

07

Javier Pino y Jose Manuel Amor
AFI, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



Crédito privado en el ecosistema NBFi: la nueva geografía del riesgo de crédito

El crecimiento de la intermediación financiera no bancaria (NBFi) ha redibujado, desde 2008, la arquitectura del crédito global. Dentro de ese universo —hoy mayor que el conjunto del sistema bancario—, el crédito privado concentra casi todas las dudas que preocupan al supervisor: rápida expansión, opacidad de valoración, *mismatch* entre activos ilíquidos y promesas de liquidez al inversor, dependencia financiera del banco al que pretende reemplazar y exposición concentrada en sectores cuyos modelos de negocios quedan en entredicho por el avance de la IA. Este artículo examina dos episodios paralelos, las solicitudes de reembolso en BDC *evergreen* estadounidenses y la expansión de las transferencias sintéticas de riesgo (SRT) en Europa, para argumentar que el riesgo de crédito se ha desplazado hacia balances y vehículos con marcos regulatorios menos exigentes, menor transparencia y mecanismos de disciplina de mercado diferentes a los bancarios. La conclusión no es alarmista, el cuadro encaja más con una tensión cíclica y sectorial que con una crisis sistémica en gestación, pero sí exigente con la agenda supervisora: mejor información, pruebas de estrés sistémicas y vigilancia de la circularidad entre banca y NBFi.

Del sistema bancario al ecosistema NBFÍ

Hablar de NBFÍ es hablar de un universo heterogéneo: aseguradoras, fondos de pensiones, fondos monetarios, *hedge funds*, vehículos estructurados, etc. No todas estas piezas implican el mismo riesgo, y muchas se limitan a ofrecer un canal alternativo para llevar ahorro a la economía real. Pero la magnitud y la opacidad del conjunto han obligado al supervisor a clasificarlo. Acharya et al. en un trabajo recogido por el G30, distinguen tres formas según la relación con la banca: la paralela, que ofrece servicios que el banco no presta; la sustitutiva, que compite directamente con la banca tradicional; y la de transformación, que reorganiza el negocio bancario sin reemplazarlo del todo. El crédito privado pertenece a la tercera categoría: presta a empresas que antes financiaba el banco, pero sigue dependiendo de ese mismo banco para líneas de crédito y/o repos.

Por eso el crédito privado se ha convertido en la punta de lanza de la inquietud sobre el sistema NBFÍ. No porque sea, por sí solo, un riesgo sistémico inminente (la evidencia más reciente no apunta en esa dirección), sino porque concentra, en un único producto, todos los rasgos que preocupan al supervisor: crecimiento exponencial (de 400.000 millones de dólares en 2020 a cerca de 1,8 billones hoy), opacidad de valoración, *mismatch* entre activos ilíquidos y promesas de liquidez al inversor, dependencia financiera del propio banco al que pretende reemplazar y exposición concentrada en sectores cuya rentabilidad histórica está siendo reescrita por la inteligencia artificial. A ello se añade una novedad relevante: el crédito privado se ha asomado al inversor minorista a través de vehículos *evergreen* y de su distribución en redes de banca privada, lo que reconfigura el perfil de quien acaba absorbiendo las pérdidas si llegan.

Este artículo se centra en dos episodios concretos, el deterioro de las BDC en Estados Unidos

y la expansión de las SRT en Europa, para argumentar que la pregunta correcta hoy no es si el crédito privado va a desencadenar la próxima crisis, sino qué nos dice sobre el sistema en el que se ha incrustado. Tras 2008, el riesgo de crédito no se ha reducido en el agregado; ha cambiado de localización, de instrumento y de contraparte. Mapear esas rutas y entender quién absorbe las pérdidas al final del recorrido, es la tarea pendiente del supervisor en este ciclo.

