



Reflexiones semanales de Mercado

La época dorada de la industria de deuda privada

El crédito privado ha ganado mucho reconocimiento después de obtener resultados sobresalientes en los dos años anteriores. ¿Qué le depara a esta clase de activos en lo que queda del 2024?



Por Alejandro Lara

Product Manager - Activos privados
Insigneo

La época dorada de la industria de deuda privada

Los años 2022 y 2023 marcaron una época dorada para los fondos de deuda privada. A medida que las tasas de interés subieron aceleradamente en cuestión de meses, los bancos recortaron la emisión de préstamos corporativos, lo que impulsó a los fondos privados a llenar parte del vacío dejado por su ausencia. Al mismo tiempo, la incorporación de estructuras más amistosas permitió que más inversores del segmento *retail* participaran en el espacio. En 2023, nuestro universo disponible de fondos de deuda privada generó retornos y distribuciones que en algunos casos superaron al 10%, retornos más similares a los del principal adquirente de dicha deuda: la industria del capital privado- o *private equity* por su nombre en inglés-.

En medio de este ambiente surgieron temores en torno a la posibilidad de un aumento sustancial en los incumplimientos por parte de los acreedores de dichos fondos privados. Hasta ahora, estas preocupaciones no se han materializado. De hecho, las tasas de impago se han mantenido bajo control y, en el caso de la mayoría de los fondos que analizamos, se han mantenido cómodamente por debajo del nivel del índice LSTA, un índice que mide el rendimiento de la industria de préstamos apalancados¹.

¹ El índice LSTA, es un índice ponderado por valor de mercado que mide el desempeño del mercado de préstamos apalancados de EE. UU.

Esto es el resultado de las prácticas de los fondos de deuda privada, quienes le requieren a las empresas utilidades en exceso con respecto a los intereses a pagar, márgenes amplios de capital y cláusulas estrictas en los contratos crediticios, las cuales exigen un seguimiento constante de las finanzas del deudor. El rendimiento de los portafolios de préstamos también puede atribuirse a un entorno económico muy favorable, que ha impulsado un crecimiento constante de las utilidades corporativas, compensado el mayor costo de la deuda.

Por el otro lado, y siendo objeto a críticas, los fondos de deuda privada han evitado mayores defaults al tener la flexibilidad de renegociar los términos con las empresas deudoras durante la vida del préstamo, una opción que no está disponible con otras formas de crédito, como ocurren en los bonos *high yield*. Estas prácticas incluyen mecanismos como el “pago en especie”, que permitiría a las empresas trasladar parte de los gastos de intereses al vencimiento.

Las preocupaciones no son recientes:

La industria de deuda privada no es una creación nueva. De hecho, algunos prestamistas corporativos han estado en el negocio desde principios de la década del 2000. Sin embargo, la Gran Crisis Financiera y la incorporación de requisitos de capital más estrictos para los bancos como resultado de la Ley Dodd-Frank, impusieron restricciones adicionales a la capacidad del sector bancario para prestar a las empresas. La industria de deuda privada fue un beneficiario directo de estas nuevas reglas, allanando el camino hacia su estado actual. Actualmente se estima que el mercado de deuda privada tiene un tamaño cercano al de la industria de bonos *high yield*,

con más de mil millones de dólares de préstamos en circulación. Con un crecimiento tan acelerado, las preocupaciones sobre la calidad de los préstamos ya estaban siendo resaltadas por los medios financieros mucho antes de 2020, cuando la tasa libre de riesgo estaba cerca de cero.

Sin embargo, la industria demostró ser resistente y mantuvo bajo control los eventos de impago, incluso después de ser puesta a prueba por las restricciones producto del Covid.

