Si bien es cierto que los bancos ofrecen en general mejores condiciones en cuanto a tipo de interés y comisiones por la financiación empresarial, son también vistos como mucho menos creativos en términos de la estructuración de una operación que la financiación alternativa en general y los fondos de *direct lending* en particular.

Los préstamos directos han demostrado ser un agente fundamental para atender las necesidades de financiación de las medianas empresas, generalmente identificado como compuesto por empresas "intermedias" que abarcan el extremo superior del universo de las pymes y las empresas privadas más grandes que no reciben la cobertura más amplia de las grandes empresas que suelen cotizar en bolsa. Algunos estudios como el de Malshe (2017) han ilustrado la gran importancia de este sector, calificándolo incluso de "sistémico". En este mismo estudio se identifica que estas medianas empresas, aunque representan tan solo el 2% en número de compañías en Europa, aportan sin embargo un tercio de los ingresos totales, cifra que las llevaría a ser una de las diez primeras economías del mundo si juntas fueran un hipotético país.

2. Características comunes de las operaciones de *direct lending*

El *direct lending* representa una proporción creciente de los instrumentos de deuda de las medianas empresas. Las finalidades habituales de este tipo de financiación alternativa son las operaciones de compras empresariales apalancadas (como los *leveraged buyouts* o LBO), las reestructuraciones de deuda, la financiación del crecimiento o expansión, y para otros propósitos generales de las empresas.

Las empresas que demandan este tipo de financiación son, principalmente, empresas con un EBITDA anual, o flujo de caja operativo anual, menor de 100 millones de euros. De forma habitual, esta deuda se estructura con la ayuda de un asesor financiero que tiene contacto y relación con los fondos de deuda de *direct lending*. Aunque es posible que haya una operación con más de un fondo de deuda, lo más habitual es que la financiación se realice a través de un solo fondo.

Los préstamos directos, en la mayoría de ocasiones, están enmarcados en la llamada deuda senior, en la que la empresa prestataria ofrece, o bien únicamente su garantía corporativa genérica, o bien adicionalmente algún activo específico de su balance, bien sea inmuebles, maquinaria e instalaciones u otros activos con cierta capacidad de realización. Junto a estas operaciones senior o más seguras, también podemos encontrar dentro del *direct lending* tipos de préstamos con más riesgo, con rango junior frente a otros préstamos senior, o préstamos *mezzanine* subordinados por tanto también a la deuda senior y que pueden ser garantizados con un colateral o sin garantizar. Por último, una modalidad que va creciendo en popularidad es el préstamo llamado *unitranche*, que es una única operación de préstamo de deuda senior con un paquete *mezzanine*. Estos préstamos *unitranche* pueden llegar a ser de un importe igual a 5 veces EBITDA, como indica Stephen Nesbitt (2019).

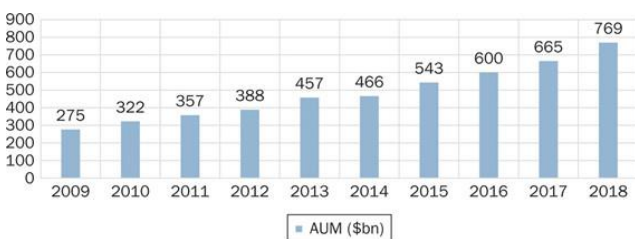
Los préstamos directos suelen tener un tipo de interés variable, en Europa referenciado al Euribor, y con un diferencial sobre el mismo de entre 6% y 8% anual. La rentabilidad del préstamo para el fondo se completa con comisiones de estructuración y formalización relevantes, que pueden ir del orden del 1% hasta el 4% del capital prestado. Los fondos de *direct lending* pueden también negociar gastos y comisiones adicionales por amortización anticipada y por exenciones o renunciadas a algunos pactos (los llamados *covenant waivers*).

3. Volúmenes y crecimiento del *direct lending*

La Crisis Financiera Global de 2008 creó un vacío de financiación para las empresas pequeñas y medianas, que tradicionalmente habían sido atendidas en exclusiva por las entidades bancarias. Las restricciones normativas y de capital que acarrió esta Crisis Financiera llevaron a los bancos a retirarse de este mercado, poniendo en marcha la

desintermediación progresiva de la fuente de financiación tradicional para las empresas del llamado “mercado mediano” o *middle-market*. Los prestamistas europeos alternativos, financiados por el capital institucional a largo plazo en lugar de los depositantes, proporcionaron soluciones flexibles de deuda privada a medida a las empresas del mercado medio y sus patrocinadores, en una trayectoria acelerada que se inició en Estados Unidos y ha continuado posteriormente también en Europa. Según el Journal for Alternative Investments (ver gráfico 2), el mercado de préstamos directos pasó de 275.000 millones de dólares en 2009 a 769.000 millones de dólares en 2018, lo que supone una tasa de crecimiento anual compuesto del 12% en ese periodo. Por su parte, el 2022 Global Private Debt Report de Preqin (2022) cifra el crecimiento anual compuesto de la pasada década en el 13.5% anual, y además predice una aceleración en el crecimiento anual con un 17.4% desde 2023 hasta 2026.

Gráfico 2. Evolución de los volúmenes bajo gestión de fondos de *direct lending*



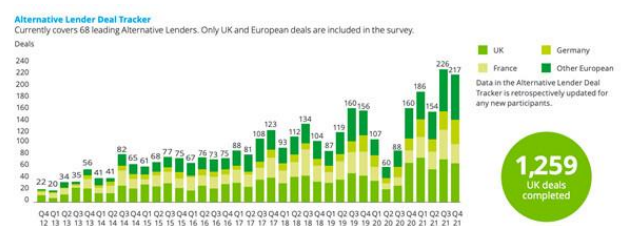
Fuente: The Journal for Alternative Investments. “Direct Lending. Evidence from European and US Markets” (2021)

El escepticismo inicial hacia los prestamistas alternativos, reflejado en el apelativo de “banca en la sombra”, ha dado paso al reconocimiento por parte de los gobiernos y reguladores en Europa del importante papel que están desempeñando los prestamistas alternativos en el apoyo a las iniciativas supranacionales (como la “Ley de la Pequeña Empresa” de la Comisión Europea) para fomentar el espíritu empresarial, la innovación, el crecimiento del empleo y un mejor acceso a la financiación (entre otras cosas) para las pequeñas y medianas empresas. Este respaldo se puso de manifiesto en 2018 cuando el Consejo de Estabilidad Financiera (‘FSB’) sustituyó el término ‘banca en la sombra’ por Intermediación Financiera No Bancaria (‘NBF’), reconociendo que proporciona fuentes de capital legítimas, reguladas y transparentes de capital.

Esta tendencia se ha manifestado en el rápido crecimiento de los activos bajo gestión globales de deuda privada, que ha pasado de unos 275.000 millones de dólares en 2009 a más de 850.000 millones de dólares en 2019. Se estima que la actividad de las pymes y del mercado medio representa más de un tercio del volumen total de deuda privada (Fuente: European Systemic Risk Board (‘ESRB’) NBF Monitor, octubre de 2020). A nivel de operaciones, los préstamos directos al mercado medio europeo, según el seguimiento de Deloitte Alternative

Deal Tracker (ver gráfico 3), han crecido más del 20% anual desde finales de 2012, cifras que también refrenda el Alternative Credit Council en sus distintos informes anuales. En 2019 se completaron más de 500 operaciones por un valor estimado de unos 50.000 millones de euros, lo que representa una fuente de financiación complementaria a la de los préstamos sindicados en general, donde los volúmenes de operaciones anuales de unos 100.000 millones de euros reflejan el mayor tamaño de las operaciones para las empresas más grandes.

Gráfico 3. Operaciones de *direct lending* en Europa monitorizadas por el Alternative Lender Deal Tracker



Fuente: Alternative Lender Deal Tracker (2022)

A pesar de las cifras que indicamos en este capítulo y en otros apartados, en la redacción del presente documento nos hemos encontrado con la dificultad de valorar con exactitud el potencial de este tipo de financiación dada la escasez de datos completos sobre el tamaño de este mercado. Por tanto, aunque este documento de trabajo intenta recoger algunas de las estadísticas y estudios sobre esta tipología de financiación, es justo advertir que carecemos todavía de suficientes datos oficiales y fiables que permitan delimitar con exactitud el tamaño de este mercado y llegar a mejores conclusiones.

4. El *direct lending* como inversión

Los préstamos directos se originan y gestionan de forma habitual por gestores de activos que toman el capital de inversores privados más que de depósitos bancarios. El *direct lending* para el mercado de medianas empresas se ha convertido en una clase de activo crediticio bien establecido en las últimas décadas, que ha sido adoptado por los inversores institucionales de forma generalizada. Estos inversores institucionales pueden ser fondos de pensiones, compañías aseguradoras, fundaciones o *family offices*, entre otros.

Esta clase de activo reúne sin duda muchos atributos atractivos: el potencial de una buena rentabilidad ajustada al riesgo, la posibilidad de flujo de ingresos periódicos, la menor volatilidad en comparación con otras alternativas de renta fija y la menor correlación con las clases de activos tradicionales, entre otros. En consecuencia, el apetito de los inversores, tanto institucionales como particulares, por los mayores rendimientos

y la diversificación de la cartera que ofrece el *direct lending* ha crecido rápidamente en estos últimos años.