El espacio que ocupa el crédito privado

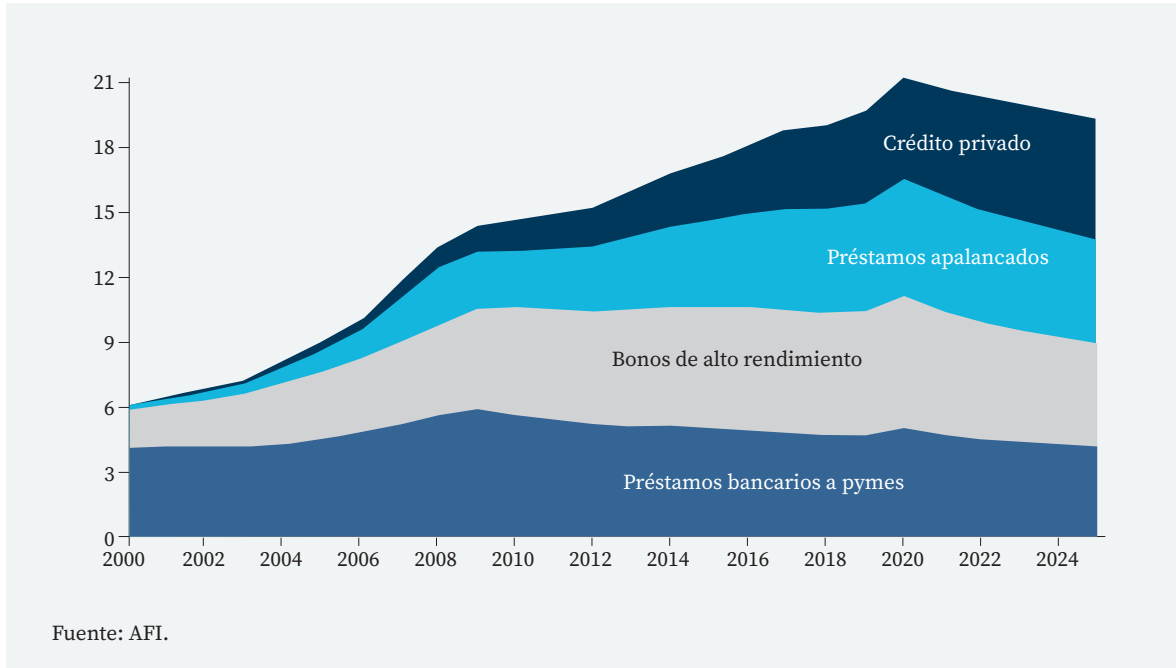
Los episodios de inestabilidad financiera rara vez se repiten con la misma morfología que los anteriores. Tras las hipotecas *subprime*, la banca en la sombra o el *commercial real estate* hoy el mercado pone el foco en el crédito privado y los fondos de inversión *semilíquidos* (*evergreen*). La tentación es comprensible; el mercado ha crecido con enorme rapidez en los últimos años, es opaco por definición, utiliza valoraciones menos contrastadas por mercado que otros segmentos y se ha convertido en un canal central para financiar empresas que antes dependían mucho más de la banca o de los mercados sindicados. Sería un error concluir que estamos ante el equivalente funcional de 2008, pero también lo sería interpretar que el crecimiento del crédito privado no plantea un problema “sistémico” solo porque los balances bancarios aparenten hoy estar mejor capitalizados que hace veinte años.

La cuestión relevante es entender el cambio en la arquitectura financiera posterior a la gran crisis financiera. Bajo esa nueva arquitectura, el riesgo de crédito no se ha reducido en términos agregados; se ha reubicado en otro tipo de balances y vehículos. En EE. UU., ese desplazamiento ha adoptado la forma de vehículos que prometen acceso a activos ilíquidos. En Europa, ha tomado con frecuencia la forma menos visible, la de una