La industria del capital privado y los bancos:

La mayoría de los fondos de deuda privada se centran en financiar compras apalancadas (o LBOs, por sus siglas en inglés) patrocinadas por fondos de capital privado. Esto significa que las empresas que reciben el préstamo están siendo adquiridas por un fondo de capital privado, y el prestamista proporciona la deuda con el fin de financiar una parte del precio de adquisición. Esta característica es intencional. La mayoría de los fondos de deuda prefieren trabajar con fondos de capital privado debido al volumen de oportunidades (los fondos de capital privado suelen cerrar múltiples acuerdos cada año), además de que suelen mantener capital en reservas para rescatar a empresas en sus portafolios que puedan estar atravesando dificultades financieras temporales.

Los LBOs han sido utilizados por la industria del capital privado desde principios de los años ochenta y los bancos siempre han desempeñado un papel importante como proveedores de capital. Sin embargo, estas transacciones han evolucionado naturalmente con el tiempo. Con el crecimiento de los préstamos privados, una parte importante de la financiación de los LBOs la proveen actualmente los fondos privados. Aunque los fondos de deuda privada

son reconocidos por financiar operaciones relativamente pequeñas, la industria hoy en día participa en grandes operaciones que exceden miles de millones de dólares, las cuales, contrario a la creencia popular, ya no son exclusivas de los bancos comerciales o de inversión. De hecho, con el aumento de las tasas de interés en 2022, los bancos efectivamente dejaron de prestar a LBOs a través de préstamos sindicados amplios (BSL en inglés por *Broadly Syndicated Loans*), lo que empujó gran parte de la demanda de capital hacia los fondos privados.

De igual manera, vale la pena analizar por qué los bancos estuvieron en gran medida ausentes en los préstamos corporativos durante 2022 y 2023. En primer lugar, cuando los rendimientos de las notas del Tesoro subieron al 5%, los bancos tuvieron la oportunidad de reducir el riesgo en sus balances sin un impacto negativo a la rentabilidad. Al mismo tiempo, el cierre de bancos regionales como Silicon Valley Bank y First Republic empujó al sector bancario a aumentar la liquidez en preparación a un riesgo de contagio (que afortunadamente se mitigó gracias a la intervención de la reserva federal). También hay que tomar en consideración que la demanda de préstamos apalancados por parte de los inversores institucionales se paralizó, incluyendo gestores de fondos mutuos tradicionales, ya que los bancos solo mantienen una pequeña fracción de estos préstamos en su balance y venden el resto.

El hecho de que los bancos puedan desacelerar su emisión de créditos a discreción (y las repercusiones que eso tiene para la economía) habla del papel que desempeña la industria de deuda privada en el

ecosistema financiero actual. Mientras que los bancos pueden redirigir su atención a otros tipos de activos rentables, los fondos de deuda privada se enfocan únicamente en prestar capital a empresas. Adicionalmente, mientras que los depósitos a plazo y las inversiones en fondos mutuos mantienen liquidez diaria, contractualmente el capital de los inversores en fondos privados está orientado al largo plazo, en mayor consonancia con la duración y la naturaleza ilíquida de los préstamos subyacentes.

Exploremos el 2024

Después de dos años muy positivos para los fondos de deuda privada, en términos de formación de capital y desempeño general, este año la industria enfrenta algunos desafíos familiares. Para empezar, los bancos han reanudado la actividad crediticia y nuevamente están emitiendo préstamos apalancados a través del mercado de BSL. En segundo lugar, el desempeño superior del espacio ha atraído capital sustancial. Además, la desaceleración actual en la industria del capital privado, *private equity*, ha empujado a los múltiples fondos de deuda a competir agresivamente, refinanciando préstamos y apoyando actividades de crecimiento de las empresas en sus portafolios antes que financiar adquisiciones de nuevas empresas.

La dinámica actual ha causado una compresión en las tasas. Tanto los préstamos directos como los préstamos apalancados bancarios se emiten a SOFR²+ un diferencial (*spread*). En el negocio de préstamos de empresas medianas, específicamente

² La tasa de financiación garantizada a un día (SOFR) es una medida amplia del costo de pedir prestado efectivo a un día garantizado por valores del Tesoro.

los préstamos emitidos a empresas que generan entre \$50 y \$90 millones en flujo de caja libre, ese diferencial alcanzó los 650 puntos básicos (6.50%) para los préstamos garantizados de mayor calidad “senior” durante el pico de 2022-2023. Sin embargo, ha retrocedido al rango histórico “normal” de 475-500 puntos básicos, según conversaciones con diferentes fondos. Esa compresión del diferencial ciertamente se está sintiendo a medida que las distribuciones de efectivo han disminuido de manera correspondiente.