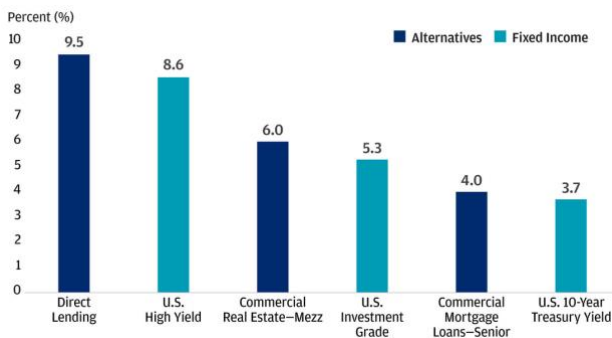
Entrando en el detalle de los factores que impulsan el interés inversor en esta nueva clase de activo, podemos distinguir los siguientes motivos:

a. Rentabilidades atractivas

Quizás el principal motivo es el interesante rendimiento que se puede obtener de este tipo de operaciones, que puede ir desde el 6% para los préstamos con menos riesgo hasta más del 12% para los préstamos subordinados de más riesgo, como indica Stephen Nesbitt en la obra referenciada. Estas rentabilidades se acostumbran a comparar con el 2-3% que proporcionan los bonos líquidos de grado de inversión, tal como refleja el Índice Agregado de Bonos de Bloomberg Barclays, quizás el índice más utilizado para los bonos de calidad; o bien el 4-5% que proporcionan los préstamos sindicados de grado inferior al de inversión, como se refleja en el Índice S&P/LSTA Leveraged Loan, el que es más usado para seguir el mercado de préstamos sindicados.

En una publicación de junio 2022 (ver gráfico 4), JP Morgan realizó una comparativa de la rentabilidad histórica del *direct lending* en Estados Unidos respecto a otras categorías de activos.

Gráfico 4. Comparativa de rentabilidades históricas entre diversas clases de activos de renta fija en Estados Unidos



Fuente: BAML, Bloomberg Finance LP, Clarkson, Cliffwater, Drewry Maritime Consultants, Federal Reserve, FTSE, MSCI, NCREIF, FactSet, Wells Fargo J.P. Morgan Asset Management. Fixed income yields are as of 11/30/2022. Alternative yields are as of 9/30/2022 and CRE – Mezz, which is as of 8/31/2022. CML – Senior: Gilberto-Levy Performance Aggregate Index (unlevered). Mezzanine commercial mortgage loans yield is derived from a J.P. Morgan Survey and U.S. Treasuries of a similar duration. Direct Lending: Cliffwater Direct Lending Index; U.S. High Yield: Bloomberg US Aggregate Corporate High Yield; U.S. 10-year: 10-

year U.S. Treasury yield; Data is based on availability as of November 30, 2022. Past performance is not indicative of future results.

Sin duda, una de las referencias a las que acudir para hacer un seguimiento de la rentabilidad del *direct lending* es el Cliffwater Direct Lending Index (CDLI), un índice ponderado de más de 9 000 préstamos directos a empresas medianas de Estados Unidos que sumaban 260 mil millones de dólares a 30 de septiembre de 2022. Por desgracia, no existe un índice similar para los préstamos originados en Europa.

En este índice CDLI, la rentabilidad del *direct lending* para el inversor se calcula con los ingresos por intereses y sumando (o restando) las ganancias (o pérdidas), tanto las realizadas como las no realizadas. En el gráfico 5 se registran las rentabilidades históricas del *direct lending* en Estados Unidos donde se aprecia que el inversor puede esperar retornos netos a largo plazo del 8-9%.

Gráfico 5. Rentabilidades históricas del *direct lending* en Estados Unidos

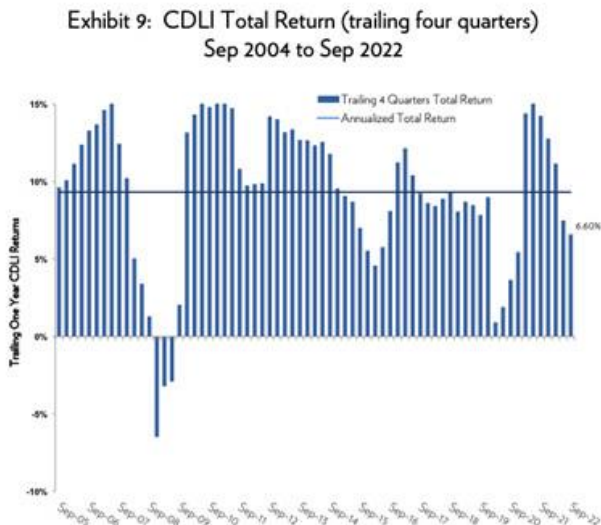
	Third Quarter 2022	2022 Calendar YTD	Trailing 5 Yrs.*	Trailing 10 Yrs.*	From Sep 2004 Inception*
Interest Income	2.38%	6.43%	9.65%	10.29%	10.74%
+ Net Realized Gains (Losses)	-0.02%	0.03%	-0.22%	-0.90%	-1.05%
+ Net Unrealized Gains (Losses)	-0.54%	-2.19%	0.00%	-0.30%	-0.30%
= CDLI Total Return**	1.82%	4.16%	8.28%	9.02%	9.32%

* Annualized returns through Sep 30, 2022.
** Return subcomponents may not add exactly to total return due to compounding effects.

Fuente: Cliffwater Q3 Report on US Direct Lending

Esta rentabilidad interesante no está exenta de una cierta volatilidad, que se refleja en el gráfico 6 de rentabilidades acumuladas de los cuatro trimestres precedentes a cada observación. En ella se comprueba cómo las crisis económicas (años 2008 y 2020) afectan puntualmente a la rentabilidad de este activo, llevándolo a pérdidas o retornos muy inferiores a la media.

Gráfico 6. Rentabilidades históricas del *direct lending* (últimos cuatro trimestres)



Fuente: *Cliffwater Q3 Report on US Direct Lending*

b. Posibilidad de tipos variables y cuotas periódicas

En ocasiones, los préstamos directos tienen un repago mediante cuotas periódicas y además estas cuotas están referenciadas a un tipo de interés variable. El tipo de interés variable le da un atractivo especial en momentos de subidas de tipos de interés, frente a los bonos con cupón fijo, en los que una subida de tipos les afecta de forma negativa en el precio en proporción a su duración.

c. Horizonte relativamente corto

Los préstamos directos tienen un horizonte habitual de cinco a siete años, pero en muchas ocasiones su duración real es inferior. De hecho, se calcula que el horizonte medio efectivo del *direct lending* se aproxima a los tres años en vez de los cinco a siete años contractuales. Ello se debe a que con frecuencia el préstamo directo se amortiza anticipadamente por diversas razones: refinanciaciones, adquisición del prestatario por parte de otra compañía, o repago anticipado por haber obtenido otra financiación a menor tipo de interés. En la parte positiva, el inversor tiene un activo con mayor liquidez que la que aparentemente reflejan sus condiciones iniciales. Con un horizonte efectivo de tres años, el inversor recibe cada año un tercio del capital, lo que aumenta su atractivo frente a alternativas como los fondos de capital privado o *private equity*, con horizontes entre siete y nueve años. Por el contrario, una amortización temprana puede hacer disminuir la rentabilidad prevista para el inversor. Aunque con frecuencia se prevén comisiones por amortización anticipada que revierten en favor del inversor, esto seguramente no compensa la disminución de ingresos en

valor absoluto que conlleva una amortización anticipada de un préstamo.

Entre las precauciones o desventajas que hay que tener en cuenta a la hora de considerar el *direct lending* como una alternativa de inversión, podemos citar que se trata de un activo menos transparente que los bonos, ya que el crédito privado no está en general calificado por las agencias de rating. Existen fondos de *direct lending* que sí exigen pasar una calificación o rating en el momento de la concesión, pero mucho menos frecuentemente se realiza este rating a lo largo de la vida del préstamo. Se trata además de un activo ilíquido, en el que el inversor debe esperarse al vencimiento del mismo sin posibilidad apenas de hacer líquida la inversión anticipadamente. Por último, el análisis de riesgos de estas operaciones de préstamo es complejo y requiere una fuerte especialización, por lo que la calidad del fondo y de su equipo es en realidad la clave para determinar en qué fondos de *direct lending* es mejor invertir.

5. El *direct lending* como instrumento de financiación

Aunque el préstamo directo se acostumbra a presentar como un competidor de la financiación bancaria, en realidad hay que considerarlo como un instrumento que a menudo complementa al crédito bancario. De hecho, los bancos están reconociendo el papel que podrían desempeñar los fondos de *direct lending* en la provisión de una financiación más diversa, ya sea colaborando con los fondos en las operaciones o remitiendo sus bases de clientes existentes a los fondos, con el fin de ayudar a sus clientes a diversificar las fuentes de financiación existentes.

En el gráfico 7 representamos lo que podría ser un ejemplo representativo del balance, o más bien de su pasivo o estructura de capital, de una empresa mediana, con un EBITDA de 10 millones de euros. La compañía tiene una valoración de 90 millones de euros, o nueve (9x) veces EBITDA.

En el ejemplo, la empresa tiene algo muy habitual como son las líneas de crédito de corto plazo destinadas a financiar sus necesidades de circulante o capital de trabajo. Aunque un proveedor de *direct lending* podría llegar a otorgar una línea de crédito con esta finalidad, lo habitual es que este tipo de financiación la conceda un banco.

Siguiendo el ejemplo, en este caso la empresa tiene la mayoría de deuda como de tipo senior mediante un préstamo directo de 40 millones de euros, lo que equivale a 4 veces su EBITDA. Este préstamo directo tiene como garantía los activos de la empresa, excepto las cuentas de clientes, que sirven como garantía de la línea de crédito de circulante.