Gráfico 1

Crédito a empresas en Estados Unidos

Porcentaje del PIB estadounidense



transferencia sintética del riesgo de crédito que permite liberar capital sin sacar el préstamo del balance. Son dos historias distintas en apariencia, pero ambas remiten a una misma pregunta: ¿quién asume realmente el riesgo cuando el crédito migra fuera del perímetro bancario?

|
Sería un error concluir que estamos ante el equivalente funcional de 2008, pero también lo sería interpretar que el crecimiento del crédito privado no plantea un problema “sistémico”
 |

El crédito privado ha cubierto un vacío estructural. Tras 2008, la regulación empujó a la banca a abandonar el modelo de originar y retener —el banco concede el préstamo y lo mantiene en

balance— en favor de un modelo de originar y distribuir, transfiriendo el riesgo a inversores institucionales. Ese giro aceleró la retirada bancaria de numerosos segmentos de financiación apalancada y del *middle market*. Al mismo tiempo, muchas empresas medianas y grandes siguieron necesitando deuda flexible, rápida y a medida. Ahí el *private credit* encontró su espacio. Además, el mercado ya no sirve únicamente a prestatarios pequeños o sin acceso alternativo; el crecimiento de las operaciones de gran tamaño y la creciente permeabilidad entre préstamo directo bilateral y mercado sindicado muestran que existe ya un continuo de financiación más que una frontera clara entre ambos mundos. El mercado de crédito privado ha crecido hasta alcanzar cerca de 1,8 billones de dólares —frente a unos 400.000 millones en 2020—, convirtiendo al *private credit* en una pieza estructural de la financiación apalancada global (gráfico 1).

Estados Unidos: cuando la liquidez prometida no encaja con el activo

En Estados Unidos, el episodio más visible tiene que ver con las BDC y, dentro de ellas, con el auge de las estructuras *evergreen*. Las BDC nacieron para financiar empresas del *middle market* que habían quedado huérfanas de crédito bancario. Durante años convivieron dos formatos: las BDC cotizadas, que ofrecen liquidez diaria a través del mercado y las clásicas BDC privadas y cerradas. En fecha más reciente, se desarrollan los vehículos *evergreen*, una BDC que promete ventanas periódicas de liquidez, normalmente trimestrales y con un tope alrededor del 5 % del valor liquidativo. Este último formato ha sido uno de los grandes motores del crecimiento reciente porque ofrece acceso a rentabilidades del crédito privado sin asumir, al menos en apariencia, el horizonte ilíquido propio de la clase de

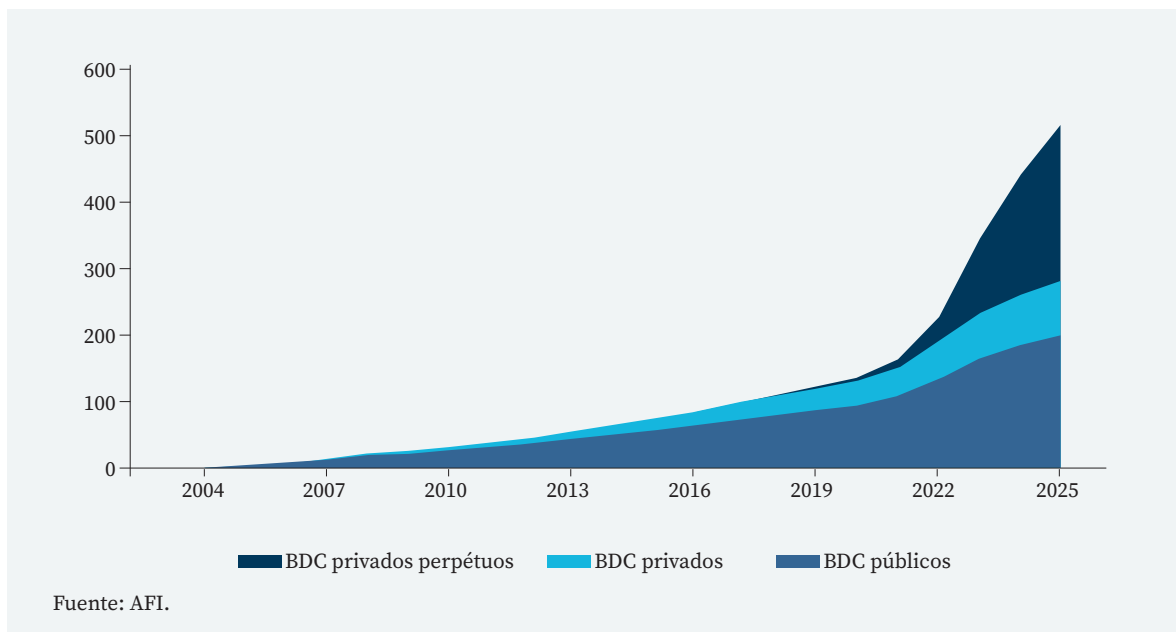
activo. Actualmente, el AUM en las BDC se sitúa en torno a 500.000 millones, de los que el 50 % corresponde a estructuras *evergreen* (gráfico 2).