También es interesante observar la competencia entre los bancos y los fondos privados. Los fondos privados reiteran que mantienen ciertas ventajas competitivas, incluida la velocidad, la simplicidad, la voluntad de emitir cheques más pequeños y la alineación en los objetivos en relación con un préstamo bancario. Por ejemplo, los BSL requieren una calificación de agencia, mientras que un préstamo directo no lo necesita. Además, los fondos de deuda privada pueden emitir créditos rotativos (*revolver*) para financiar las actividades diarias y pueden estructurar préstamos a plazo con extracción diferida, que permiten retirar los fondos en tramos, mientras que los BSL no brindan estas facilidades.

Por otro lado, y desde la perspectiva de los fondos de capital privado, la opinión sobre quién es el socio preferido difiere. Los BSL pueden dar cabida a transacciones más grandes, son menos costosos en términos de tasas de interés e incluyen cláusulas más débiles, lo que implica menor control por parte del

prestamista. Como resultado, los fondos de capital privado más grandes suelen considerar a la industria de BSL como su fuente preferida para financiar la actividad de fusiones y adquisiciones.

Hasta ahora y bajo estas circunstancias, el rendimiento de la industria ha podido mantener un diferencial saludable en relación con los bonos *high yield*. Aunque los altos rendimientos de doble dígito de 2023 ya son cosa del pasado, 2024 está resultando ser un año positivo en general para los fondos de deuda privada. Sin duda, el recorte de tasas de interés de la semana pasada por parte de la Reserva Federal tendrá un impacto en las distribuciones; sin embargo, esto afecta a los rendimientos de todas las categorías de renta fija. Por otra parte, las tasas de interés más bajas tienen una gran cantidad de beneficios para los préstamos directos, incluida una menor carga en los intereses de la deuda (reduciendo los temores de un potencial aumento en defaults) y la expectativa de que la actividad en la industria de capital privado repunte en relación con la primera mitad de 2024.

La era dorada del crédito privado puede haber terminado, pero la clase de activos aún brilla.



Click or scan this code
to access more insights at
insigneo.com/insights

Important Legal Disclaimer

Insigneo Financial Group, LLC comprises a number of operating businesses engaged in the offering of brokerage and advisory products and services in various jurisdictions, principally in Latin America. Brokerage products and services are offered through Insigneo International Financial Services, LLC, headquartered in Puerto Rico, and through Insigneo Securities, LLC, headquartered in Miami. Both are members of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and Securities Investors Protection Corporation (SIPC) <https://www.sipc.org/>. Investment advisory products and services are offered through Insigneo Advisory Services, LLC, an investment adviser registered with the Securities and Exchange Commission. In Uruguay, advisory services are offered through Insigneo Asesor Internacional S.A, Insigneo Gestor Internacional S.A, Insigneo Asesores de Inversion Latam, SRL, and Insigneo Asesores de Inversion de Uruguay, SRL, in Argentina through Insigneo Argentina, SAU, and in Chile through Insigneo Asesorías Financieras, SPA. Collectively, these nine operating businesses make up the Insigneo Financial Group. To learn more about the Broker Dealers including their conflicts of interest and compensation practices, please go to <https://insigneo.com/disclosures/> or via www.finra.org. To learn about Insigneo Advisory Services, LLC and any conflicts related to its advisory services, please see its Form ADV and brochure which can be found at Investment Advisor Public Disclosure website <https://adviserinfo.sec.gov/>

FOR AFFILIATES LOCATED IN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC, o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital.

La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA

la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC, o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

FOR AFFILIATES LOCATED IN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

FOR AFFILIATES LOCATED IN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC, o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC, o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.