La empresa del ejemplo tiene también un préstamo de segundo rango de 10 millones de euros, subordinado tanto a la deuda

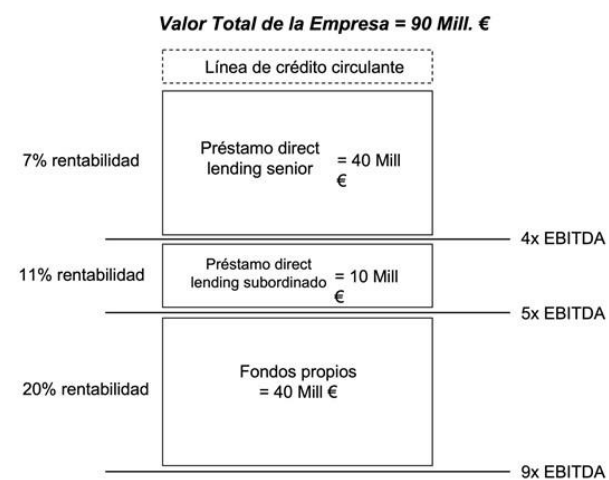
senior como a la línea de crédito de circulante. Tradicionalmente, los bancos proporcionaban la parte de deuda senior y los financiadores alternativos eran los que se quedaban con la deuda subordinada. El *direct lending* ha incrementado la parte de deuda corporativa senior en manos de la financiación alternativa en detrimento de la financiación bancaria.

Las empresas también pueden tener un préstamo llamado *unitranche* que combina parte de préstamo senior y parte de préstamo subordinado. Los préstamos *unitranche* se han popularizado en los últimos años al buscar muchas empresas prestatarias una sola fuente de financiación que les cubra el total de sus necesidades a largo plazo.

Finalmente, los fondos propios o *equity* de 40 millones de euros completa la estructura de financiación de esta empresa del ejemplo. El capital puede haber sido aportado únicamente por los fundadores propietarios de la empresa o en el mismo puede participar también algún fondo de *private equity*.

Gráfico 7. Ejemplo de estructura de capital de una empresa con 10 millones € de Ebitda

Estructura de capital de una empresa de 10 mill. € de EBITDA



Fuente: Elaboración propia

El tipo de financiación que se muestra en este ejemplo se suele denominar “financiación apalancada” (*leveraged finance*) ya que el importe de deuda representa un múltiplo (apalancamiento) de EBITDA mayor que los niveles típicos de deuda de grado inversión que tiene una gran corporación multinacional. Las agencias de *rating* asignan de forma habitual al *direct lending* el grado especulativo o inferior al grado de inversión. Esta calificación se debe a que el nivel de deuda en relación con su EBITDA es muy elevado, a que habitualmente el tamaño del prestatario es relativamente pequeño, y a que de forma habitual el prestatario no cotiza en bolsa. En consecuencia, el rendimiento de los préstamos directos está

más correlacionado con los bonos especulativos o inferiores al grado de inversión, o a los préstamos sindicados bancarios, que no a los bonos de grado de inversión que encontramos en índices como el Bloomberg Barclays Aggregate Bond Index.

Ventajas del *direct lending* sobre la financiación bancaria

Existen diversas razones por las que un prestamista de *direct lending* se puede imponer a una entidad bancaria cuando se trata de financiar a una empresa de tamaño medio. Repasamos seguidamente los principales motivos:

a. Competitividad en los tipos de interés bajo ciertas condiciones de mercado

Cuando una empresa negocia una adquisición de otra compañía, puede financiar la operación en los mercados públicos o acudir a los privados. En el primer caso, el comprador pide a uno o más bancos que suscriban la deuda y estas entidades suelen venderla después a los inversores. Habitualmente el diferencial de estos préstamos bancarios sindicados era de tres puntos porcentuales hasta 2022, en donde el empeoramiento de la coyuntura económica llevó a aumentar los diferenciales a seis puntos porcentuales. Las condiciones que ofrecen los bancos por tanto no son inamovibles y cuando los mercados están agitados, esas condiciones erosionan la ventaja de los bancos en cuanto a precios. Los tipos de interés de los prestamistas directos, aunque siguen estando por encima de los tipos de interés iniciales de los bancos, a menudo se han situado por debajo de estos tipos flexibles bancarios.

b. Mayor apetito de riesgo

Los fondos de deuda privada tienen tradicionalmente un mayor apetito por los préstamos de riesgo. El motivo principal es que los reguladores de Estados Unidos y Europa aconsejan a los bancos limitar el apalancamiento a 6 veces el EBITDA de una empresa. En cambio, los prestamistas directos suelen estar dispuestos a financiar múltiplos más altos, o incluso se dan casos en que prestan a empresas no rentables basando los préstamos en los ingresos anuales recurrentes del prestatario en lugar de su flujo de caja, como fue el caso de la adquisición de Anaplan en 2022, con un préstamo de 2.500 millones de dólares (Bloomberg, 2022).

c. Mayor flexibilidad de plazos y disponibilidad del crédito

Los fondos de *direct lending* también pueden ofrecer a los prestatarios más flexibilidad respecto a los bancos. Las empresas de *private equity* o capital riesgo a menudo compran una empresa con vistas a añadir más compras. Los prestamistas directos pueden ofrecer a los *private*

equity facilidades no dispuestas -a menudo por valor de hasta un tercio del paquete total de préstamos- para financiar estas futuras transacciones. Asimismo, la estructura de devolución de los préstamos y su plazo son a menudo mucho más favorables que las soluciones financieras que puede ofrecer una entidad bancaria.

d. Privacidad en las transacciones de adquisición de compañías

La privacidad es otra fuente de ventaja competitiva para los fondos de crédito privados. Una empresa compradora puede conseguir financiación para una adquisición sin preocuparse de que la noticia se filtre a través de sus bancos. Una vez cerrada la operación, la información financiera se limita a un círculo más estrecho de acreedores. Dadas estas ventajas, no es de extrañar que los prestamistas directos hayan establecido estrechas relaciones con los grupos de capital riesgo.

6. Transacciones patrocinadas y no patrocinadas (*sponsor* y *sponsorless*)

Las operaciones de préstamo directo o *direct lending* pueden definirse generalmente como pertenecientes a una de estas dos categorías: patrocinadas y no patrocinadas (más usados los términos en inglés, *sponsor* y *sponsorless*, respectivamente). Esta es una distinción crucial para muchos gestores de fondos, que con frecuencia se centran en una u otra categoría, aunque también existen gestores que en su estrategia no distinguen entre operaciones patrocinadas y no patrocinadas.

Transacciones patrocinadas o *sponsor transactions*

Cuando la empresa prestataria tiene en su accionariado un fondo o empresa de *private equity*, o bien un fondo de *private equity* pretende adquirir una participación en una empresa, se dice que la operación de préstamo es *sponsor* o patrocinada. Las operaciones patrocinadas presentan una serie de ventajas desde el punto de vista del prestamista:

a. Acceso al flujo de operaciones

Las empresas de *private equity* recurren cada vez más directamente a los fondos de deuda privada para financiar sus operaciones y una proporción importante de las operaciones canalizadas por los fondos de *direct lending* está dominada por transacciones patrocinadas (Kaplan, 2022). Los fondos de deuda privada tienen contacto constante con la comunidad de empresas de *private equity* y pueden recibir un número importante de oportunidades de préstamo en el transcurso de un año. Además, las relaciones estrechas y frecuentes con estos patrocinadores facilitan el análisis, la concesión y finalmente la oportunidad

de participar en posteriores refinanciaciones para las empresas de su cartera.

b. Un proceso eficiente de diligencia debida

En términos de diligencia debida (*due diligence*) y ejecución, las operaciones patrocinadas tienden a suponer menos trabajo para los fondos de deuda privada. El patrocinador ofrecerá una sala de datos (*data room*) a los prestamistas, donde pueden acceder a modelos financieros, los memorandos de oferta, los informes de consultoría, los informes sobre la calidad de los beneficios y otros documentos estándar de diligencia debida. En esencia, el prestamista puede aprovechar el trabajo realizado por la empresa patrocinadora en términos de recopilación de datos, informes profesionales de la gestión, el análisis del plan de negocio y el seguimiento continuo de la operación. Todo esto se traduce en una diligencia debida más rápida y una mayor velocidad de ejecución, por lo que se considera más eficiente que las operaciones no patrocinadas.

c. El apoyo de capital

Al prestar a una empresa patrocinada, los prestamistas se benefician de un accionista, la empresa de *private equity*, que ha validado previamente los fundamentos de la empresa, y que tiene la capacidad financiera para conseguir los objetivos de crecimiento fijados. Una vez que se cierra la operación, además, el patrocinador suele centrarse en la aplicación de medidas económicas, financieras y de gestión que mejoran el rendimiento de la empresa.