Es aquí donde aparece la primera fricción. El activo subyacente sigue siendo un préstamo ilíquido, bilateral, con escaso mercado secundario y valoración frecuentemente modelizada. El pasivo, en cambio, incorpora una promesa de salida periódica. Esa asimetría se vuelve delicada cuando la BDC cotizada empieza a mandar una señal de precio distinta a la valoración de las no cotizadas. Eso es lo que ha ocurrido en Estados Unidos, donde las BDC cotizadas han llegado a negociarse con descuentos cercanos al 20 % respecto a su NAV. Para un inversor en un vehículo *evergreen*, ese descuento sugiere que la valoración interna de su fondo quizá no coincide con el precio de mercado. En ese punto, la ventana de liquidez se convierte en una opción valiosa.

Gráfico 2

Direct Lending BDC AUM

Miles de millones de dólares



De ahí el aumento de las solicitudes de reembolso y la activación efectiva de *gates* por parte de algunas de las mayores gestoras.

Es importante subrayar que esos límites de liquidez no son la prueba de un fallo. Son justamente la defensa diseñada para impedir una venta forzada de activos ilíquidos a precios de estrés. La cuestión de fondo no está en los *gates* en sí, que cumplen su función, sino en una comercialización que ha podido transmitir al inversor minorista una expectativa de liquidez superior a la que el activo subyacente puede sostener.

|
*El deterioro se aprecia mejor
cuando se amplía el foco
e incluye reestructuraciones,
extensiones de vencimiento,
capitalización de intereses o fórmulas
de payment-in-kind*
|

La segunda fricción tiene menos que ver con la forma del vehículo y más con la calidad del crédito subyacente. El sector del *software* ha concentrado una parte muy relevante del crecimiento del crédito privado en la última década, llegando a representar más del 20 % de las carteras actualmente. La lógica era impecable en entorno de tipos bajos: negocios de alto crecimiento, márgenes elevados, ingresos recurrentes y poca necesidad de inversión física. Sin embargo, el sector hoy se enfrenta a serias vulnerabilidades. La primera es que muchas de esas compañías deberán refinanciar deuda en los próximos dos años en un entorno de tipos y *spreads* más exigente. La segunda es la inteligencia artificial y cómo está alterando las expectativas sobre la sostenibilidad del modelo de negocio. Además, al ser un negocio *asset light*, algo positivo en un principio, pues reducía la necesidad de inversión física, hoy se convierte

en otra vulnerabilidad, al ofrecer tasas de recuperaciones más bajas en caso de impago.

Por eso conviene desconfiar de una lectura demasiado complaciente de las tasas de *default*. Las cifras agregadas de impago efectivo siguen siendo relativamente contenidas. Pero el deterioro se aprecia mejor cuando se amplía el foco e incluye reestructuraciones, extensiones de vencimiento, capitalización de intereses o fórmulas de *payment-in-kind*. Si se mira solo el *default* estricto, apenas superan el 2 %; si se incluyen también esas prácticas, la tasa podría superar el 6 %. Preocupa también el aumento del peso de intereses devengados y no cobrados en algunas BDC, que se sitúa en niveles de un 6 % sobre los ingresos de las estructuras (gráfico 3).

Ahora bien, sería tan equivocado convertir esta fotografía en una profecía de colapso como minimizarla. La evidencia más reciente no apunta a un episodio sistémico inminente. La propia experiencia histórica del crédito privado muestra pérdidas acotadas fuera de la gran crisis financiera, y otros indicadores todavía no sugieren un deterioro brusco. Además, la elevada exposición al *software* no es exclusiva del préstamo privado; también aparece, aunque con menor intensidad, en los mercados sindicados y en parte del universo *high yield*. Esto limita la tentación de presentar el problema como algo idiosincrático del *private credit*. El cuadro actual es más compatible con una corrección cíclica y sectorial, agravada por fricciones de liquidez, que con un episodio de naturaleza sistémica.

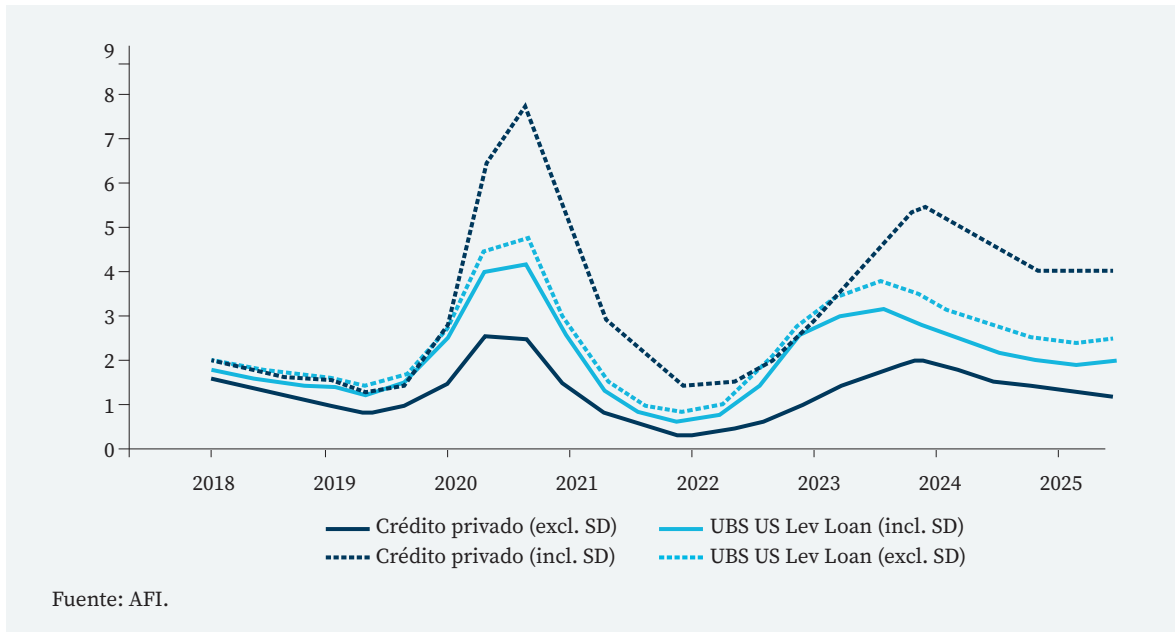
Europa: transferencia de riesgo sin salir del balance

Europa presenta un perfil distinto. Aquí el ángulo central no ha sido tanto la liquidez prometida al inversor final como la ingeniería de