También existen debilidades en este tipo de operaciones patrocinadas. Entre las más importantes podemos apuntar las siguientes:

a. Competencia creciente entre fondos de *direct lending*

Los préstamos directos ofrecen a los inversores una prima respecto a los mercados tradicionales de crédito en presencia de unos tipos de interés, al menos hasta principios de 2022, persistentemente bajos. Como resultado, los inversores han acudido en masa a esta clase de activos, impulsando la demanda y creando oportunidades para que nuevos gestores entren en el espacio. Según Nesbitt (2019), en 2019 había 964 gestores de fondos de deuda privada activos, de los cuales 317 eran fondos de préstamo directo. La mayoría de esos fondos de préstamo directo se sienten atraídos por las operaciones patrocinadas por las razones expuestas anteriormente, lo que hace que sea un espacio bastante concurrido.

b. Protecciones más débiles para los prestamistas

Dada la dinámica competitiva, los prestamistas pueden verse obligados a ceder en el precio o en las condiciones. Los patrocinadores - recordemos, empresas de *private equity* - son socios muy sofisticados cuyo objetivo principal es maximizar la rentabilidad de los fondos propios. En relación con sus acuerdos de deuda, los patrocinadores están motivados para asegurar el menor coste de capital y crear la máxima flexibilidad posible. De hecho, muchos patrocinadores activos han creado equipos dedicados a los mercados de capitales, que se encargan de conseguir las mejores condiciones que ofrece el mercado y de supervisar la ejecución de sus acuerdos de financiación. Naturalmente, esto está en oposición directa con los objetivos de los prestamistas. Un fino equilibrio entre estos diferentes objetivos vendrá dictado por el poder de negociación de cada parte y la dinámica del mercado.

Transacciones no patrocinadas o *sponsorless*

Las transacciones no patrocinadas son acuerdos en los que no hay un patrocinador (esto es, una empresa de *private equity*) que respalde a la empresa que recibe el préstamo. Al igual que en el caso de los préstamos bancarios, en los acuerdos no patrocinados el prestamista establece una relación directa con la empresa prestataria y sus propietarios. Los ejemplos clásicos de empresas no patrocinadas son las empresas familiares o las empresas emprendedoras que han escalado con el tiempo.

Las ventajas de los préstamos no patrocinados son básicamente tres: mejores condiciones, menor apalancamiento y mejores precios:

a. Protecciones más débiles para los prestamistas

Un prestamista suele ser capaz de redactar un contrato de crédito con protecciones más favorables para el prestamista cuando negocia las condiciones con una empresa no patrocinada. Por ejemplo, es más fácil negociar las cláusulas de mantenimiento y una definición de EBITDA ajustado sin añadidos superfluos si no hay un patrocinador. Al tener voz y voto en estas disposiciones, el prestamista protege su lado negativo en caso de incumplimiento, lo que en última instancia mejora la calidad crediticia de la inversión.

b. Menor apalancamiento

Se observa en general que las empresas no patrocinadas están menos interesadas en maximizar el apalancamiento financiero que asumen. La propiedad familiar de muchas de estas empresas las hace tener un perfil conservador y, en igualdad de condiciones, tienen menos apalancamiento al principio y están más limitadas en

cuanto a la cantidad que pueden asumir a lo largo de la vida de la transacción.

c. Mejores precios

Uno de los aspectos más atractivos de los préstamos directos es la prima de iliquidez que presenta en relación con la renta fija y el mercado sindicado en general. Además, menos fondos de deuda están preparados para afrontar las barreras operativas, de número de oportunidades disponibles y de recursos en el espacio no patrocinado. Como resultado, hay menos competencia entre estos prestamistas y mejores precios para los inversores.

Nos podemos preguntar por qué el espacio no patrocinado está menos ocupado que el patrocinado, si hay una rentabilidad más alta. Podrían en teoría existir más gestores que invirtieran en operaciones no patrocinadas y por tanto muchas más empresas se beneficiarían de este tipo de financiación. Sin embargo, existen una serie de inconvenientes en las operaciones no patrocinadas, que hacen frenar el número de actores en este espacio. Entre las principales dificultades tenemos las siguientes:

a. Falta de abastecimiento o flujo

El flujo de operaciones no patrocinadas suele ser de naturaleza episódica y los fondos de deuda que juegan en este espacio son los que deben buscar activamente las operaciones. Las empresas familiares independientes y su equipo directivo están enfocados en su negocio, en dirigir la parte operativa, y raramente está en sus prioridades optimizar su estructura de capital. Como resultado, estas oportunidades son mucho más difíciles de encontrar y requieren relaciones con los canales como intermediarios financieros más pequeños, agentes de negocios, empresas independientes, bancos regionales y asesores financieros.

b. Tiempo intensivo

Quizás más importante que la razón anterior es el hecho de que hay complejidades operativas inherentes en las operaciones no patrocinadas. En contraste con las transacciones lideradas por el patrocinador, es raro que aquí se encuentre una documentación limpia y auditada, un memorando de oferta que describa el caso de negocio (*business case*) o análisis básicos. El trabajo del fondo de *direct lending* va a requerir un conjunto de habilidades muy especializadas del equipo de análisis e inversión. El resultado es que estas operaciones tardan mucho más tiempo en encontrarse, en realizar la diligencia debida y finalmente en formalizarse. Mientras que las operaciones patrocinadas pueden tardar entre cuatro y seis semanas, las operaciones no patrocinadas pueden tardar un mínimo de tres meses.

Existe una percepción bastante generalizada de que los préstamos no patrocinados conllevan más riesgo, fundamentalmente por dos razones: la calidad del crédito es más baja y no hay fondos propios del patrocinador o fondo de *private equity* que apoyen a la empresa en circunstancias difíciles. Ello puede ser así en muchas ocasiones pero no necesariamente. Por un lado, los superiores precios de las operaciones no patrocinadas pueden deberse a una menor calidad crediticia. Otras razones pueden ser la menor competencia de fondos que existen enfocados a este tipo de operaciones, o el hecho que, en general, las empresas no patrocinadas tienen niveles de endeudamiento bastante razonables, o simplemente que su equipo gestor no está enfocado en la obtención y negociación de financiación.

Por lo que se refiere al superior valor del capital de un patrocinador, esta afirmación merece cierta discusión. Por un lado, como se explica en el apartado 8, parece haber una prima de riesgo en ausencia de *sponsor* o patrocinador. Sin embargo, la realidad demuestra que ello no tiene que ser necesariamente siempre así. El objetivo de un fondo de *private equity* que sea patrocinador de una empresa es el de maximizar los fondos propios, por lo que cada euro incremental gastado se examina a conciencia. Si ese euro incremental no puede producir un rendimiento de capital privado en una inversión existente, se redirigirá a una inversión con mayor potencial de la cartera. En cambio, en una empresa familiar donde el futuro de este legado empresarial familiar está en peligro si los fundadores no añaden capital en sus operaciones, parece que hay más posibilidad de apoyo en circunstancias complicadas.

7. Factores para el éxito en el *direct lending*

El *direct lending* es una actividad compleja para los gestores de fondos de deuda, ya que intervienen muchos factores que hay que tener en cuenta para un buen rendimiento. Podemos detectar al menos tres factores clave para el éxito de una estrategia de *direct lending*:

a. Flujo de oportunidades y capacidad de análisis

En primer lugar, y lo más importante, no hace falta decir que es esencial contar con un proceso de generación de oportunidades de crédito y de análisis y cualificación de dichas oportunidades. Para entender con precisión el rendimiento futuro de una empresa, un gestor tendrá que realizar un análisis exhaustivo, que incluya, entre otros, los siguientes aspectos: las condiciones del mercado, los fundamentos del negocio, los datos financieros, la calidad de los beneficios, la estructura de capital, la liquidez y la probabilidad de éxito de la salida. Más allá de los fundamentos de la inversión, debe ser capaz de negociar de forma creativa complejos acuerdos de la estructura legal, el paquete de garantías, las estructuras de pactos, etc.

b. Escala adecuada

La capacidad de realizar el análisis y la diligencia debida requiere una plataforma suficientemente escalada. La escala permite a un gestor tener un equipo de inversión considerable con abundante capacidad de abastecimiento y realizar también transacciones de todos los tamaños. Tras la crisis financiera mundial, una parte importante de la formación de capital en préstamos directos vino de gestores de menor escala (menos de 1.000 millones de dólares en fondos). Estas empresas están limitadas a operaciones de menor tamaño, y potencialmente en su oferta de servicios a los prestatarios. A mayor escala, mayor capacidad del fondo para atender distintas necesidades de financiación y ser una "ventanilla única" para la empresa prestataria, en lugar de que esta empresa deba establecer relaciones con un club o sindicato de prestamistas de primer derecho, prestamistas de segundo derecho, acreedores no garantizados, etc. La escala también debería permitir al gestor del fondo tener una división dedicada a la reestructuración, aspecto fundamental para poder afrontar las situaciones difíciles que puedan surgir, como quiebras, reestructuraciones y desinversiones.

c. Amplia red de relaciones de fondos, asesores de deuda e intermediarios:

Disponer de una red de relaciones propias tanto con empresas de *private equity* (patrocinadores) como con intermediarios y asesores de deuda es la clave de la originación. Además del centenar de empresas de capital riesgo más conocidas y de mayor volumen, existen cientos de patrocinadores menos conocidos y en los que hay que construir esta base de datos y relaciones que permitan un flujo constante de oportunidades. Junto a las empresas de *private equity*, dentro del mercado de medianas empresas, existe una amplia red de intermediarios y asesores de deuda que actúa como puerta de entrada a empresas interesantes no patrocinadas. Los gestores que disponen de una red diversa en estos canales están expuestos a un importante conjunto de oportunidades que les permite mejorar su selección y la calidad de su cartera.