Gráfico 3

Defaults efectivos e incluyendo reestructuraciones y PIK

Tasa en porcentaje



capital de la propia banca a través de las SRT (*synthetic risk transfers*). El préstamo permanece en balance, pero el banco transfiere a inversores el tramo junior y, con ello, reduce activos ponderados por riesgo y libera capital regulatorio. A diferencia de la BDC, el inversor no compra una exposición directa al préstamo. La diferencia con una titulización tradicional es que el activo no sale del balance del banco. Esto altera de forma sustancial el foco del riesgo. En Europa, el problema no es que un vehículo ofrezca liquidez sobre un activo demasiado ilíquido; es que un banco pueda mejorar su ratio regulatorio sin desprenderse del crédito y sin reducir en la misma proporción la vulnerabilidad del sistema.

En Europa, el problema no es que un vehículo ofrezca liquidez sobre un activo demasiado ilíquido; es que un banco pueda mejorar su ratio

regulatorio sin desprenderse del crédito y sin reducir en la misma proporción la vulnerabilidad del sistema.

El crecimiento del mercado habla por sí solo. El saldo vivo de préstamos corporativos transferidos sintéticamente en la eurozona ha pasado de unos 60.000 millones de euros en 2018 a más de 300.000 millones a finales de 2024. La mediana del tramo junior vendido ronda el 15 %. Ese *stock* habría liberado entre 20.000 y 25.000 millones de euros de capital Tier 1. Son cifras relevantes, aunque su interpretación exige matiz. Desde una perspectiva agregada, el BIS subraya que la protección aportada por SRT equivalía, a finales de 2024, a alrededor del 2 % o menos de los préstamos totales y que el alivio medio de CET1 rondaba los 40 puntos básicos. Visto así, el mercado sigue siendo pequeño frente al tamaño del sistema bancario. Sin embargo,

aunque a nivel de sistema, el mercado puede seguir siendo acotado; a nivel de entidades, puede ser importante.

Lo que más inquieta al supervisor no es, por tanto, el tamaño aislado del mercado, sino los incentivos que genera. El trabajo reciente del BCE aporta aquí una evidencia valiosa. Los bancos no parecen seleccionar al azar qué préstamos incorporan a las SRT. Tienen a transferir aquellos activos especialmente “eficientes” desde el punto de vista regulatorio, es decir, préstamos que consumen mucho capital en relación con su riesgo económico. Esto significa que el capital liberado puede reutilizarse sin que la capacidad efectiva de absorción de pérdidas mejore en la misma proporción. El banco puede acabar con una ratio regulatoria más cómoda, pero con un balance que, en términos económicos, no es más robusto. Además, una vez transferido el riesgo, se debilitan los incentivos a monitorizar al prestatario. El BCE encuentra reducciones significativas en la frecuencia con la que los bancos actualizan sus probabilidades de impago para las exposiciones transferidas.

Por otro lado, una parte de los inversores que compran riesgo en SRT mantiene, además, relaciones crediticias con bancos. En la muestra analizada por el BCE, los bancos son más propensos a vender riesgo a inversores a los que también conceden crédito, y una parte relevante de esas inversiones parece financiarse, directa o indirectamente, con deuda bancaria. Esto no implica que exista un bucle “diabólico”, pero sí indica que el riesgo transferido puede reingresar en el sistema por otra puerta. El BIS denomina a este fenómeno “círculos de riesgo”: el crédito sale en términos formales del perímetro bancario, pero vuelve como exposición a fondos, aseguradoras o vehículos financiados por bancos. Si a ello se añade el riesgo de *rollover* —las SRT vencen y, para mantener el alivio de capital, deben

renovarse—, la circularidad se vuelve más preocupante en fases de estrés.

En otras palabras, la versión europea del problema no es la de un vehículo abierto enfrentado a una ola de reembolsos, sino la de un sistema que puede estar generando una apariencia de transferencia de riesgo mayor que la transferencia real. Mientras la financiación es abundante, los inversores aceptan el tramo subordinado y el regulador reconoce el alivio de capital, el mecanismo funciona con normalidad. Pero si cambian el apetito por riesgo, el coste de protección o la tolerancia supervisora, parte de ese riesgo puede volver, y hacerlo en un momento en el que el banco ya ha desplegado el capital liberado en nuevo crédito o distribución al accionista. Ahí la prociclicidad se vuelve evidente.

Lectura sistémica y agenda supervisora

El riesgo sistémico, por tanto, no reside solo en una hipotética oleada de *defaults* en *private credit*, sino en la posibilidad de que una perturbación sectorial o una pérdida de confianza obligue a vender activos, restringir financiación o cerrar canales de refinanciación en varios segmentos a la vez.

En Estados Unidos, la combinación de descuentos frente a NAV, puertas de salida limitadas y deterioro gradual del crédito más expuesto a *software* y refinanciación plantea una prueba de estrés sobre la promesa comercial de liquidez periódica. En Europa, la expansión de las SRT plantea dudas sobre hasta qué punto la optimización de capital puede generar balances aparentemente más cómodos, pero más dependientes de inversores no bancarios y más sensibles al cierre de ese mercado. Y, por encima de ambos casos, la gran cuestión es si el sistema financiero en su conjunto es hoy más transparente y capaz de absorber pérdidas sin apoyo público explícito.

Para ello, es necesario avanzar en mejorar el acceso a la información sobre valoraciones, usos de PIK, refinanciaciones aplazadas, concentraciones sectoriales, exposiciones cruzadas entre bancos y vehículos no bancarios. Además, hacen falta pruebas de estrés verdaderamente sistémicas, no solo por entidad. El supervisor debe entender no solo qué le pasa a cada banco o a cada fondo por separado, sino qué ocurre cuando un *shock* obliga a todos a demandar liquidez al mismo tiempo. Por último, conviene resistir la pulsión desreguladora. Ya no basta con mirar el

default publicado o la rentabilidad objetivo del fondo. Hay que seguir las señales menos visibles, como la distancia entre precio y valor liquidativo en los comparables cotizados; el peso creciente de intereses capitalizados; la proporción de ingresos no cobrados; la concentración en sectores con baja recuperación; el calendario de vencimientos; la dependencia de recapitalizaciones del *sponsor*; y, en Europa, la magnitud del alivio de capital que ciertas entidades están obteniendo gracias a las SRT y su grado de dependencia futura de ese mercado.

Conclusiones

La moraleja, en el fondo, es sencilla. El crédito privado ha aportado financiación allí donde la banca se retiró, pero precisamente porque ya es una pieza estructural del sistema, exige más rigor de balance agregado y menos narrativa de *marketing*. La pregunta correcta no es si el riesgo salió del banco, sino dónde reaparece cuando sube la tensión. En las BDC estadounidenses, reaparece como conflicto entre liquidez prometida y activo ilíquido. En las SRT europeas, como posible circularidad entre alivio de capital, menor monitorización y dependencia de inversores no bancarios. En ambos casos, la conclusión es la misma, el riesgo no ha desaparecido; ha cambiado de dirección y de forma.

Las crisis rara vez vuelven con el mismo traje. Después de 2008, el sistema se hizo más seguro en algunos de sus puntos más visibles, pero también desplazó riesgo hacia zonas menos transparentes y más difíciles de disciplinar. Eso no condena al crédito privado, pero sí obliga a abandonar la idea de quienes creen que todo crecimiento fuera del banco es sinónimo de innovación saludable y la de quienes piensan que todo lo opaco desemboca necesariamente en un colapso inmediato. Entre ambas simplificaciones hay un terreno más incómodo, pero también más útil: el de entender cómo se conectan hoy liquidez, capital, valoración y supervisión en un sistema donde lo importante es quién absorbe finalmente las pérdidas cuando la confianza se desvanece, más que quién concede el crédito.