8. La prima de riesgo de los préstamos directos

Los inversores suelen preguntarse por qué la rentabilidad del *direct lending* a empresas medianas es tan elevado, sobre todo al comprobar que el registro histórico de pérdidas es muy similar al que tienen otro tipo de activos mucho más líquidos como los préstamos sindicados de alta liquidez o los bonos de alta rentabilidad. Aquí podemos acudir al estudio realizado con los datos del Cliffwater Direct Lending Index (ver gráfico 8) en los que se revela que el precio del *direct lending* de empresas medianas se puede construir como una agrupación de diferenciales, cada uno asociado a un factor de riesgo distinto, y en el que cada factor no es diversificable y por tanto se le

atribuye una prima de riesgo. Esto es una clara diferencia respecto a las acciones o los bonos, en donde existe solo un factor dominante que determina su prima de riesgo. En el *direct lending* en empresas medianas, en cambio, hay una diversidad de primas de riesgo, en concreto el análisis ha dado lugar a diferenciar cuatro primas de riesgo identificables que se suman al diferencial de un préstamo sindicado. Si seguimos el gráfico 8 donde se representan las distintas primas, vemos que los préstamos sindicados tienen una rentabilidad de 4.8%, resultado de aplicar al 1.4% de tipo de interés libre de riesgo la prima de los préstamos sindicados que a septiembre de 2022 se situaba en el 3.4%. A partir de aquí, los préstamos directos van añadiendo hasta cuatro distintas primas de riesgo:

a. Originación directa, mercado medio superior o *upper middle market*

Hay una prima de riesgo cuando se pasa de los préstamos sindicados de alta liquidez a los préstamos senior con sponsor y dirigidos al mercado medio superior. Esta prima de riesgo debe interpretarse como una prima de liquidez ya que el préstamo subyacente es prácticamente idéntico a un préstamo bancario excepto en su fuente de originación, que ha sido privada en vez de bancaria. Se ha calculado una prima del 2.4% por este concepto en el último estudio de Cliffwater de septiembre 2022. En anteriores estudios como el de 2017 esta prima era hasta 100 puntos básicos inferior, lo que parece reflejar que ha habido un aumento de la prima de liquidez de los préstamos directos respecto a 4-5 años atrás.

b. Prestatarios *sponsorless* (no patrocinados)

Hay una prima adicional que se aplica a los préstamos a aquellas empresas que no están controladas por compañías de *private equity*, es decir, préstamos sin sponsor. Esta prima puede interpretarse como una prima de gobernanza o prima por ausencia de patrocinador. A los prestatarios sin sponsor se les atribuye un mayor riesgo por el comportamiento de la dirección, sobre todo en situaciones problemáticas o *distressed*, y pueden ser menos predecibles y más costosos para los prestamistas comparados con los prestatarios con sponsor. En el estudio de septiembre 2022 de Cliffwater se calcula esta prima en 1.6%. Aquí se reduce respecto a otros estudios como el del mismo Cliffwater de 2017, que la calculaba en 2.8%.

c. Mercado mediano inferior

Prestar al segmento inferior del mercado de empresas medianas entraña también algo más de riesgo que prestar al segmento superior. El segmento inferior son aquellas empresas con EBITDA menor a 10 millones de euros. Esto significa una prima por tamaño, que también se da en otras clases de activo, como las acciones. El estudio de Cliffwater de 2022 da una prima de riesgo de 1.6% por el inferior

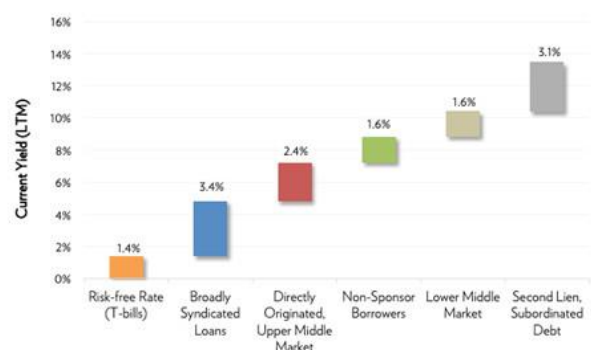
tamaño frente al 2.4% de prima de riesgo que se había calculado en 2017.

d. Deuda subordinada o de segundo grado

Como era de esperar, el carácter subordinado de un préstamo acarrea una prima de riesgo respecto a un préstamo que sea senior. En el estudio se estima una prima del 3.1% por este carácter subordinado de un préstamo de *direct lending*, prima similar al 3.3% que dio el estudio de 2017. A pesar de esta coincidencia, este factor refleja fluctuaciones a lo largo del tiempo más importantes que el resto de factores, y que están muy influidas por el ciclo económico y crediticio. Así, la prima por este factor se situaba en 4.2% en 2016, bajó hasta el 2% en 2018 y 2019 y luego ha vuelto a subir hasta el 3.1% de 2022.

Gráfico 8. Primas de riesgo medias en los préstamos directos a medianas empresas en Estados Unidos (septiembre 2022)

Exhibit 11: Available Risk Premiums in Direct US Middle Market Loans¹⁶



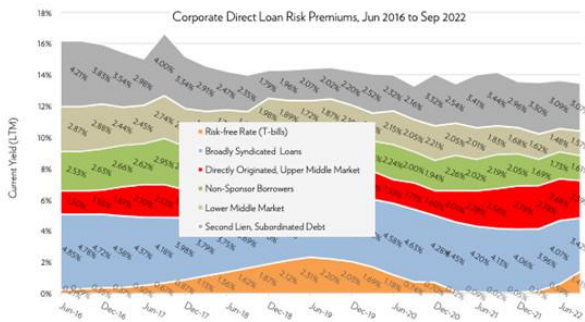
Fuente: Cliffwater Q3 Report on US Direct Lending (2022)

En el gráfico 9 se visualiza la evolución de las primas de los distintos factores entre 2016 y 2022 y se pueden llegar a algunas conclusiones:

- En general, ha habido en este periodo una compresión de las rentabilidades. Sin tener en cuenta la rentabilidad libre de riesgo, la suma de las primas de los cinco factores descendió desde el 15.95% de junio 2016 hasta el mínimo del 12.09% de junio 2019. A partir de aquí ha vuelto a expandirse el diferencial con primas que han sumado 13.47% a septiembre de 2022.
- Solo la prima de “originación directa, mercado medio superior” se ha incrementado, pasando del 1.50% al 2.39% en el periodo de medición. Se interpreta esta prima como la tradicional “prima de liquidez”.

- La disminución más fuerte viene de parte de la prima por deuda subordinada o de segundo grado, que como se ha comentado antes, pasó del 4.21% en junio 2016 a solo un 2% en los años 2018 y 2019, y luego ha sufrido una nueva subida hasta el 3.07% de septiembre de 2022.

Gráfico 9. Evolución de las primas de riesgo del *direct lending* por factores, de junio 2016 a marzo 2022



Fuente: Cliffwater Q3 Report on US Direct Lending

9. El sector del *direct lending* en Europa

El mercado del *direct lending* a empresas europeas ha crecido de forma rápida en la última década, siguiendo un patrón similar al de Estados Unidos. Sin embargo, existen importantes diferencias entre los mercados de *direct lending* de los Estados Unidos y los de Europa. La principal diferencia es sin duda un desarrollo menor de los fondos de *direct lending* en Europa debido al dominio de su sistema bancario en el mercado de préstamos en general y de financiación empresarial en particular.

El Reino Unido ha sido hasta ahora el mayor mercado para el *direct lending* en Europa, seguido de Francia y Alemania. Aunque un número creciente de fondos van apareciendo por toda Europa y con una vocación transfronteriza, el mercado sigue siendo bastante local, con muchos fondos enfocados solamente en su país de origen. Este enfoque al mercado local se debe al mejor conocimiento que tiene cada fondo de la realidad empresarial de su entorno geográfico, así como a la incomodidad que despierta el desconocimiento de los derechos exactos que como acreedores tienen fuera de sus países de origen.

La demanda de préstamos directos ha sido impulsada por la demanda institucional (predominantemente compañías de seguros y fondos de pensiones) de rendimientos estables y atractivos, con baja volatilidad, en un entorno de bajos tipos de interés, con el fin de hacer coincidir los pasivos a largo plazo con los activos a largo plazo. Esta demanda institucional se ha movido atraída por la prima de iliquidez, las distribuciones periódicas de efectivo, las protecciones del prestamista en

forma de *covenants* o cláusulas que lo protegen, el seguimiento de los activos y la estabilidad de las estructuras de fondos cerrados a largo plazo. El crecimiento sustancial de la actividad de las transacciones para satisfacer las necesidades de financiación de la economía real también ha permitido a los gestores conferir un beneficio adicional clave de mitigación del riesgo a través de la diversificación sustancial por sectores y geografías, ya que la demanda de patrocinadores y prestatarios ha crecido no sólo en volumen sino también en amplitud fuera de los mercados centrales del Reino Unido, Francia y Alemania, expandiéndose rápidamente a través del Benelux, España, Italia y los países nórdicos.

Según el estudio de la plataforma de capital privado Pitchbook (Pitchbook, 2022), en 2017 se recaudaron en Europa 52.600 millones de dólares a través de fondos de préstamo directo, estableciendo un máximo hasta aquella fecha. Tras el impacto de la Covid19, los volúmenes decrecieron pero en 2021, según Debtwire Par el volumen de operaciones de préstamo directo se recuperó hasta los 36.000 millones de euros, con casi 900 operaciones en Europa. Las operaciones en las que participan patrocinadores de capital privado representan una abrumadora mayoría de las transacciones en el ámbito de los préstamos directos en Europa y, por término medio, el 88,5% de las operaciones registradas en cada trimestre entre empresas medianas han sido patrocinadas, según LCD, a partir del primer trimestre de 2020.

Por lo que respecta al ecosistema de fondos de *direct lending* en Europa, ha experimentado un indudable crecimiento en esta última década. El estudio sobre deuda privada realizado por el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) en 2021, en el que participaron 146 fondos de 22 países europeos, revela interesantes datos. Según este estudio, se tenían contabilizados 585 fondos de deuda en Europa, con un 72% que se focalizan exclusivamente en esta región, mientras que el resto tienen un ámbito más global, tratándose sobre todo en este último caso de fondos de origen estadounidense. Se calcula que los activos bajo gestión de los fondos de deuda privada en Europa suman en total alrededor de 311 mil millones de euros. Del 72% de fondos con foco únicamente en Europa, destacan los que se centran en los países de Europa Occidental (un 46%), los que su ámbito es toda Europa sin preferencia (un 32%) y finalmente los que se centran en la región del Sur de Europa (un 10%). El resto de fondos, que es el 12% restante, tiene como ámbitos exclusivos el Norte de Europa, la Europa Central u otros.

El 97% de los fondos de deuda se centran en el segmento de medianas empresas. Del análisis de las operaciones financiadas por estos fondos de deuda, se deduce que el tamaño de los préstamos más frecuentes está en el rango de los 9 hasta los 45 millones de euros, y las empresas beneficiarias de esta financiación tienen unas ventas entre 45 y 237 millones de euros, con un Ebitda entre 16 y 72 millones de euros, y una valoración de la compañía (el llamado *enterprise value*) de entre 50 y 500 millones de euros.

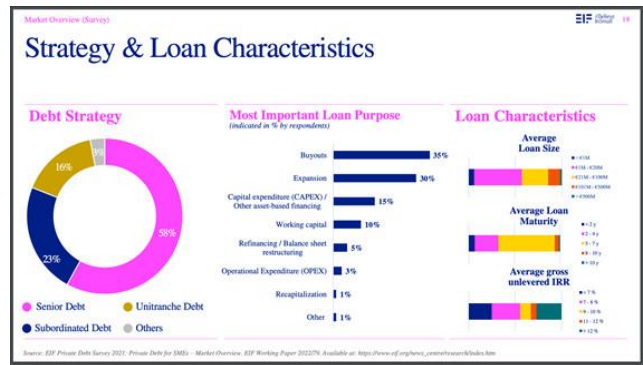
En cuanto a sectores en los que los fondos de deuda más centran su actividad, destaca sin duda la industria como el más importante, y también se ve un creciente interés en los sectores poco intensivos en activos materiales, como los de alta tecnología, que no suelen ser atendidos por las entidades bancarias y por tanto abren mayores posibilidades para los fondos de deuda privada. El tercer lugar entre los sectores más citados por los fondos encuestados lo ocupa el sector de salud y ciencias de la vida, también con dificultades de financiación bancaria pero en cambio con un enorme potencial de crecimiento.

El estudio también indaga acerca de las características de los préstamos otorgados por los fondos de deuda privada, datos que se recogen en el gráfico 10. Por lo que respecta a la estrategia de deuda seguida, destacan los préstamos senior, con un 58%, seguidos de los préstamos subordinados, con un 23%, y finalmente los préstamos llamados *unitranche*, que combinan un tramo senior con un tramo subordinado, con un 16%.

También en el mismo gráfico 10 se aprecia que el propósito principal del préstamo directo es en un 35% la compra de la empresa (*buyout*), en un 30% la expansión, en un 15% la inversión en activos fijos, en un 10% la financiación de circulante o capital de trabajo, y con porcentajes menores se sitúan otras finalidades principales como reestructuración de la deuda, gastos operativos o bien recapitalización. Estos datos contrastan con las cifras del Deloitte Alternative Lender Tracker, que para 2021 situaba entre las finalidades de los préstamos directos formalizados, en un 65% los relacionados con adquisición de una empresa, en un 19% finalidades de crecimiento, en un 12% para pago de dividendos y en un 4% para refinanciación.

Por lo que se refiere al tamaño del préstamo, el segmento más frecuente es el de 1 a 20 millones de euros, seguido del de 20 a 100 millones de euros. El plazo de este tipo de financiación se concentra mucho en el tramo de los 5 a 7 años, seguido de los de 2 a 4 años. Por debajo de 2 años o por encima de 7 años el número de préstamos es muy escaso.

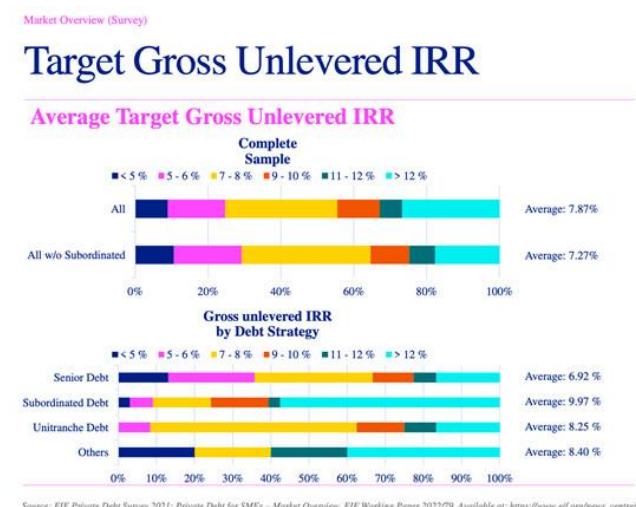
Gráfico 10. Características y estrategia de los préstamos directos en Europa



Fuente: Encuesta del FEI sobre la deuda privada en 2021: *Private Debt for SMEs - Market Overview*. Documento de trabajo 2022/79 del FEI. Disponible en: https://www.eif.org/news_centre/research/index.htm

Finalmente, el coste de la financiación, recogido en el gráfico 11, varía en función de la estrategia de deuda que sigue cada fondo. Para los fondos que se centran en deuda senior, la TIR media que exigen es del 6.92%, con un rango que puede ir desde menos del 5% hasta más allá del 12%. Los tramos más frecuentes están entre el 6 y el 8%. En cambio, los fondos centrados en deuda subordinada exigen una TIR media del 9.97% (3.05% más alta que los fondos de deuda senior), con un rango que va del 5 a tipos más altos del 12%, pero en este caso justamente el tramo de tipos superiores al 12% representa más de la mitad del total de préstamos subordinados.

Gráfico 11. Tasa interna de retorno (TIR) de los préstamos directos según estrategia



Fuente: Encuesta del FEI sobre la deuda privada en 2021: *Private Debt for SMEs - Market Overview*. Documento de trabajo 2022/79 del FEI. Disponible en: https://www.eif.org/news_centre/research/index.htm

Otros datos importantes del estudio son los que hacen referencia a comparar la financiación alternativa de los fondos de deuda con la financiación bancaria. A la pregunta de qué porcentaje de la cartera de empresas financiadas en los fondos de deuda no habrían obtenido financiación bancaria, las cifras se mueven en torno al 50% de empresas, reflejando un porcentaje algo mayor en las empresas de regiones menos desarrolladas en deuda privada que en las más desarrolladas. Otro dato interesante es, según los propios fondos de deuda, la respuesta a la pregunta sobre cuáles son las razones por las que las empresas escogieron la deuda privada sobre la financiación bancaria. Aquí hay un número bastante largo de opciones posibles, pero las razones más contestadas fueron “certeza y rapidez de ejecución” (mucho más contestada cuanto más desarrollado el país), “permitir un nivel de endeudamiento superior a los bancos”, “una estructura de pactos y condiciones (*covenants*) más flexible”, “mayor plazo otorgado” y “diversificación de las fuentes de financiación”.

Las perspectivas del sector en Europa son optimistas, a pesar del clima de recesión y post-pandemia que existe. El endurecimiento del crédito bancario genera las condiciones ideales para que los fondos alternativos de deuda crezcan en número y volumen. Como declara Blair Jacobson, socio y codirector de crédito europeo de Ares Management, uno de los principales operadores de *direct lending* en Estados Unidos y Europa, “un importante catalizador ha sido la urgencia sin precedentes de los fondos de *private equity* y capital riesgo por volver a la senda de las operaciones. La demanda reprimida de las empresas que tienen una gran cantidad de dinero sin invertir, junto con la aceleración de la recuperación económica, ha creado fuertes vientos de cola en el mercado y ha llevado a un probable volumen récord de transacciones realizadas en Europa en 2021.”

Por su lado, Matthew Christmas, socio en Londres de DLA Piper, conocido despacho global de abogados y asesores corporativos, afirma que “ha habido una actividad constante de los prestamistas directos que han quitado cuota de mercado de los bancos. A medida que aumenta la cantidad de capital obtenido, se observa una mayor tensión competitiva en el mercado en Europa; por lo tanto, el diferencial de precios para los fondos de crédito sigue disminuyendo. Pero se sigue obteniendo la flexibilidad, los niveles adicionales de apalancamiento, menos *covenants* y controles. Eso hace que sea una propuesta todavía más atractiva para los *sponsors* y los prestatarios”.

10. Regulación del *direct lending* en Europa

La principal normativa que aplica al *direct lending* en el ámbito europeo es la Directiva 2011/61/UE relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, conocida en sus siglas inglesas como AIFMD. Esta Directiva, que entró en vigor en 2013, establece las normas para la autorización, el

funcionamiento continuo y la transparencia de los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA, o bien AIFM en inglés) que gestionan y/o comercializan fondos de inversión alternativos (FIA) en la Unión Europea, con el fin de proteger a los inversores y a la economía de la Unión Europea de los riesgos que plantean los productos financieros que antes no estaban regulados. La Directiva endureció la regulación de los fondos de capital riesgo, inmobiliarios y de inversión libre, entre los que están incluidos los fondos de deuda o *direct lending*.

Desde 2017 existe la voluntad de revisar esta Directiva, la que se conocería como AIFMD II. La revisión de la Directiva ha sido identificada como uno de los principales pilares para que la Unión de los Mercados de Capitales (más conocida por su término en inglés, Capital Markets Union) tenga éxito. La finalidad básica que busca la Comisión Europea es armonizar las normas para los gestores de fondos de préstamos en toda la Unión Europea, ya que los fondos de deuda funcionan actualmente con un conjunto de normas nacionales divergentes. La Comisión tiene previsto abordar esta fragmentación para contribuir a la creación de un mercado único de fondos para la obtención de préstamos en la Unión Europea y apoyar así las fuentes alternativas de financiación para la economía real, fomentando al mismo tiempo la estabilidad financiera.

La propuesta de cambios a la existente AIFMD fue publicada por la Comisión Europea en noviembre de 2021 y estos cambios constituirán la base de la nueva AIFMD II, una vez sea ratificada por los Estados miembros, quienes tendrán entonces 24 meses para su trasposición a sus normas estatales.

Los principales cambios que se propugnan y que afectan a los fondos de deuda o *direct lending* tienen que ver con las actividades de originación y concesión de préstamos. En este sentido, la nueva Directiva sobre Fondos de Inversión Alternativa (FIA) endurecerá las normas sobre las políticas, los procedimientos y los procesos necesarios para conceder el préstamo. Asimismo, un FIA tendrá que ser un fondo cerrado o *closed-end fund* (fondo que emite un número determinado de participaciones y que no admite más aportaciones tras la emisión inicial) cuando el valor nominal de los préstamos originados supere el 60% de su valor liquidativo. Por último, se establece como norma que los préstamos a instituciones financieras deberán tener un límite del 20% del capital del FIA. Todos estos cambios normativos son en realidad una traslación de lo que ya eran las mejores prácticas en el mercado del *direct lending*.

11. Regulación del *direct lending* en Europa

Los informes más recientes sobre el fenómeno de la deuda privada en general y de los préstamos directos en particular muestran que la integración de los criterios ESG es ya muy común para la mayoría de gestores de crédito privado. Según

el informe “Financing the Economy 2021”, 7ª edición, Alternative Credit Council, el 74% de los gestores señalan que los criterios ESG se tienen en cuenta para todas las inversiones. Aunque se ha producido una adopción generalizada de los ESG, la manera en que se han integrado estos criterios no es en absoluto uniforme en todo el sector. Según el mismo informe, “los principales retos para los gestores de créditos privados son la disponibilidad de datos, la adecuación de un proceso coherente a las diferentes estrategias y mercados de préstamos, el cumplimiento de los requisitos normativos y la satisfacción de las diversas expectativas de los inversores”.

Los gestores de créditos privados han adaptado y profundizado su enfoque de la integración de los criterios ESG con relativa rapidez, pero existe un consenso en que las metodologías, la documentación de los préstamos y las prácticas de compromiso seguirán evolucionando. Si bien una mayor alineación entre los inversores, los gestores de créditos privados, los prestatarios y los reguladores apoyará este proceso, es probable que el deseo del sector de innovar sea el mayor impulsor de nuevas soluciones.

Se puede concluir que los gestores de créditos privados están desempeñando un papel fundamental en el impulso de los cambios en materia de sostenibilidad entre las pequeñas y medianas empresas. Los gestores de créditos privados se están convirtiendo en una fuente clave de orientación y apoyo técnico en cuestiones de sostenibilidad para muchas pymes y empresas medianas. Casi la mitad de los gestores de créditos privados encuestados consideran que este es su mayor valor añadido en cuestiones ESG, y casi un tercio considera que su capacidad para influir en los resultados ESG es su mayor fortaleza.

12. Conclusiones

El *direct lending* ha demostrado en la última década ser una forma de financiación válida para las empresas, ofreciendo una mayor diversificación y flexibilidad en comparación con la financiación bancaria tradicional. Sin duda la restricción crediticia por parte de las entidades financieras, motivada por diversas razones, va a continuar y por tanto es bastante previsible que las fórmulas alternativas como los préstamos directos sigan creciendo dentro del enorme mercado tanto de las pequeñas como en especial de las medianas empresas a las que este instrumento ha estado enfocado. El mayor coste que supone la financiación mediante préstamos directos respecto a la financiación bancaria, del orden de entre tres y diez puntos porcentuales según las garantías y modalidad, no parece suponer un inconveniente para su desarrollo, ya que la deuda privada ofrece otras ventajas relevantes como la flexibilidad de plazos o financiar operaciones como la compraventa de empresas que la banca acostumbra a ser reacia en participar.

Por el lado inversor, el *direct lending* también parece haber encontrado su mercado al ofrecer una clase de activo con una buena relación rentabilidad-riesgo, que ha mostrado unas rentabilidades históricas en torno al 8-9%, y con cierta descorrelación respecto a los mercados de capitales. El dinamismo de este sector es notable, con un número creciente de fondos de deuda privada y mayores volúmenes gestionados año tras año, y en buena parte estos volúmenes provienen del segmento institucional, que ha buscado rentabilidades atractivas en una década de tipos de interés muy bajos.

En opinión de los autores de este documento, un instrumento como el *direct lending* es sin duda deseable para aumentar las alternativas de financiación para las compañías, en especial aquellos segmentos numéricamente mayores y que están siendo menos atendidos por la banca tradicional, como son las pequeñas y medianas empresas. Una mayor diversificación en las fuentes de financiación de este tipo de compañías es muy aconsejable en un entorno de progresiva concentración de entidades financieras y con una coyuntura cambiante que aconseja reducir la dependencia de la financiación bancaria.

No hay que obviar, sin embargo, los riesgos y desafíos asociados a este instrumento de deuda. Se hace por ello necesaria una regulación en Europa que dé confianza al inversor y fomente las mejores prácticas entre los originadores y gestores de fondos, y que a la vez no frene la necesaria implantación de nuevos instrumentos para la financiación empresarial, tal como propugna la propia Unión Europea con la Capital Markets Union.

13. Bibliografía

- AKG Financial Analytics (2018): “Direct Lending As An Asset Class”
- Alternative Credit Council (2022): “Financing the Economy – ESG and Private Credit”. <https://acc.aima.org/research/financing-the-economy-2021.html>
- Ashurst (2016): “Direct Lending Funds: Proposal for European Regulation”. <https://www.ashurst.com/en/news-and-insights/legal-updates/direct-lending-funds-proposal-for-european-regulation/>
- Bloomberg (2022): “Direct Lenders Finance Thoma’s Anaplan Buyout with \$2.5 Billion Loan”. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-22/direct-lenders-finance-anaplan-buyout-with-2-5-billion-loan#xj4y7vzkg>
- Cion Investments (2020): “The Current State of European Direct Lending”. <https://www.cioninvestments.com/insights/the-current-state-of-european-direct-lending/>

- Cliffwater (2022): “2022 Q3 Report on U.S. Direct Lending”. <https://www.cliffwaterdirectlendingindex.com/>
- Cochrane, Penny (2021): “Direct Lending – A Decade On”
- Deloitte (2022): “Deloitte Alternative Lender Deal Tracker Spring 2022”. <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/financial-advisory/articles/private-debt-deal-tracker.html>
- DLA Piper (2022): “DLA Piper Direct Lending Report 2022, Going Mainstream”. <https://www.dlapiper.com/es-es/insights/publications/2022/04/direct-lending-report-2022-going-mainstream>
- DLA Piper (2022): “Taking the stage: Direct lending market in Europe”. <https://www.dlapiper.com/en-gb/insights/publications/2022/04/direct-lending-report-2022-going-mainstream/taking-the-stage-direct-lending-market-in-europe>
- European Banking Authority (2022): “Final Report on response to the non-bank lending request from the CfA on digital finance”. https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/1032199/Report%20on%20response%20to%20the%20non-bank%20lending%20request%20from%20the%20CfA%20on%20Digital%20Finance.pdf
- European Investment Fund (2022): “EIF Private Debt Survey 2021 – Private Debt for SMEs”. https://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2022_79.htm
- European Investment Fund (2019): “Why direct lending funds should matter to Europe’s investors and entrepreneurs”. <https://eif4smes.medium.com/why-direct-lending-funds-should-matter-to-europes-investors-and-entrepreneurs-ae870b21bfe4>
- European Systemic Risk Board (2022): “NBFI Monitor. EU Non-Bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022”. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbfi_monitor/esrb.NBFI_Monitor.20220715~a623f2329b.en.pdf?ed03941fc3d33c62acf8f2628b9ccb98
- Fical, Francesca (2021): “European direct lenders eye packed post-summer leveraged loan pipeline”. <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/european-direct-lenders-eye-packed-post-summer-leveraged-loan-pipeline-65876582>
- Houlikan Lokey (2022): “Direct Lending Update. Spring 2022”. <https://hl.com/insights/insights-article/?id=17179871313>
- JDSupra (2022): “Direct Lending Goes Large”. <https://www.jdsupra.com/legalnews/direct-lending-goes-large-3404506/>
- Journal for Alternative Investments (2021): “Direct Lending. Evidence from European and US Markets”
- JPMorgan Private Bank (2022): “Is private credit the right tool for these uncertain times?”. <https://privatebank.jpmorgan.com/gl/en/insights/investing/is-private-credit-the-right-tool-for-these-uncertain-times>
- Kaplan, Steven N. (2022): “A Survey of Private Debt Funds”.
- Kramer Levin (2022): “Direct Lending in the EU: New Regulations on Loan Origination Create High-Return Opportunities for Asset Managers”. <https://www.kramerlevin.com/en/perspectives-search/direct-lending-in-the-eu-new-regulations-on-loan-origination-create-high-return-opportunities-for-asset-managers.html>
- Liberum & Leech, Cormac (2015): “Direct Lending: Finding Value / Minimising Risk”. <http://lendit.s3.amazonaws.com/europe/2015/presentations/day1/pdf/Cormac+Leech+Presentation+PDF.pdf>
- Luomioti, Maria (2019): “The Determinants, Characteristics and Performance of Direct Loans”. https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/Luomioti-Direct_lending.pdf
- Malshe, Ashwin (2017): “The Mighty Middle: Why Europe’s Future Rest On Its Middle-Market Companies” (GE Capital, ESSEC Business School)
- Nesbitt, Stephen L. (2019): “Private Debt. Opportunities in Corporate Direct Lending” (Editorial Wiley)
- Pitchbook (2022): “Global Private Debt Report, 1H 2022”. <https://pitchbook.com/news/reports/h1-2022-global-private-debt-report>
- Preqin (2022): “2022 Global Private Debt Report”
- TMF Group (2021): “TMF Group’s 2021 Global Private Debt Insights Report”. <https://www.tmf-group.com/en/news-insights/publications/2022/global-private-debt/>

Sobre los autores:

Albert Gumà es licenciado en Economía por la Universidad de Barcelona, posee el European Financial Advisor y tiene un postgrado en finanzas corporativas. Ha desarrollado su carrera profesional como directivo de banca corporativa en Catalunya Caixa y es fundador y CEO de la consultoría financiera Altria Corpo.

Ramiro Lama es licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Barcelona y Executive MBA por EADA, complementado con diversos cursos de finanzas corporativas. Ha desarrollado su carrera profesional como directivo del Área de Empresas y Corporativa en Catalunya Caixa y es socio y responsable del Área de Financiación de la consultoría financiera Altria Corpo. Es profesor de finanzas en la escuela de negocios ESIC.

Eloi Noya es licenciado en Administración y Dirección de Empresas por ESADE, Master en International Management en la McGill University (Montréal), licenciado en Derecho por la UOC y Executive Master en Digital Business. Tras 20 años de directivo bancario, cofundó la fintech LoanBook Capital y actualmente es Director General de Altria Corpo y Director de Innovación en el IEF. Es profesor de finanzas y tecnología en ESADE, IEF y otras escuelas de negocio.

Otras publicaciones ODF

Abr	2023	DT	Los mercados energéticos en España y Europa	Roger Medina Juidías
Mar	2023	DT	La tecnología cuantitativa de los roboadvisors	Gerard Albà Soler Arnau Vía Martínez-Seara
Ene	2023	DT	Business Angels: Creadores de Valor de impacto en el ecosistema emprendedor	Juan Álvarez de Lara
Dic	2022	NT	El papel del Sistema de Derechos de Emisión en la transición a la neutralidad climática	Luis Antonio Galiano Bastarrica
Dic	2022	DT	Las divisas digitales de los Bancos Centrales: En los albores de un sistema financiero digital	Fernando Rojas Traverso Francisco del Olmo García
Nov	2022	NT	Efectos de la tokenización de activos para los mercados financieros	Carlos de Fuenmayor
Oct	2022	NT	Comptabilitat per la sostenibilitat: Aplicació pràctica d'un ràting ESG	Josep Maria Caselles Jaume Gené Jordi Martí
Jul	2022	DT	Instrumentos financieros vinculados a la inflación y su uso para la cobertura de riesgos	Francisco José Alcalá Vicente
Jun	2022	DT	La descarbonización del sistema energético global. Enseñanzas de los escenarios del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático	José M ^a Martín-Moreno. Jorge Blázquez
Mar	2022	DT	Retos y oportunidades del estrés climático de la banca europea	Francisco del Olmo García y Fernando Rojas Traverso
Feb	2022	NT	Criptoactivos: un nuevo activo de inversión	Carlos de Fuenmayor
Dic	2021	DT	Bonos contingentes convertibles (Coco): de Basilea III a la transición sostenible	Arturo Zamarriego Muñoz
Nov	2021	NT	Special Purpose Acquisition Company (SPAC)	Carlos de Fuenmayor
Oct	2021	DT	Sostenibilidad de la deuda: geometría y límites difusos	Daniel Suárez Montes
Set	2021	NT	Bonos Sociales: Financiando la equidad	Julián Romero Zarco
Set	2021	DT	El imprescindible papel de las agencias de rating en el viraje hacia la sostenibilidad	Antonio Madera del Pozo
Jul	2021	NT	Measuring and targeting systemic cyclical risks – the Countercyclical Capital Buffer	Sofía Velasco
Jun	2021	NT	El Sandbox regulatori: És una oportunitat d'apropar el sector al regulador mitjançant la digitalització?	Pablo Domenech
May	2021	DT	Comportament diferencial en mercats de capital d'empreses sostenibles. Una mirada a les empreses emissores de bons verds	Jorge Sanz González
Abr	2021	NT	Carteres òptimes alternatives a la de mínima volatilitat de Markowitz	Laura Valls Sanchis
Feb	2021	DT	Megatendències i temàtiques en carteres de renda variable	David Cano y Francisco Lomba
Feb	2021	DT	Riscos relacionats amb el clima i mediambientals: una introducció a les expectatives supervisors i al risc	Arturo Fraile Izquierdo
Nov	2020	NT	Nuevos indicadores económicos para una nueva era	Diego Isabel La Moneda
Oct	2020	NT	Aspectos legales de las ISR a las entidades de capital de riesgo	Alex Plana Paluzie
Jul	2020	NT	Dark Pools and High Frequency Trading: A Brief Note	Anna Bayona
Jun	2020	DT	Los emisores soberanos ante la revolución sostenible	Andrés Alonso
Jun	2020	NT	El impuesto español sobre transacciones financieras, una medida alejada de la Tasa Tobin	Jordi Pey Nadal
May	2020	DT	¿Cómo valorar una start-up y qué métodos de valoración son más adecuados?	Roger Martí Bosch

Mar	2020	NT	Libra: ¿La moneda que puede cambiar el futuro del dinero?	Miguel otero Iglesias
Dic	2019	NT	¿Cómo puede un inversor particular implementar una estrategia sencilla y barata en factores? ¿Qué puede esperar de ella?	Ferran Capella Martínez
Dic	2019	DT	Una nota sobre la valoración de cross currency swaps	Lluís Navarro i Girbés
Nov	2019	DT	Criptoactivos: naturaleza, regulación y perspectivas	Víctor Rodríguez Quejido
Oct	2019	NT	¿Qué valor aportan al asesoramiento financiero los principales insights puestos de manifiesto por la behavioral economics?	Óscar de la Mata Guerrero
Jul	2019	NT	El MARF y su positivo impacto en el mercado financiero actual	Aitor Sanjuan Sanz
Jun	2019	NT	Las STO: ¿puede una empresa financiarse emitiendo tokens de forma regulada?	Xavier Foz Giralt
Abr	2019	NT	Criterios de selección para formar una cartera de inversión basada en empresas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	Josep Anglada Salarich
Mar	2019	DT	Limitaciones del blockchain en contratación y propiedad	Benito Arruñada
Feb	2019	NT	MREL y las nuevas reglas de juego para la resolución de entidades bancarias	Francisco de Borja Lamas Peña
Dic	2018	DT	Principios éticos en el mundo financiero	Antonio Argandoña y Luís Torras
Nov	2018	NT	Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración	Xosé Garrido
Nov	2018	NT	Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los <<robo advisors>>	David Cano Martínez
Oct	2018	DT	La Crisis Financiera 2007-2017	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	Evolución del <i>Equity Crowdfunding</i> en España, 2011-2017	Marc Montemar Parejo y Helena Benito Mundet
Jul	2018	NT	Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las las empresas españolas	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	Las SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	La Segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado	Javier Santamaría
Dic	2017	DT	"Factor investing", el nuevo paradigma de la inversión	César Muro Esteban
Nov	2017	NT	La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	El Marketplace Lending: una nueva clase de activo de inversión	Eloi Noya
Oct	2017	NT	Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales	Alex Bardají
Set	2017	NT	El proceso de fundrasing: Como atraer inversores para tu <i>Startup</i>	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	Clases de ETF según su método de réplica de benchmarks y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez	Josep bayarri Pitchot
May	2017	NT	Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	Indicadores de coyuntura en un nuevo entono económico	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs <i>productos</i> de banca tradicional	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	Basilea III y los activos por impuestos diferidos	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	El <i>Venture Capital</i> como instrumento de desarrollo económico	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	MAB: una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud

May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M ^o Martín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulaciones en Europa	Rosa Gómez Churruca y Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	CrowdEquity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
Oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
Sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
Mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
Dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
Nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
Sep	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
May	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
Abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
Abr	2013	NT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
Feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
Nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M. Domènech
Oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
Sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
Jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
Abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
Mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon y Lina Salou
Dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	M ^a Ángeles Fernández Izquierdo
Dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrin y Olga del Orden
Oct	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
May	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk

Dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿Cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas y Marcelo Leporati
Nov	2010	NT	Cuando las ventajas de TIPS son superada por las desventajas: el caso argentino	M. Belén Guercio
Oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
Jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
Mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
Feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M. Elisa Escolà y Juan Carlos Giménez
Feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
Ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
Ene	2010	DT	La morosidad de banco y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
Nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda