

***Direct lending* como alternativa de financiación en el contexto europeo actual**

Direct lending as a financing alternative in the current European context

Alejandro LLORENTE ARREDONDO

Universidad Complutense de Madrid
alejllor@ucm.es
ORCID 0009-0004-0911-8686

Carlos RAMOS JUÁREZ

Universidad Complutense de Madrid
carlos.ramos@ccee.ucm.es
ORCID 0000-0002-2945-117

Recepción: Septiembre 2025
Aceptación: Marzo 2026

RESUMEN

El análisis de las alternativas de financiación no tradicionales, y en particular de los préstamos directos, adquieren especial relevancia en el contexto actual, marcado por el endurecimiento de las restricciones regulatorias y la limitada integración de los mercados de capitales en la Unión Europea. El artículo comienza con la exploración de su origen, evolución y posicionamiento dentro del ecosistema más amplio de la financiación alternativa. A continuación, se examinan sus principales características, estructura, procesos, agentes intervinientes y los riesgos asociados a este modelo de financiación. El estudio también busca proporcionar un análisis práctico mediante el estudio de dos casos reales del sector energético, con el fin de identificar los factores que contribuyen al éxito o fracaso. Se concluye con la importancia de esta fuente de financiación para canalizar recursos hacia empresas con potencial de crecimiento, especialmente aquellas que enfrentan dificultades para acceder a los sistemas financieros tradicionales. Además, se destaca la trascendencia del flujo de caja operativo para la sostenibilidad de estas operaciones de financiación.

Palabras clave: Préstamos directos, Financiación alternativa, Deuda privada, Riesgos financieros, Europa.

Clasificación JEL: G23, G32.

ABSTRACT

The analysis of non-traditional financing alternatives, with a particular focus on direct lending and its role in the current context of increasing regulatory constraints and the limited integration of capital markets in the European Union, is especially important. The study begins with an exploration of its origin, evolution, and positioning within the broader alternative financing ecosystem. It then examines its key characteristics, structure, processes, involved agents, and the risks associated with this financing model. The study also aims to provide a practical analysis through the study of two real-world cases from the energy sector, in order to identify the factors that contribute to success or failure. The analysis concludes with the importance of this financing source for channeling resources to companies with growth potential, particularly those facing difficulties in accessing traditional financial systems. Furthermore, it highlights the importance of operating cash flow for the sustainability of these financing operations.

106

Keywords: Direct Lending, Alternative financing, Private debt, Financial Risks, Europe.

JEL Classification: G23, G32.



1. INTRODUCCIÓN

Uno de los principales retos de la economía europea, caracterizada por un crecimiento lento, un mercado de capitales poco desarrollado y un entorno de financiación tradicional más restrictivo tras la crisis debido al aumento de la regulación, es la situación de vulnerabilidad en la que se encuentra la PYME, columna vertebral de la economía, para acceder a financiación y, con ello, apoyar el crecimiento europeo.

Si bien fomentar el nacimiento de nuevas startups es clave para asegurar la transformación económica a largo plazo, resulta igualmente importante que, una vez hayan madurado sus modelos de negocio, estas empresas tengan acceso a financiación para desarrollar sus proyectos. El crecimiento sostenible de una economía no depende únicamente del número de PYMEs existentes, sino también de su capacidad para escalar, innovar y consolidarse como actores relevantes en sus respectivos sectores.

Por esta razón, se ha llevado a cabo el estudio del direct lending o préstamos directos, una forma de financiación alternativa relevante dentro de la deuda privada con un menor número de estudios que otras fuentes de financiación, y que puede representar una solución para un mercado de capitales que demanda mayor volumen y flexibilidad.

107

Por lo tanto, los objetivos fundamentales de esta investigación son dos. En primer lugar, analizar la evolución y las características del direct lending, con el fin de contextualizar esta alternativa de financiación y su encaje dentro del actual espectro financiero. En segundo lugar, se lleva a cabo un análisis empírico de dos casos reales, con el objetivo de complementar el estudio teórico y profundizar en los riesgos y factores clave que determinan el éxito o el fracaso de esta modalidad de financiación.

Este trabajo contribuye a la literatura sobre financiación alternativa en Europa en tres dimensiones principales: proporciona una revisión actualizada del mercado europeo de direct lending, aporta evidencia empírica mediante el análisis de dos casos reales e identifica factores financieros críticos de éxito en este tipo de operaciones.

El presente estudio se estructura en nueve apartados, agrupados en tres partes diferenciadas. En la primera parte se aborda el origen, la evolución y el contexto del direct lending dentro del conjunto de alternativas de financiación. La segunda parte recoge las principales características de este instrumento, las estructuras de financiación y operaciones más comunes, el proceso de financiación, los agentes intervinientes y los principales riesgos asociados, finalizando con un resumen de sus ventajas e inconvenientes. Por último, la tercera parte incluye un análisis empírico de dos casos reales pertenecientes al sector energético, uno de éxito y otro de fracaso, con el objetivo

de extraer conclusiones relevantes sobre los factores que influyen en los resultados de esta modalidad de financiación.

2. ORIGEN Y EVOLUCIÓN

Históricamente Europa ha contado con una gran dependencia a la financiación bancaria, las empresas encontraban esta vía ante la facilidad al crédito y un mercado de capitales de la Unión Europea poco desarrollado. Con la llegada de la crisis de 2008 y con los problemas que presentó la banca para mantener los niveles de crédito a las empresas, éstas tuvieron que diversificar sus fuentes de financiación dando entrada a la financiación alternativa en sus balances. El mercado ha experimentado una expansión que va mucho más allá de los actores tradicionales.

Tras la crisis, el sector financiero ha estado sometido a una presión considerable y un enfoque prudencial en la última década, con la ejecución de las propuestas de reforma de la regulación bancaria por los Acuerdos de Basilea III¹ en 2010 que exigía al sector bancario unos niveles de capital y de exposición al riesgo, que limitaría el acceso a financiación a las PYMEs, siendo el papel clave la gestión de riesgos.

108

Tabla 1: Objetivos Basilea III

<i>Objetivo</i>	<i>Descripción</i>
Adecuada solvencia de las Entidades	<ul style="list-style-type: none">• Mayor ratio de solvencia y calidad del capital.• Nuevo ratio de apalancamiento.
Sensibilidad del capital a nivel de riesgo	<ul style="list-style-type: none">• Un mayor nivel de riesgo supone mayores necesidades de capital (al igual que en Basilea II).
Evitar la prociclicidad del sistema financiero	<ul style="list-style-type: none">• Incorporación de "buffers" o colchón de capital contracíclico.• Revisión de normativa provisiones (impacto en resultados).
Establecer un marco regulatorio para liquidez	<ul style="list-style-type: none">• Establecer un nuevo marco regulatorio para la medición y control de la liquidez.
Revisión supervisora e información al mercado	<ul style="list-style-type: none">• Mayor transparencia al mercado. Coordinación y homogeneidad en la supervisión.

Fuente: Elaboración propia

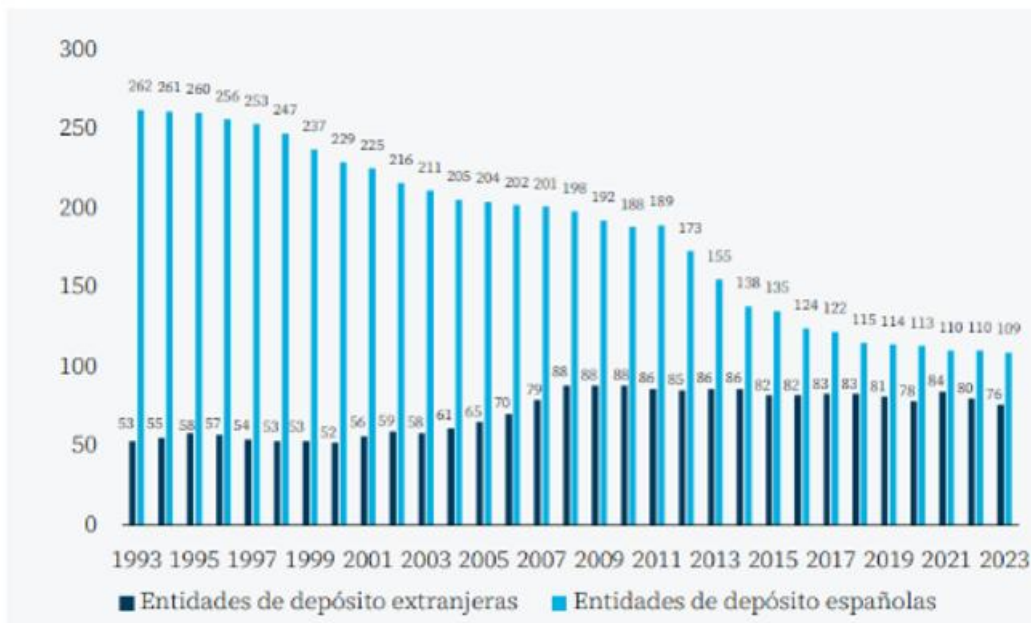
De acuerdo con los datos de Eurostat publicados por la Comisión Europea, desde 2009 el número de entidades bancarias en la Unión Europea ha ido disminuyendo de forma constante debido a las fusiones en el sector. Para 2020, se contabilizaban 5.441 bancos en



la UE, lo que representa una reducción del 33 % en comparación con 2009. Ese mismo año, Alemania concentraba el mayor número de bancos (28 % del total de la UE), seguida por Polonia (11 %), y Austria e Italia (ambos con el 9 %), lo que implica que más de la mitad de las entidades bancarias de la Unión Europea se encontraban en estos cuatro países.

En el caso de España, todo esto se acrecentó con la desaparición de las cajas de ahorro, las cuales mantenían una notable cuota de crédito para la PYME y la reducción de entidades bancarias producidas por la digitalización y un entorno de rentabilidad hacia gigantes bancarios marcados por la oleada de fusiones en los últimos años, siguiendo el entorno europeo.

Gráfico 1: Evolución del número entidades en el sector bancario español



Fuente: Retos de la banca española cincuenta años después de la liberalización de Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández

Tal como se señala en los últimos informes anuales 2023 y 2024 del Banco de España², aunque en los últimos años se han producido avances significativos, las empresas españolas todavía presentan un acceso muy limitado a fuentes de financiación de mercado distintas a la bancaria. Esta situación representa un obstáculo importante para el crecimiento económico, especialmente cuando restringe la capacidad de inversión de compañías jóvenes e innovadoras, que, si bien cuentan con menor colateral disponible, poseen un alto potencial de desarrollo. En este contexto, resulta fundamental continuar impulsando el fortalecimiento de los mercados de capital riesgo, tanto a nivel nacional como europeo. Para lograrlo, es esencial avanzar de manera firme en la integración de los mercados de capitales dentro de la Unión Europea.

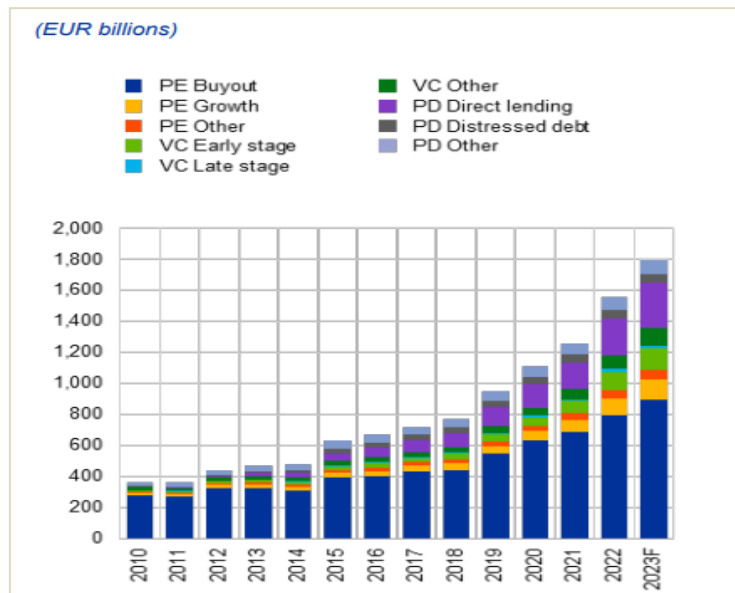
En el marco europeo, la evolución en las últimas décadas anteriores a la crisis en el sector bancario, “habían sido bastante homogéneas debido al enfoque hacia un mercado único bancario dentro de la Unión Europea y la progresión del modelo de banca universal, la digitalización y un entorno económico cada vez más globalizado” (Liso, Balaguer, & Soler, 1996), además de la presión competitiva, la desintermediación y unos clientes con requerimientos más exigentes en cuanto al coste y flexibilidad de sus créditos.

En la última década el crecimiento del sector de las instituciones financieras no bancarias (NBFI, por sus siglas en inglés) ha tenido un gran crecimiento. En 2023, aumentó un 8,5%, más del doble del ritmo de crecimiento del sector bancario (3,3%), lo que elevó la participación de las instituciones financieras no bancarias en el total de los activos financieros mundiales al 49,1%.³

Los principios básicos para una supervisión bancaria eficaz (Basel Core Principles, BCP) han ido evolucionando como consecuencia de los rápidos avances de la tecnología y la proliferación de NBFI y hay un reconocimiento más explícito para que los supervisores permanezcan alerta a los riesgos de su actividad y el impacto potencial en el sistema financiero (Dirección General de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución del Banco de España, 2024).⁴

110

Gráfico 2: Evolución NBFI



Fuente: EU Non-bank Financial-ESRB.

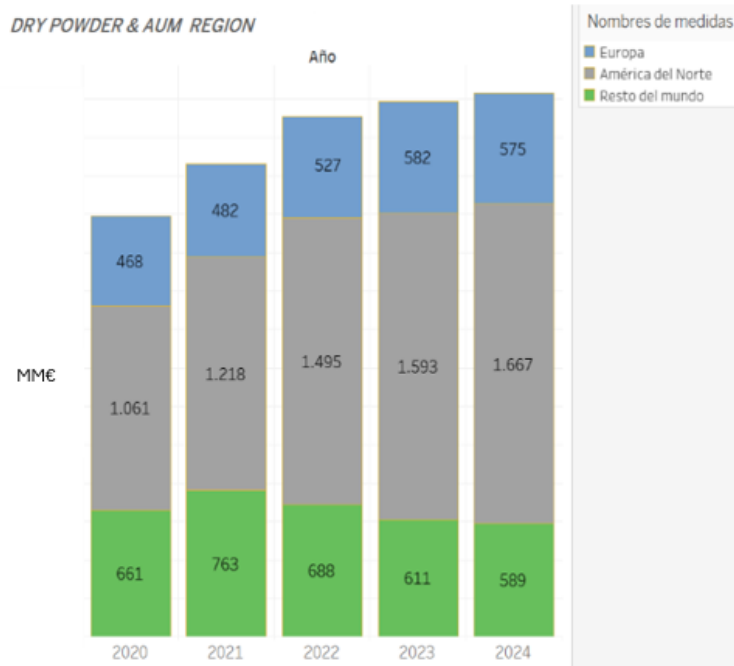
Uno de los retos para los próximos años es la inversión en innovación y el crecimiento empresarial para reducir el gap con EE. UU. y China, en el que con el consiguiente desapalancamiento bancario, la unión de mercados de capitales (UMC) y la financiación no bancaria serían los mejores preparados para financiar estas inversiones (Draghi)⁵.



En el informe anual de 2024 del BCE, Christine Lagarde (presidenta) y María Luís Albuquerque (Comisaria europea de Estabilidad Financiera) hacen hincapié en la financiación para fomentar el crecimiento. Los grandes inversores institucionales o fondos de inversión pueden invertir u originar préstamos directamente (a veces en asociación con bancos) a empresas medianas, proporcionando así una manera de promover diversificar la intermediación crediticia y aumentar las oportunidades de financiación.

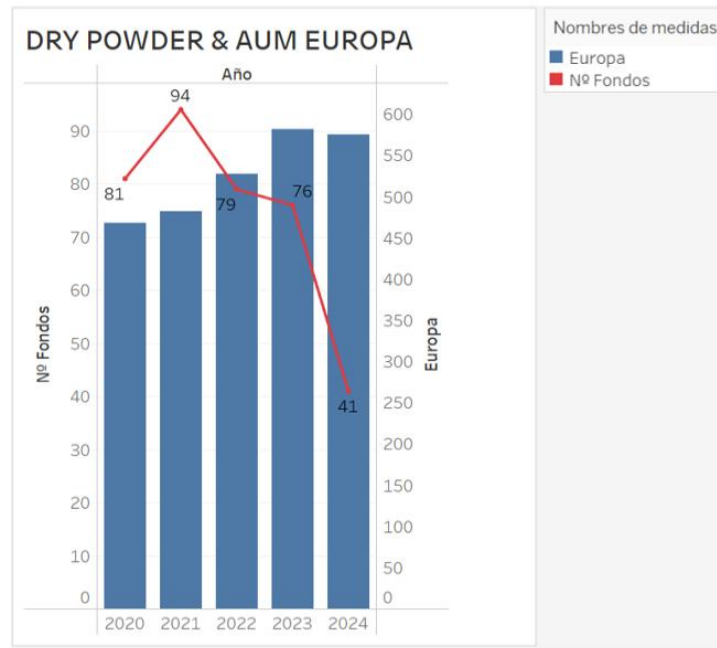
A continuación, se detalla la evolución de los recursos financieros líquidos que están disponibles para ser invertidos ('Dry Powder') y activos bajo gestión ('AUM') en el mercado de deuda⁶ junto con la evolución del número de fondos Direct Lending europeos en los últimos años:

Gráfico 3: Evolución geográfica de los recursos financieros líquidos



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de PREQUIN

Gráfico 4: Evolución de los recursos financieros líquidos en Europa



112

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de PREQUIN

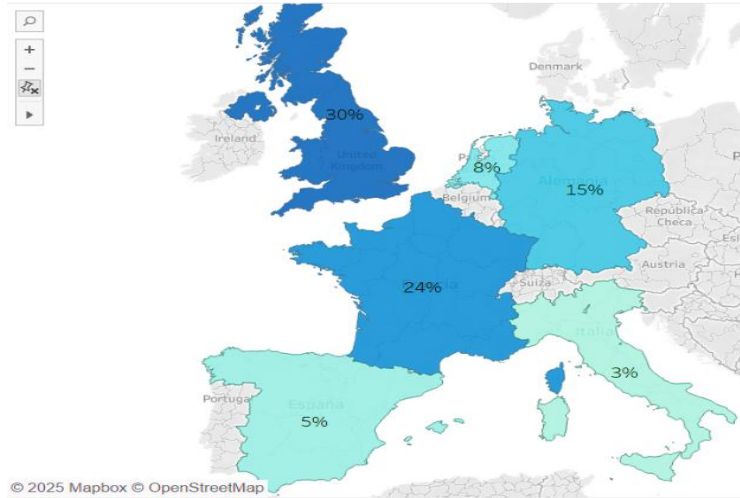
Como podemos observar el crecimiento tanto en Europa como a nivel mundial ha sido sostenido en los últimos años quedando estancado en el último año por la mayor competencia por parte de los mercados de préstamos ampliamente sindicados (BSL) y “high yield” (HY), creando una “superabundancia de capital que ha presionado los precios a la baja y ha diluido las condiciones en las operaciones de mayor volumen, hecho que no ha ocurrido en las operaciones de menor tamaño ya que los mercados BSL y HY no son accesibles”. (Klein & Manet, 2025).

El número de fondos europeos se ha reducido por una tendencia a la entrada de fondos internacionales, en las que una menor cantidad de fondos están cubriendo mayor número de operaciones que presenta el mercado.

Estas operaciones se están realizando principalmente en Reino Unido, Alemania y Francia, las cuales recogen cerca del 70% de las operaciones, aunque se está expandiendo por el Benelux, España, Italia y los países nórdicos.



Gráfico 5: Porcentaje de operación Direct Lending en Europa

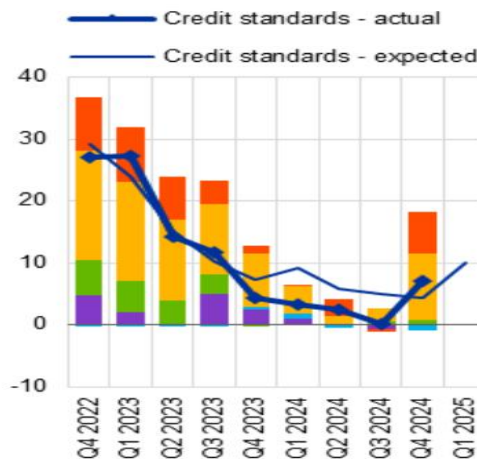


Fuente: Elaboración propia con Tableau a partir de datos Deloitte – Private Debt Deal Tracker 2024

Según la encuesta europea de préstamos bancarios de enero de 2025, las entidades de crédito de la zona del euro informaron de un renovado endurecimiento neto de los estándares crediticios⁷ para préstamos o líneas de crédito a empresas en el cuarto trimestre de 2024.

113

Gráfico 6: Evolución de estándares crediticios



Fuente: The euro area bank lending survey

Tras los puntos analizados como son la regulación bancaria, la necesidad de financiación para el crecimiento y las alternativas actuales inaccesibles para los demandantes de liquidez, nos lleva a pensar que sigue quedando abierta una brecha con una cuota de mercado intermedio que, si las condiciones futuras son favorables, podrían permitir la continuación del crecimiento de las operaciones de préstamos directos.

3. FUNDAMENTOS DEL DIRECT LENDING

3.1 Definición y contexto dentro de las alternativas de financiación

Existen diversos tipos de financiación a los que una empresa puede acceder para llevar a cabo sus proyectos. Estos dependerán de las necesidades específicas de financiación, del coste (tipo de interés, pérdida de control, etc.) y de las características propias del proyecto. Por lo tanto, cada tipo de financiación tendrá sus ventajas e inconvenientes.

En el contexto de nuestro estudio, nos centraremos en la financiación externa, en la que el titular de los fondos prestados es ajeno a la empresa, y, por lo tanto, la deuda es exigible. Esta financiación puede ser pública (como subvenciones y otros préstamos respaldados por Administraciones Públicas) o privada, que se desarrollará a continuación.

También es importante diferenciar entre la financiación tradicional proporcionada por la banca y la financiación alternativa, que generalmente proviene de instituciones financieras privadas e independientes. No obstante, cada vez son más las operaciones en las que ambos agentes colaboran conjuntamente, como en los ‘Club Deals’ (Préstamos sindicados). Incluso, tras la pandemia y el crecimiento del mercado de deuda, son muchos los bancos que han lanzado sus propios fondos de deuda privada⁸.

114

Tabla 2: Principales tipos de financiación alternativa

	<i>Capital</i>	<i>Deuda</i>
<i>Mercado</i>	Emisión de acciones (BME, AIM, SCALE...) - IPO	Emisión deuda corporativa (MARF, BONDM, Euronext...)
<i>Financiación privada</i>	Business Angels Venture Capital Private Equity	Direct Lending Préstamos respaldados por activos Venture Debt Distressed Debt Private Placements
	----- Crowdfunding	

Fuente: Elaboración propia

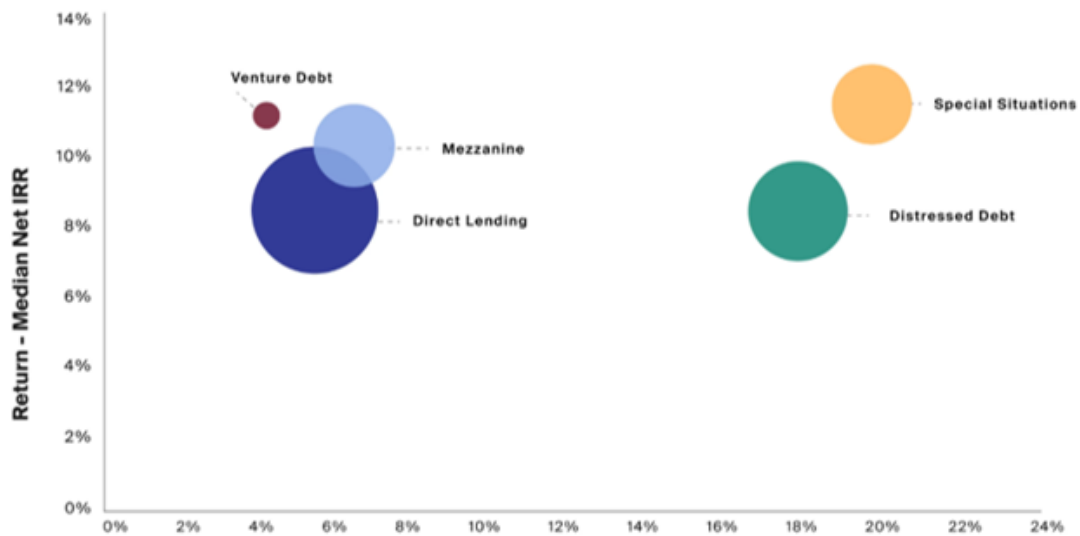
Según Ignacio Moro, los principales tipos de financiación que integran el mercado de deuda privada, ordenados de menor a mayor riesgo son:

- Préstamos respaldados por activos (“Asset-Backed Lending” o ABL): Los activos utilizados como garantía pueden ser bienes inmuebles e infraestructuras. Los riesgos se distribuyen en tramos, y el vencimiento estará ligado a la vida útil de la garantía. Estos préstamos están experimentando un alto crecimiento. Junto con la deuda inmobiliaria (“Real Estate Debt”) y la deuda para infraestructuras (“Infrastructure Debt”), que se utilizan para financiar proyectos de infraestructura a largo plazo, forman los tipos de deuda ‘según la exposición al riesgo de activos’.



- Direct Lending: Préstamos directos de inversores institucionales a empresas, sin intermediación bancaria.
“Aunque el término más frecuente es el anglosajón direct lending, este tipo de operaciones pueden ser también nombradas como “*private lending*” (préstamos privados) o “*private credit*” (crédito privado)” (Noya, Lama, & Gumà, 2023).
- Venture Debt: Préstamo ofrecido por prestamistas no bancarios que está diseñado específicamente para empresas en etapa inicial y de alto crecimiento con respaldo de venture capital. Puede ir acompañado junto con warrants (derechos para comprar acciones en el futuro) y los vencimientos son relativamente cortos (de 2 a 5 años).
- Unitranche debt (tramos): Combina diferentes clases de deuda (garantizada y no garantizada) en un único préstamo, con una tasa de interés que refleja la combinación de clases de deuda. La deuda resultante suele clasificarse entre la deuda sénior y la deuda subordinada.
- Mezzanine loans (entresuelo): Se encuentra entre la deuda senior y el capital propio en la estructura de capital de una empresa. La deuda Mezzanine incorpora una serie de cláusulas que permiten intercambiar la deuda por capital a través de opciones. Por lo general, este tipo de deuda se presenta en forma de bono con un interés y vencimiento definido a lo que se añade alguna forma de acción apalancada o bonificada. Este tipo de acción apalancada o bonificada pueden ser opciones, warrants o cualquier tipo de activo financiero de las mismas características.
- Distressed Debt: Deuda de empresas en dificultades financieras, comprada por inversores con descuento para aprovecharse de la reestructuración.
- Special situations: Inversiones en empresas que atraviesan cambios estratégicos o eventos que pueden afectar su valor, como fusiones, adquisiciones, o cambios regulatorios.
- Private Placements o colocaciones privadas: Emisión de bonos privados para un grupo selecto de inversores, sin oferta pública. Esta venta de títulos puede ser de deuda o de capital. Permite estructuras personalizadas por el emisor.

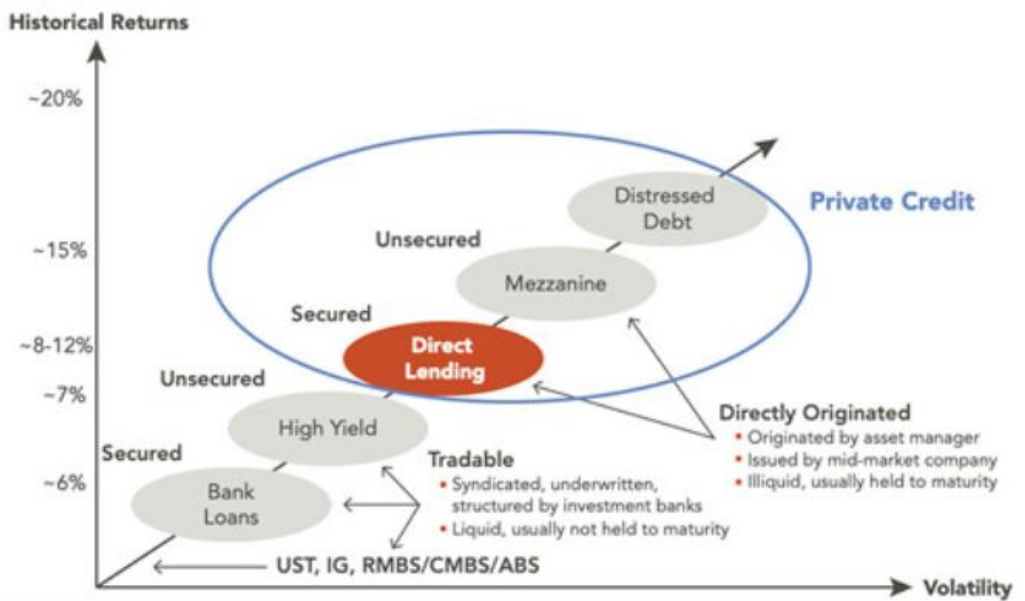
Gráfico 7: Rentabilidad-Riesgo de la deuda privada por tipos de financiación



Fuente: Cais Group a partir de datos de Prequin Pro

116

Gráfico 8: Posicionamiento Direct Lending en el Mercado



Fuente: Investment Perspectives - Marquette Associates (2016)

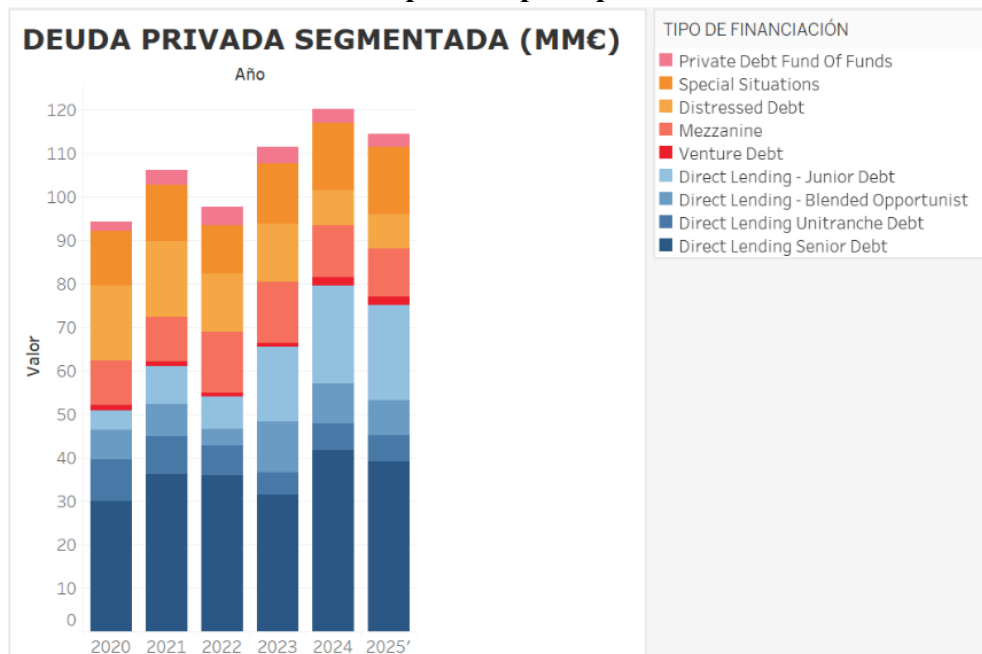
En el ámbito de la deuda privada, existen diversas modalidades de financiación que, en determinadas circunstancias, pueden contemplar la conversión de la deuda en capital. No obstante, en el contexto del Direct Lending, dicha conversión se considera, por lo general, una medida excepcional, reservada para situaciones en las que se produce un incumplimiento por parte del deudor.



A diferencia de otras estructuras, como el asset-backed lending, en las que el préstamo está respaldado por activos concretos, el Direct Lending desde la forma más tradicional se caracteriza por establecer garantías sobre el conjunto del patrimonio empresarial del prestatario, siempre y cuando dichos activos no se encuentren ya afectados por otras obligaciones previas.

Suele asociarse con estructuras de financiación basadas en la capacidad del negocio para generar flujos de caja, lo que se conoce como “cash-flow lending” (unsecured), aunque en algunas ocasiones puntuales es posible encontrar configuraciones en las que el préstamo se articula sobre activos específicos (secured). Estas modalidades, que se aproximan al asset-backed lending, ofrecen una mayor protección al prestamista al estar respaldadas por colaterales claramente identificables. Asimismo, estas estrategias de financiación se orientan hacia sectores específicos, como el sanitario o el aeronáutico, permitiendo así una adaptación más precisa de las estructuras de deuda a las particularidades de cada industria.

Gráfico 9: Deuda privada por tipo de financiación



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Prequin

Los préstamos directos son, con diferencia, el segmento dominante dentro del crédito privado (más del 50% de los fondos totales recaudados en 2024 y así seguirá siendo según las estimaciones de operaciones del 2025 de Prequin en Europa).

Como podemos observar, son diferentes las estructuras utilizadas en los préstamos Direct Lending, según el riesgo al que esté dispuesto a asumir el inversor, siendo la Senior (también conocida como ‘*First Lien*’) la de mayor rango en cuanto a las garantías de

cobro sobre la Junior (‘*Second Lien*’), y tipologías mixtas como la *Unitranche (tramos)* y *Blended*.

Tabla 3: Prelación de cobro de los instrumentos financieros

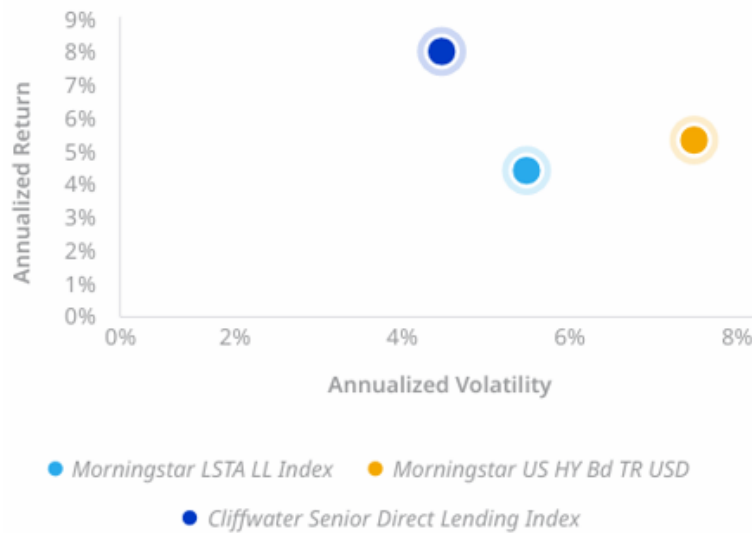
P D R E L C O B R O	↑	Deuda Subordinada	High Yield (<“Investment Grade”)
			Mezzanine (Crecimiento o adquisiciones)
			Second Lien / Junior debt
	Deuda Senior	Tramo C	
		Tramo B	
		Tramo A	

Fuente: Elaboración propia

Como desarrollaremos en apartados posteriores, la principal estructura de financiación en los últimos años han sido los préstamos Senior, ya que “los inversores están buscando mejorar su posición en la estructura de capital y evaluar cómo el atractivo perfil de retorno ajustado al riesgo de las estrategias de crédito privado senior puede mejorar potencialmente el rendimiento de la cartera. Históricamente este tipo de préstamos han generado una mejor rentabilidad ajustada al riesgo que los bonos *High Yield* y préstamos sindicados” (Antares Capital).

118

Gráfico 10: Histórico rentabilidad-riesgo anual CDLI vs HY bonds vs BSL



Fuente: Cliffwater (Dec 2010 – June 2023).



3.2 Características del direct lending

Hay una serie de características comunes a este patrón de financiación que las separa de los préstamos tradicionales y las otras alternativas que tienen las empresas para financiarse. Veamos cuáles son:

- Los prestamistas suelen ser instituciones no bancarias, como empresas de gestión de activos y fondos de inversión privados. Sin embargo, como ya hemos comentado es posible que bancos tradicionales participen a través de sus fondos de inversión alternativa.
- Posibilidad de beneficiarse de una mayor diversificación de la cartera por parte del inversor, ya que los rendimientos de la deuda privada tienen correlaciones relativamente bajas con otras inversiones tradicionales.
- Ofrecen una tasa de rendimiento más alta en relación con la financiación tradicional para compensar a los inversores por el mayor riesgo y la falta de liquidez. El potencial de mayores rendimientos está asociado con un mayor riesgo, incluidos la iliquidez y el riesgo de impago.

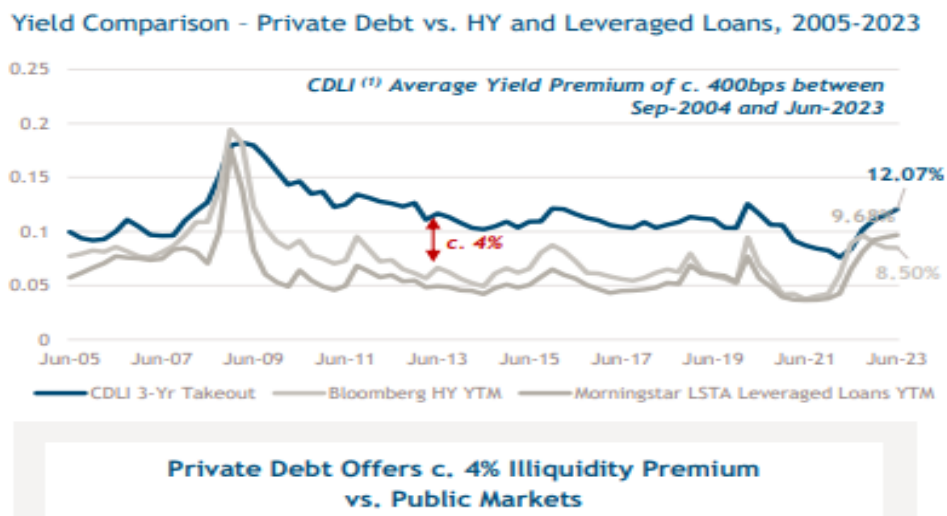
Tabla 4: Comparación de rentabilidades

		2020	2021	2022	2023	2024	2020-2024	Index
Public	US Stocks	18,2%	29,0%	-18,1%	26,3%	28,6%	15,2%	S&P 500
	Non-US stocks	8,5%	4,9%	-17,9%	12,6%	5,7%	2,2%	FTSE All World ex US
	IG bonds	7,7%	-2,2%	-13,4%	6,6%	1,7%	-0,2%	Bloomberg Aggregate Bond
	High Yield	7,8%	4,7%	-12,0%	14,3%	8,9%	4,3%	Bloomberg US Corp High Yield
	Lev Loans	3,1%	5,1%	-0,6%	13,7%	8,8%	5,9%	Morning LSTA US Leveraged Loan
	REITs	-8,8%	43,4%	-24,3%	6,5%	12,8%	3,5%	FTSE NAREIT Equity
Private	Private debt	5,5%	12,8%	6,3%	12,1%	11,7%	9,6%	Cliffwater Direct Lending
	Private equity	23,6%	39,7%	-0,3%	10,4%	7,5%	15,4%	C A US Buyout
	Real estate	16,1%	17,7%	5,5%	-7,9%	-3,5%	5,1%	NCREIF Property

119

Fuente: Elaboración propia a partir de datos 2025 Private Debt Outlook Cliffwater.

Gráfico 11: Diferencial de rendimiento de deuda privada respecto a bonos



Fuente: Private Credit - Growth Drivers and Interactions with the corporate Bond Market – Muzinich

- Rentabilidad a modo de intereses, mientras que los fondos de inversión de riesgo casi siempre buscan participación y control sobre la empresa financiada, en este tipo de financiación no se busca participar en la gestión del negocio.
- Efecto apalancamiento. Los fondos de deuda privada pueden utilizar dinero prestado de otras fuentes, apalancando su cartera para aumentar sus rendimientos.
- Las empresas que demandan este tipo de financiación son, principalmente, pequeñas y medianas empresas con un EBITDA anual, o flujo de caja operativo anual, menor de 100 millones de euros. Ejemplo de ello son los fondos anteriormente mencionados de HSBC AM que se centran en empresas con un EBITDA de entre 10 y 35 millones de euros.
- Flexibilidad y personalización. Al no estar sometidos a las limitaciones y exigencias de las entidades bancarias, permite obtener plazos de financiación más largos (3-7 años), y modalidades de estructuras de amortización de capital e intereses mucho más flexible que la banca, incorporando periodos de carencia, con tramos fijos y tramos variables en los tipos de interés.
- El servicio de la deuda puede ser atendido de diferentes formas según los términos del contrato; Bullet, en el que el principal se abona en el último plazo y durante la vida del préstamo se pagan los intereses. PIK (Payment-In-Kind) en el que los intereses se capitalizan (se añaden a la deuda o incluso van acompañados de instrumentos financieros como warrants) y en el último plazo se abonan los intereses y el principal. O incluso el cada vez más frecuente PIK-toggle para dar aún mayor flexibilidad, en el que el prestatario puede elegir si capitalizarlo o no según el desempeño.
- Covenants (o cláusulas contractuales). Juegan un papel fundamental para proteger los intereses del prestamista y garantizar la estabilidad del crédito a lo largo de su vida. A diferencia de los préstamos bancarios tradicionales, donde las condiciones suelen ser más estandarizadas, en el direct lending los covenants se negocian caso por caso, lo que permite mayor personalización, pero también una supervisión más directa del comportamiento del prestatario.

Los covenants en un préstamo se clasifican en positivos y negativos. Los covenants positivos son obligaciones que el prestatario debe cumplir a lo largo de la vigencia del préstamo, tales como la presentación periódica de información financiera, el mantenimiento de niveles de liquidez determinados, la aseguración de activos clave o el uso de los fondos exclusivamente para los fines acordados. Por su parte, los covenants negativos consisten en restricciones impuestas al prestatario para limitar ciertos comportamientos que podrían comprometer su solvencia o capacidad de repago, como la prohibición de asumir nueva deuda sin el consentimiento del prestamista, la limitación en la distribución de dividendos, la venta de activos estratégicos o cambios significativos en la estructura accionarial o de gobierno corporativo.

El grado de rigidez o flexibilidad de estos covenants dependerá del perfil del prestatario, el nivel de apalancamiento y la percepción de riesgo por parte del



- prestamista. En general, cuanto mayor es el riesgo percibido, más estrictas serán estas cláusulas contractuales. Aun así, en comparación con el crédito bancario, el direct lending suele ofrecer mayor margen de negociación en la configuración de estos términos, reforzando así la idea de financiación flexible pero controlada.
- Los préstamos directos suelen tener un tipo de interés variable, en Europa referenciado al Euribor o SOFR (Secured Overnight Financing Rate) estadounidense, 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. También pueden negociar gastos y comisiones adicionales por amortización anticipada y por exenciones o renunciaciones a algunos covenants (los llamados waivers). (Noya, Lama, & Gumà, 2023)
 - Mayor privacidad que en la banca tradicional para temas de fusiones, hay menos filtraciones. 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. Además, al ser generalmente bilaterales entre prestamista y empresa con una regulación más flexible, reduce los plazos hasta la concesión de la financiación.

En los últimos años la incorporación de criterios ESG en los instrumentos de deuda privada se ha convertido en una prioridad absoluta para satisfacer la fuerte demanda de inversores y empresas, con el objetivo de demostrar que pueden obtener financiación verde. Además, la implementación del SFDR y las tareas internas de gestión de riesgo y cumplimiento, con el propósito de la UE de alcanzar el objetivo de neutralidad en carbono de aquí a 2050 y los objetivos de sostenibilidad pertinentes, ha introducido una necesidad en términos de recopilación de datos ESG y obligaciones de presentación de informes hacia los Limited Partners (LP), aunque los datos precisos y coherentes en todo el mercado de deuda privada siguen siendo un reto. En la actualidad, la mayoría de los fondos de préstamos directos recientemente lanzados tienen "compromisos vinculantes para alinearse con las características ambientales y sociales". (KPMG, 2024)

Ciertos tipos de préstamos innovadores otorgan una prima a los criterios ESG. Un ejemplo es el ESG Margin Ratchet Loan, que vincula el tipo de interés a la consecución de objetivos medioambientales, sociales o de gobernanza, como la reducción de las emisiones de GEI.

3.3 Estructura de financiación

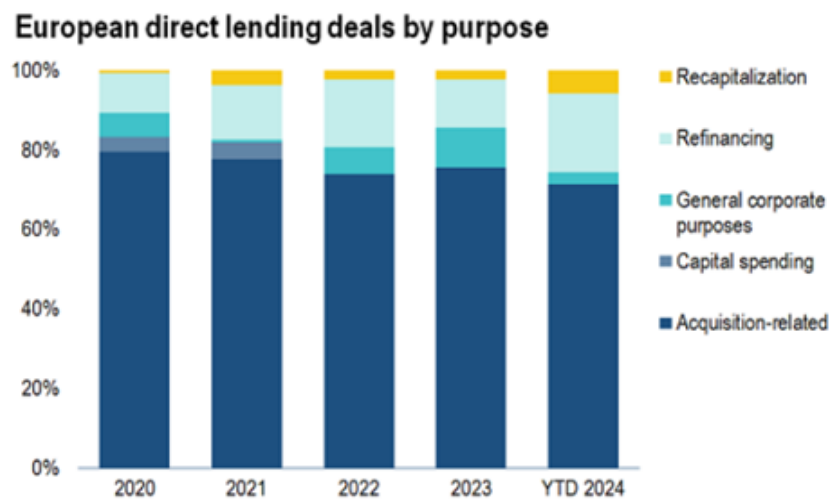
La estructura de financiación en los préstamos de direct lending varía según el tipo de operación a financiar, el nivel de riesgo que el prestamista esté dispuesto a asumir y el coste que el prestatario esté dispuesto a afrontar.

A continuación, se detallan los tipos de operaciones más comunes para las cuales se solicita este tipo de financiación, ordenadas por volumen en Europa:

- Adquisición de compañías: Se utiliza frecuentemente en operaciones de adquisiciones, especialmente en el contexto de Leveraged Buyouts (LBOs). Los fondos de Private Equity recurren a este tipo de financiación para apalancar la compra de empresas.
- Refinanciación: El direct lending se emplea en operaciones de refinanciación para extender plazos, reducir el coste de la financiación o incluso liberar liquidez.
- Propósitos Corporativos Generales: Para cubrir necesidades generales de capital de trabajo, como la mejora de la liquidez, la compra de inventarios o la reestructuración de la deuda corporativa, permitiendo a la empresa mantener su operatividad sin afectar sus operaciones diarias.
- Recapitalización: Especialmente utilizada por empresas que desean cambiar la estructura de su capital, como la conversión de deuda en capital o la toma de deuda adicional para distribuir dividendos a los accionistas.
- Gastos de Capital: Se utiliza para financiar inversiones en activos fijos, como la compra de maquinaria, la expansión de instalaciones o el desarrollo de infraestructuras, apoyando proyectos que requieren grandes desembolsos de capital.

122

Gráfico 12: Segmentación de operaciones Direct Lending por tipo de operación



Fuente: Pitchbook

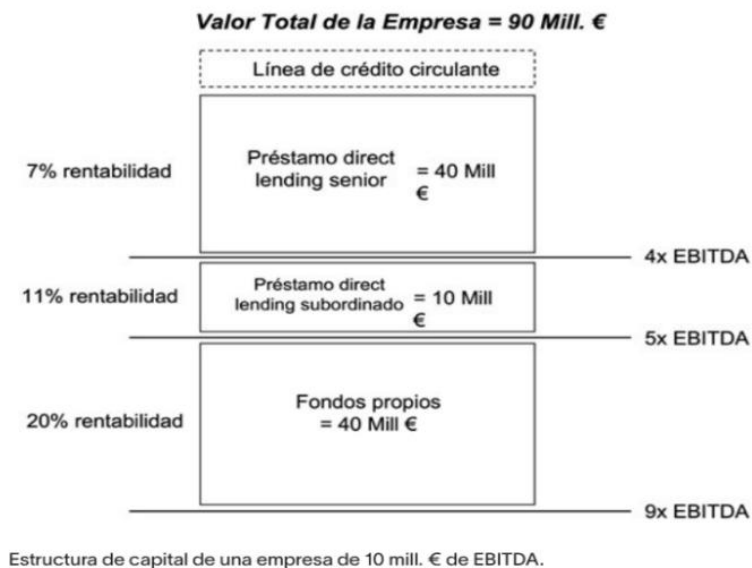
Según el riesgo que esté dispuesto a asumir el prestamista y el coste que el prestatario pueda afrontar, a mayor riesgo percibido y menores garantías, las condiciones de la financiación tienden a ser más estrictas, lo que incluye tipos de interés más altos, cláusulas contractuales más rigurosas y una menor flexibilidad en la reestructuración de la deuda.

Siendo las estructuras de deuda más comunes son las de tipo Senior, especialmente en operaciones donde la empresa dispone de un flujo de caja suficiente para respaldar la



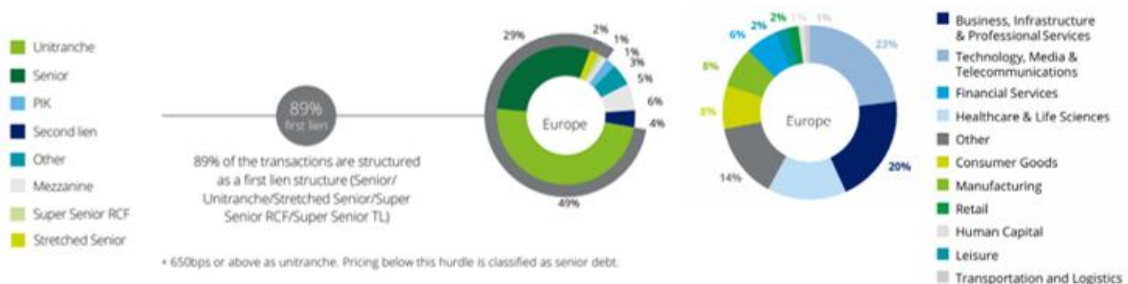
deuda, como en adquisiciones, refinanciaciones y proyectos de capital, las estructuras Unitranche han ganado popularidad en los últimos años, ya que simplifican la composición de la deuda y reducen los costos asociados con la existencia de múltiples tramos. Estas estructuras combinan de manera eficiente los tramos senior (más seguros) y mezzanine, lo que facilita la gestión de la financiación y hace el proceso más ágil financiando generalmente entre x3 y x6 EBITDA como en el ejemplo que vemos a continuación.

Gráfico 13: Ejemplo de estructura de capital de una empresa con 10 millones € de Ebitda



Fuente: (Gumà, Lama, & Noya, 2023)

Gráfico 14: Estructuras de financiación y sectores dominantes Direct Lending en Europa



Fuente: Deloitte Private Debt Deal Tracker Spring 2024

Los principales sectores que han concentrado el uso del direct lending en Europa incluyen energía, telecomunicaciones, retail, salud y farmacéutico, transporte, inmobiliario, consumo, alimentación y bebidas, e industrial. Aunque en sus inicios esta modalidad de financiación estaba orientada principalmente a compañías con menor calidad crediticia y dificultades para acceder a la financiación bancaria tradicional, en la actualidad también están recurriendo a ella empresas con perfiles más sólidos. Este cambio se debe, en gran

parte, a las ventajas que ofrece el direct lending, como una mayor flexibilidad en las condiciones contractuales, procesos de negociación más ágiles y estructuras de deuda adaptadas a las necesidades específicas del prestatario.

3.4 Agentes y proceso de financiación

En este apartado vamos a estudiar en detalle todo el proceso de operación y los agentes que participan en él.

En primer lugar, haremos referencia a los prestamistas, los denominados Fondos de deuda ('General Partner'), son vehículos de inversión colectiva dedicados a prestar dinero a empresas, en el que los aportantes al fondo ('Limited Partners') pueden ser inversores de patrimonios privados o institucionales, como puede ser el propio fondo, Family Office, aseguradoras, fondos de pensiones, y todo tipo de inversores de deuda ('Lending by Direct Lending, Private Debt, Private Credit, SMAs, Credit Opportunities funds, business development companies'...).

Gráfico 15: Fondos de deuda en el mercado europeo

124



Fuente: private debt providers deal Tracker Autumn 2023 Deloitte

Según el apoyo que tenga el fondo de deuda existen dos clases de operaciones, las no patrocinadas ('Sponsorless') y las patrocinadas ('Sponsor'), que son aquellas en las que en la operación hay colaboración generalmente de un fondo de Private Equity que aporta su conocimiento y capital, permitiendo habitualmente un coste de la financiación más

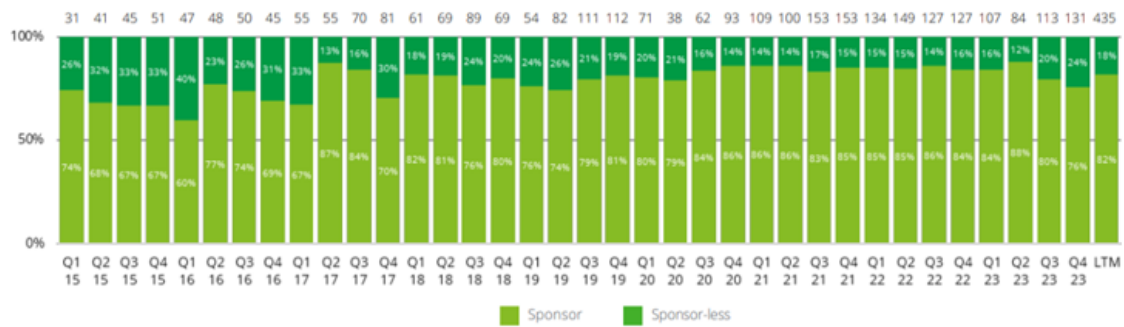


ajustado, agilidad en el proceso y préstamos de mayor tamaño con estructuras más flexibles. Por todo ello este tipo de operaciones han sido las más relevantes.

Gráfico 16: Porcentaje de operaciones patrocinadas

Sponsor backed versus private deals

As % of total deals per quarter



Fuente: Deloitte Private Debt Deal Tracker Spring 2024

Como ya se ha comentado este tipo de financiación tiene un rendimiento superior a la tradicional por su mayor riesgo ya que su finalidad es el préstamo a empresas con un potencial crecimiento, es por ello por lo que la habilidad del General Partner para identificar compañías que puedan atender al servicio de la deuda a la rentabilidad objetivo del fondo.

125

A continuación, se detalla el proceso de financiación:

1º) Una compañía (el prestatario) tiene una necesidad de capital o liquidez que por las características del proyecto (como pueden ser amortización de la deuda, mercado tradicional inaccesible o control/ transparencia) busca acceder a la financiación directa.

2º) El prestatario tratará de buscar un proveedor de deuda privada.

3º) Generalmente el prestamista, el fondo de deuda, realizará la Debida diligencia ('Due Diligence') , el cual tiene un alcance de los antecedentes, análisis del negocio, financiero y otros aspectos como los riesgos asociados, y en ocasiones puede incluir un examen de auditoría (Mascareñas, 2019).

Esta será una parte del proceso que agilizará la entrada del fondo de Private Equity si la operación es patrocinada e incluso en algunos casos va acompañado de asesoramiento.

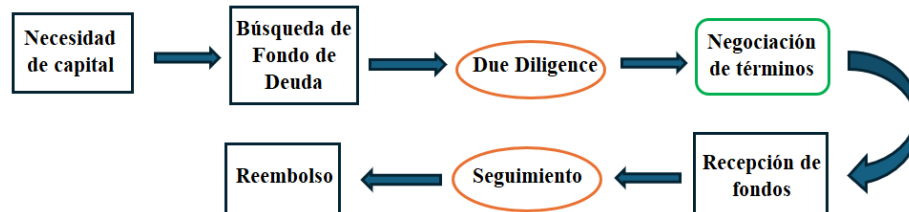
4º) Negociación de las condiciones. En la que prestatario y prestamista pactarán los términos del préstamo; coste de la financiación (tipo de interés, comisiones y gastos asociados, calendario de vencimientos con el tipo de amortización del principal, covenants, garantías y cualquier término de incumplimiento). En el que el prestatario tratará de mitigar el riesgo de impago con posiciones senior y garantías.

5º) Emisión del préstamo y recepción de fondos. Una vez se llega al acuerdo el prestatario recibe los fondos.

6º) Seguimiento del cumplimiento de covenants. El prestatario monitorizara de forma continua la situación de la compañía para garantizar que el prestatario cumpla el servicio de la deuda.

7º) Reembolso del préstamo. En el caso de que no haya incumplimiento de los pagos acordados (o se haya acordado un tipo de financiación que incluya deuda subordinada), el prestamista sale de la inversión una vez llegada a su vencimiento.

Gráfico 17: Proceso de financiación



Fuente: Elaboración propia

3.5 Riesgos de deuda privada

La inversión en deuda privada, si bien ofrece rendimientos atractivos y una mayor diversificación frente a los activos tradicionales, implica asumir una serie de riesgos que deben ser gestionados con rigor. Este modelo de financiación, caracterizado por su menor liquidez y transparencia frente a la deuda cotizada en mercados públicos, exige una comprensión técnica profunda de la estructura del préstamo, del momento que atraviesa la empresa prestataria y, en los casos en los que existe una garantía, de las particularidades de los activos que respaldan la operación. La adecuada comprensión de estos factores es clave para evaluar correctamente el perfil de riesgo de cada operación y establecer las condiciones necesarias para mitigarlo. A continuación, se analizan los principales riesgos asociados a la deuda privada que están presentes en el Direct Lending:

- Riesgo de iliquidez: Al ser préstamos privados y bilaterales, no estandarizados ni negociados en bolsas se acepta que la inversión no va a tener una salida fácil o rápida hasta vencimiento.
- Riesgo de crédito: Representa la posibilidad de que un prestatario no cumpla con sus obligaciones de pago, ya sea en términos de intereses o del capital prestado. Los prestatarios suelen ser empresas con calificación crediticia inferior al grado de inversión y que, por lo general, no reciben suficiente atención por parte de las entidades bancarias. Por lo que una parte esencial en la gestión del riesgo de crédito es el análisis del perfil crediticio, el cual se enfoca en valorar la solvencia y el compromiso del prestatario para cumplir con sus obligaciones financieras. Cuando este proceso se realiza de forma apresurada, con criterios poco rigurosos o con incentivos mal alineados, pueden generarse préstamos concedidos a deudores con mayor probabilidad de incumplimiento.



Por ello, la calidad del análisis y la solidez del proceso constituyen las principales herramientas preventivas ante el riesgo de crédito, por lo que el proceso de Due Diligence tiene que ser exhaustivo.

- **Riesgo de estructuración:** Representa la posibilidad de que un préstamo esté mal diseñado en cuanto a sus términos, condiciones o garantías, lo que puede limitar la capacidad del prestamista de recuperar el capital en caso de problemas financieros del prestatario. Una evaluación adecuada no solo contribuye a minimizar la posibilidad de impago, sino que también permite establecer condiciones contractuales que amortigüen eventuales deterioros en la situación financiera del prestatario durante la vigencia del préstamo.
- **Riesgo de mercado:** Hace referencia a la posibilidad de que factores externos, como los movimientos en las tasas de interés, los tipos de cambio, la inflación o las condiciones económicas generales, afecten negativamente el valor de una inversión.

Para mitigar el riesgo de mercado en operaciones de direct lending, es fundamental estructurar los préstamos con tasas variables o incluir cláusulas de revisión periódica que permitan ajustar las condiciones financieras ante cambios en el entorno, junto con un monitoreo constante de las variables macroeconómicas que permita anticipar potenciales impactos y tomar decisiones proactivas en la gestión de cartera.

127

La correcta gestión de los riesgos identificados depende en gran medida de la capacidad de los prestatarios para generar flujos de caja sólidos y predecibles a lo largo de la vida del préstamo. Como ya veremos en la parte práctica, estos flujos de efectivo son cruciales para evaluar la solvencia de los prestatarios, estructurar los préstamos adecuadamente y adaptarse a posibles cambios en las condiciones del mercado.

En este tipo de financiación hay que tener muy en cuenta el riesgo legal que puede constituir una amenaza significativa si no se gestionan adecuadamente los contratos, las leyes locales y las regulaciones aplicables.

La claridad contractual es fundamental, los contratos deben ser exhaustivos, especificando todos los términos y condiciones, incluyendo las consecuencias del incumplimiento y las cláusulas de resolución de disputas. El uso de abogados especializados y la revisión de contratos por parte de expertos legales en la jurisdicción correspondiente puede ayudar a evitar ambigüedades.

En el contexto europeo, la normativa ha experimentado una evolución en los últimos años con la intención de unificar criterios y promover el crecimiento de esta modalidad de financiación en toda la región. Hasta hace poco, el marco regulatorio era desigual y se definía a nivel nacional, lo que generaba inseguridad legal y dificultaba que los fondos pudieran operar más allá de sus fronteras de origen. Esta falta de homogeneidad también complicaba el diseño de productos financieros comunes que pudieran ofrecerse en

distintos países. Las reformas actuales buscan establecer un marco más estable y armonizado tanto para los inversores como para los gestores de fondos.

La directiva 2011/61/UE AIFMD (“Alternative Investment Managers Directive”) y su actualización (AIFMD II) establecen reglas sobre cómo pueden otorgar préstamos, exigiendo que sean fondos cerrados si superan cierto umbral de exposición crediticia (60% de su valor liquidativo). Paralelamente, desde 2016, los ELTIF, fondos orientados a inversiones a largo plazo, han sido flexibilizados para permitir una mayor participación de inversores minoristas. Además, se destacan desafíos fiscales y regulatorios a nivel nacional, especialmente en países como España, donde aún se está definiendo cómo integrar estos fondos en la legislación local.

Esto nos lleva a plantearnos si la financiación tradicional está experimentando un contexto regulatorio cada vez más estricto, orientado a la prevención de crisis financieras y a la reducción del riesgo sistémico, mientras que, por otro lado, la financiación alternativa parece flexibilizarse progresivamente, lo que conlleva un aumento del volumen de operaciones. ¿No podría esto generar, a su vez, un riesgo sistémico asociado a la financiación alternativa?

128

A este debate se añade, con frecuencia, la tendencia de los fondos hacia posiciones concentradas, así como la dificultad de valoración derivada de la escasez de compañías comparables y la limitada transparencia propia de este tipo de financiación.

Por esta razón, la Unión Europea ha propuesto diversas directivas para establecer límites al apalancamiento en los fondos de crédito privado. En el caso de los fondos que permiten a los inversores solicitar reembolsos, el apalancamiento no podrá superar el 175 % del valor neto del fondo. Por otro lado, aquellos fondos que no permiten reembolsos antes del vencimiento de los préstamos incluidos en la cartera podrán alcanzar un nivel de apalancamiento de hasta el 300% (Pueyo & Pérez-Santamarina Atiénzar, 2025).

En cuanto a la transparencia, existen varias regulaciones que han evolucionado para garantizarla. La Directiva sobre Mercados de Crédito establece requisitos para la claridad y divulgación de información sobre los productos crediticios, incluidos aquellos gestionados a través de plataformas de Direct Lending. La AIFMD, o Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos, regula los fondos de inversión, exigiendo la divulgación de detalles sobre las estrategias, los riesgos asumidos y las comisiones aplicadas. Además, el SFDR, o Reglamento de Divulgación sobre Finanzas Sostenibles, obliga a los fondos de Direct Lending a informar sobre cómo integran los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en sus decisiones de inversión. Estas normativas buscan mejorar la protección de los inversores y fomentar la confianza en el mercado.



3.6 Ventajas e inconvenientes

Después de analizar las características, estructuras, procesos y riesgos asociados al Direct Lending, resulta pertinente sintetizar los principales beneficios y limitaciones que presenta este tipo de financiación alternativa. Este apartado tiene como objetivo ofrecer una visión comparativa y equilibrada que permita comprender, de forma global, las razones por las que las empresas y los inversores optan por este instrumento, así como los retos que puede implicar su utilización.

Tabla 5: Ventajas e Inconvenientes del Direct Lending

<u>Ventajas</u>		<u>Inconvenientes</u>	
<i>Prestamista</i>	<i>Prestatario</i>	<i>Prestamista</i>	<i>Prestatario</i>
<ul style="list-style-type: none"> - Rentabilidad atractiva ajustada al riesgo - Efecto apalancamiento - Menor volatilidad y protección ante movimientos en tipos de mercado (<i>tipos variables con suelos mínimos 'Floor.'</i>) - Protección a través de <i>covenants</i> - Primera jerarquía en línea de pago (<i>parte senior</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> - Acceso a la financiación para empresas fuera del circuito bancario - Flexibilidad y personalización - Mayor velocidad de aprobación y privacidad - Menor dilución accionarial vs capital 	<ul style="list-style-type: none"> - Baja liquidez (<i>Escasa salida</i>) - Riesgo de refinanciación del apalancamiento¹⁰ - Menor estandarización y opacidad - Riesgo de concentración - Crecimiento de la competencia - Requiere conocimientos elevados en <i>Due Diligence y legal (en evolución)</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> - Elevado coste - Menor protección frente a la quiebra - Falta de flexibilidad por el uso de <i>covenants</i>.

Fuente: Elaboración propia

Tras haber abordado en los apartados anteriores el marco teórico del Direct Lending, resulta pertinente complementar dicho análisis con una aproximación empírica. Para ello, este estudio adopta una metodología cualitativa basada en el análisis de estudios de caso múltiples, centrándose en dos compañías del sector energético europeo que han recurrido a este tipo de financiación, representando respectivamente un caso de éxito y uno de fracaso. Ambas han sido seleccionadas por su relevancia, la disponibilidad de información y su carácter comparable dentro del contexto europeo.

El análisis se sustenta en información financiera histórica, memorias anuales y datos de mercado, con el propósito de identificar patrones financieros asociados al desempeño de estas operaciones. En este sentido, los siguientes apartados examinan en detalle ambos

casos, con el objetivo de comprender cómo se estructuran estas transacciones en contextos específicos, identificar los factores determinantes de su evolución y extraer conclusiones a partir de su comparación

4. ESTUDIO DE CASOS

4.1 El caso de éxito de IDESAMGAR, S. L⁹

Idesamgar, S.L es una compañía española constituida en 2011 cuya actividad principal es la producción, venta y almacenamiento de energía eléctrica y térmica renovable, así como el desarrollo de proyectos relacionados. Consolidada en el sector de las energías renovables en España, con un enfoque en la producción sostenible de energía y que ha participado en iniciativas significativas, como el Proyecto Goya, que comprende nueve parques eólicos con una capacidad total de 300 megavatios en la provincia de Zaragoza. En 2018 es adquirida por General Electric a través de su subsidiaria EFS GLOBAL ENERGY B.V. y por el fondo de capital riesgo francés Mirová-Eurofideme propiedad del banco galo Banque Populaire Caisse d'Espagne que invierte en energías renovables, acciones sostenibles y bonos verdes para actores institucionales.

130

En 2021, la compañía absorbió sus sociedades participadas (Desarrollo Eólico de Majas IV y V, CBA Eólica, Eólica del Saso y Parque Eólico Sierra de Luna).

En 2023 se produjo la venta de las participaciones de Cierzo S.A.S que genera la salida de Mirová de la compañía.

Actualmente, la mayor parte de las acciones de la compañía son propiedad de Engie SA y General Electric Company Aerospace, las cuales son líderes en su sector.

Engie SA es la matriz (Sociedad dominante de referencia) con una participación del 66% en la compañía, ésta es una compañía pública francesa cotizada en el Euronext París la cual es líder mundial en energía y servicios bajos en carbono. Con un rating del S&P 500 de BBB+ (Stable), Baa1 por Moody's y BBB+ por Fitch.

Por otro lado, el 25% son propiedad de General Electric Company Aerospace, con ratings del S&P BBB+ y A3 por Moody's. Es una compañía pública americana que cotiza en el NYSE, siendo líder global en el sector aeroespacial de la propulsión, servicios y sistemas.



Tabla 6: Porcentaje participación Idesamgar, S.L

	Nombre del accionista	País	Tipo	Accionistas	
				Directo (%)	Total (%)
1.	<u>ENGIE ENERGY SERVICES INTERNATIONAL</u>	BE	C	66,00	n.d.
2.	<u>EFS GLOBAL ENERGY B.V.</u>	NL	C	25,00	n.d.
3.	<u>ENERGIAS RENOVABLES DE HERACLES SL.</u>	ES	C	9,00	n.d.
4.	<u>GENERAL ELECTRIC COMPANY</u>	US	C	-	n.d.
5.	MIROVA EUROFIDEME 3	FR	E	-	n.d.

Fuente: SABI

En 2018 firma un préstamo EIB (European Investment Bank) por importe de 31 millones de euros a un tipo de interés del 1,76%, el cual se enmarcó en el Plan de Inversiones para Europa, también conocido como Plan Juncker, que buscaba movilizar inversiones para proyectos que promuevan el crecimiento económico y la creación de empleo en la Unión Europea.

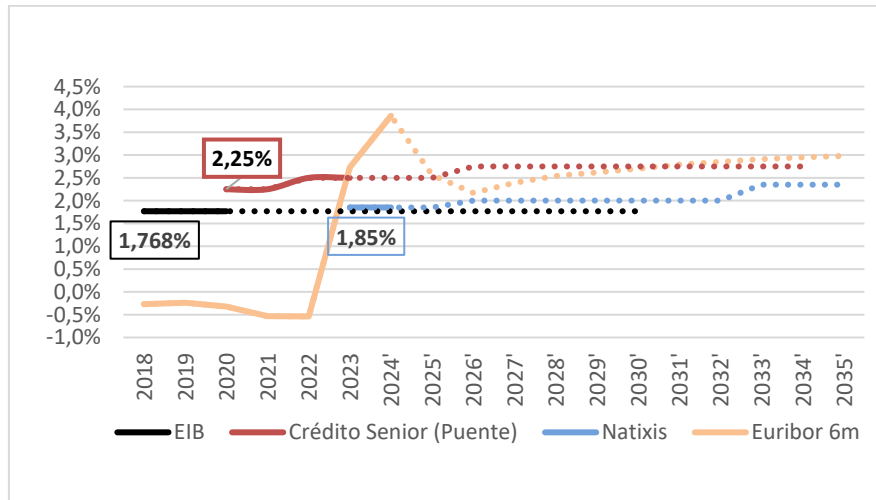
Durante el año 2020, por retrasos en las construcciones de parques en el transcurso del año anterior incumple covenants del citado préstamo, viéndose obligado a reclasificar la deuda a corto plazo y tiene que firmar un préstamo puente ese mismo año un crédito Senior con garantías con los bancos BBVA, Santander y Caixabank a través de sus fondos alternativos. Este préstamo es de un importe de 75,1 millones de euros sujetos a avales, covenants y garantías, con vencimiento en 2034 y un tipo del 2,25% los dos primeros años y 2,5% los siguientes + EURIBOR 6 meses.

131

En 2023, la compañía ha reestructurado su deuda con un préstamo de 155 millones (refinanciando 61.550.638 de euros) con vencimiento a 2040 emitido por Natixis CIB, el cual es un banco de inversión francés con un enfoque especializado en soluciones de banca corporativa y de inversión, gestión de activos, y financiación estructurada, que forma parte del grupo BPCE, uno de los principales grupos bancarios del país. El tipo de interés de la financiación fue de 1,85% los tres primeros años, pasando al 2% a partir de 2026 y desde 2033 hasta su finalización de 2,35% + EURIBOR 6 meses.

Como se puede observar a continuación, la empresa logró superar una situación compleja en la que el prestamista exigió el pago anticipado de la deuda debido al incumplimiento de los covenants. Para cubrir la necesidad inmediata de liquidez y llevar a cabo la absorción, recurrieron a un préstamo puente. Una vez restablecida su solvencia y operatividad, renegociaron el préstamo, mejorando las condiciones y ajustándolas a la nueva realidad financiera, recuperando tipos de interés más cercanos a los previos.

Gráfico 18: Tipos fijos negociados y Euríbor 6 meses



Fuente: Elaboración propia

La compañía cuenta con una estructura de capital propia de Project Finance, muy común en el sector de la energía dentro del que se encuentra, llegando a financiarse con más de un 90% de deuda, concentrada a largo plazo y la mayor parte de su activo es no corriente (≈90%).

132

Tabla 7: Análisis vertical Balance Idesamgar, S.L

	2019		2020		2021		2022		2023	
ACTIVO NO CORRIENTE	180.856.243	94,0%	194.058.533	88,2%	185.576.238	80,1%	177.342.740	75,6%	163.442.754	89,0%
Inmovilizado inmaterial	769.500	0,4%	738.720	0,3%	1.244.671	0,5%	1.147.896	0,5%	1.051.119	0,6%
Inmovilizado material	164.992.484	85,8%	171.042.361	77,7%	174.712.397	75,4%	167.878.452	71,6%	160.465.315	87,4%
Otros activos fijos	15.094.259	7,8%	22.277.452	10,1%	9.619.170	4,2%	8.316.392	3,5%	1.926.320	1,0%
ACTIVO CORRIENTE	11.478.037	6,0%	25.937.765	11,8%	46.158.914	19,9%	57.239.554	24,4%	20.163.125	11,0%
Existencias	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	236.087	0,1%	-	0,0%
Clientes	89.291	0,0%	5.668.858	2,6%	7.961.578	3,4%	15.705.843	6,7%	3.598.796	2,0%
Efectivo y equiv.	7.547.569	3,9%	17.916.542	8,1%	33.407.977	14,4%	36.507.193	15,6%	16.501.007	9,0%
Otros activos corrientes	3.841.177	2,0%	2.352.365	1,1%	4.789.359	2,1%	4.790.431	2,0%	63.322	0,0%
ACTIVO TOTAL	192.334.280	100,0%	219.996.298	100,0%	231.735.152	100,0%	234.582.294	100,0%	183.605.879	100,0%
PATRIMONIO NETO	- 22.895.271	-11,9%	18.574.341	-8,4%	909.782	0,4%	10.422.951	4,4%	12.115.813	6,6%
Capital social	2.638.042	1,4%	2.638.042	1,2%	2.638.042	1,1%	2.638.042	1,1%	2.638.042	1,4%
Otros fondos propios	- 25.533.313	-13,3%	- 21.212.383	-9,6%	- 1.728.260	-0,7%	7.784.909	3,3%	9.477.771	5,2%
PASIVO NO CORRIENTE	206.255.996	107,2%	132.334.954	60,2%	214.404.991	92,5%	208.183.202	88,7%	159.509.539	86,9%
Deuda a largo plazo	206.255.996	107,2%	128.161.109	58,3%	209.942.542	90,6%	195.863.560	83,5%	145.047.932	79,0%
Otros pasivos no corrientes	-	0,0%	4.173.845	1,9%	4.462.449	1,9%	12.319.642	5,3%	14.461.607	7,9%
PASIVO CORRIENTE	8.973.555	4,7%	106.235.685	48,3%	16.420.379	7,1%	15.976.141	6,8%	11.980.527	6,5%
Deuda a corto plazo	5.614.726	2,9%	98.453.321	44,8%	6.341.980	2,7%	6.444.801	2,7%	8.518.797	4,6%
Acreeedores	142	0,0%	295.653	0,1%	2.743.686	1,2%	-	0,0%	-	0,0%
Otros pasivos corrientes	3.358.687	1,7%	7.486.711	3,4%	7.334.713	3,2%	9.531.340	4,1%	3.461.730	1,9%
PN + PASIVO	192.334.280	100,0%	219.996.298	100,0%	231.735.152	100,0%	234.582.294	100,0%	183.605.879	100,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de la compañía.

Como podemos observar a continuación, tras los malos resultados en 2019 por los retrasos mencionados que le llevaron a incumplir covenants, en los siguientes años tuvieron una sólida recuperación.



Tabla 8: Evolución principales partidas PyG Idesamgar, S.L

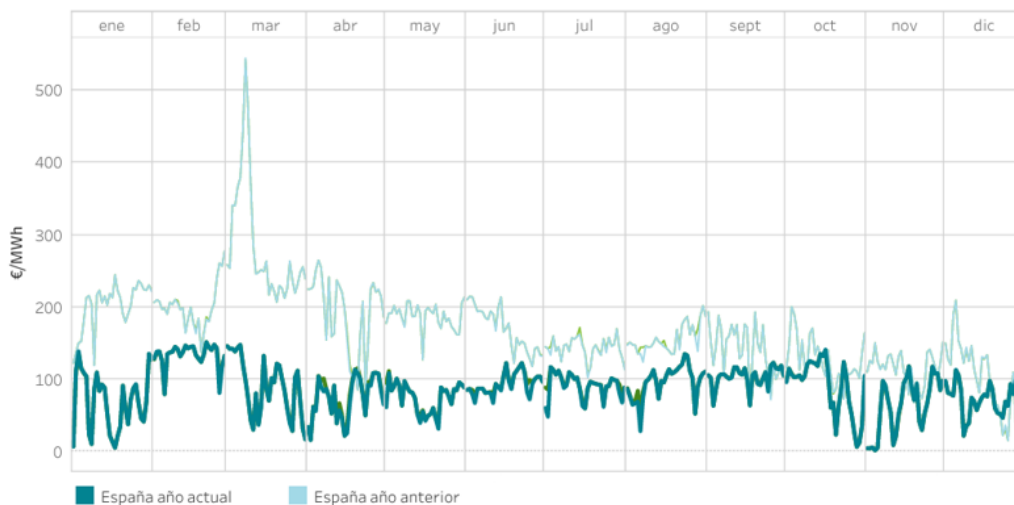
	Tendencia	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de explotación		6.504	14.468.334	54.931.141	69.547.750	39.561.561
Crecimiento			222352,86%	279,66%	26,61%	-43,12%
EBITDA		-975.059	12.456.085	48.187.546	63.384.524	28.796.613
Crecimiento				286,86%	31,54%	-54,57%
Intereses		6.280.586	4.446.156	7.683.162	11.135.131	11.518.632
Crecimiento			-29,21%	72,80%	44,93%	3,44%
Resultado antes de impuestos		-7.213.923	5.939.217	32.621.466	40.273.728	8.059.128
Crecimiento				449,26%	23,46%	-79,99%
Beneficio Neto		-5.410.406	4.172.436	22.982.797	30.203.646	6.031.158
Crecimiento				450,82%	31,42%	-80,03%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de la compañía.

La caída en los resultados del último año se debe a la bajada en los precios del Pool de la compañía, según el Informe anual de la evolución del mercado de la electricidad de 2023, el precio medio de ésta cayó a 87,10€/Mwh respecto al año anterior que era de 167,53€/Mwh (una variación del 91,3%). Por lo que podremos ver en los próximos años el uso de coberturas y diversificación de negocio para ver unos ingresos más estables.

Gráfico 19: Precio medio aritmético de la electricidad diario 2022 y 2023 en España

133



Fuente: Informe anual de OMIE (Operador del Mercado Ibérico de Energía) de la evolución del mercado de la electricidad de 2023.

No obstante, Idesamgar consiguió su récord de producción con 539.499 Mwh respecto al año anterior de 420.976 Mwh (+28%). Sus previsiones dependen del precio del gas y combustibles fósiles y los cambios en la demanda por condiciones climáticas, pero no se espera que no se mantengan a niveles tan bajos en los próximos años siempre que se mantenga una estabilidad económica. Esto le permitiría recuperar su tendencia.

A continuación, se detalla la evolución de los principales ratios de la compañía:

Tabla 9: Principales ratios Idesamgar, S.L

Ratio	Fórmula	Tendencia	2019	2020	2021	2022	2023
Liquidez	AC / PC		1,28	0,24	2,81	3,58	1,68
Cobertura de intereses	EBIT / Gastos intereses		-0,16	1,36	5,20	3,67	1,61
RCSD	FCO / SD		1,12	0,02	1,10	1,53	0,29
Endeudamiento	Pasivo / PN		-9,40	-12,84	253,72	21,51	14,15
Apalancamiento	Pasivo / Activo		1,12	1,08	1,00	0,96	0,93
Solvencia LP	Activo / Pasivo		21,43	2,07	14,11	14,68	15,33
ROA	EBIT / Activo		-3,75%	2,70%	14,08%	17,17%	4,39%
ROE	Benef neto / PN				2526,19%	289,78%	49,78%
Kd	Deuda financiera		2,92%	3,85%	3,55%	3,79%	5,54%
EBITDA			-975.059	12.456.085	48.187.546	63.384.524	28.796.613
FCO			13.246.883	653.111	20.623.763	41.686.743	57.775.462
SD	Ppal + intereses		11.780.586	38.446.279	18.695.320	27.222.491	201.678.214
FCF			-4.548.546	16.787.128	12.540.378	31.148.954	5.258.207

EIB

Préstamo puente

Natixis

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de la compañía.

Como podemos percibir en 2019 tenía una cobertura muy limitada de la deuda que le llevó a incumplir los covenants impuestos, generando en 2020 los problemas de liquidez por la reestructuración de la deuda a corto plazo.

134

Una vez recuperado, en el año 2022 fueron mejorando sus resultados operativos y con ello tanto la cobertura de intereses como el RCSD, que han caído en 2023 debido a la devolución del préstamo puente que han aumentado el Servicio de la deuda y los gastos por intereses asociados al pago anticipado de la deuda.

El caso de Idesamgar, S.L. es un ejemplo exitoso del uso del Direct Lending en el sector de las energías renovables en Europa. A pesar de las dificultades financieras derivadas del incumplimiento de covenants en 2020, la compañía logró reestructurar su deuda a través de una operación puente, restaurando su estabilidad operativa y financiera.

La mejora en los flujos de caja operativos fue clave en esta recuperación. Tras un periodo de tensión en 2019, los flujos de caja comenzaron a mejorar¹⁰, permitiendo a la empresa cumplir con sus obligaciones financieras y afrontar la devolución anticipada del préstamo puente. Aunque los gastos financieros aumentaron en 2023 debido a la amortización anticipada de la deuda (costes de cancelación), los flujos de caja positivos demostraron la capacidad de la compañía para mantener su operativa.

La reestructuración final con Natixis CIB permitió suavizar el perfil de pagos y mejorar las condiciones de financiación. Así, la evolución favorable de los flujos de caja, refuerza la sostenibilidad del modelo financiero de Idesamgar, consolidando este caso como un referente exitoso de financiación alternativa a través del Direct Lending.



4.2 El caso de fracaso del GRUPO EZENTIS S.A¹¹

Fundado en 1959, Ezentis es un grupo multinacional de origen español que comenzó su trayectoria en el ámbito de las redes eléctricas. Con el tiempo, incorporó servicios en telecomunicaciones y ha ido expandiendo su presencia en los sectores de energía e infraestructuras. Su actividad incluye soluciones técnicas que abarcan desde la fase de diseño hasta la ejecución de proyectos energéticos, así como la construcción y mantenimiento de infraestructuras públicas. En los últimos años ha desarrollado sus operaciones principalmente en España y América Latina.

Para este caso se va a realizar el estudio en el que se llevarán a cabo los siguientes pasos, analizando las diferentes operaciones que llevaron a la entrada en concurso a la compañía:

Gráfico 20: Proceso de análisis del Grupo Ezentis



Fuente: Elaboración propia

135

La estructura de balance es similar al caso anterior debido a que comparten el sector de la energía y este tipo de empresas suelen concentrar tanto el activo como la deuda a largo plazo.

Tabla 10: Análisis vertical Balance Grupo Ezentis (I)

	2.011		2.012		2.013		2.014		2.015	
ACTIVO NO CORRIE	104.146	58,99%	93.639	63,16%	86.610	53,72%	107.189	52,46%	114.463	56,14%
ACTIVO CORRIENTE	72.401	41,01%	54.618	36,84%	74.610	46,28%	97.144	47,54%	89.442	43,86%
TOTAL ACTIVO	176.547	100,00%	148.257	100,00%	161.220	100,00%	204.333	100,00%	203.905	100,00%
PATRIMONIO NETO	5.117	2,90%	5.285	-3,56%	10.423	-6,47%	36.443	17,84%	14.008	6,87%
PASIVO NO CORRIE	55.500	31,44%	71.715	48,37%	74.612	46,28%	73.994	36,21%	107.190	52,57%
PASIVO CORRIENTE	115.930	65,67%	81.827	55,19%	97.031	60,19%	93.896	45,95%	82.707	40,56%
TOTAL PASIVO + PN	176.547	100,00%	148.257	100,00%	161.220	100,00%	204.333	100,00%	203.905	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Orbis

Sus ingresos se veían supeditados a la adjudicación de contratos a medio plazo (3-5 años). Tal y como comentan en el Informe de Gestión 2014 y 2015, durante estos años tuvieron un desarrollo muy favorable en Chile, Perú y Brasil lo que los llevó a conseguir un buen crecimiento en su EBITDA en los últimos años.

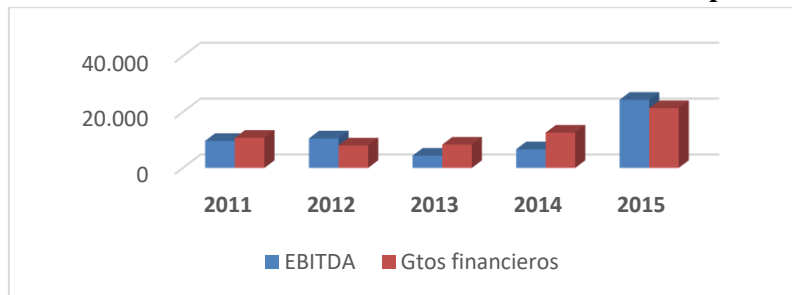
Tabla 11: Evolución principales partidas PyG Grupo Ezentis (I)

	<i>Tendencia</i>	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos de explotación		197.532	191.116	145.651	248.859	296.970
<i>Crecimiento</i>			-3,25%	-23,79%	70,86%	19,33%
EBITDA		9.671	10.550	4.397	6.667	24.381
<i>Crecimiento</i>			9,09%	-58,32%	51,63%	265,70%
Intereses		10.760	8.039	8.333	12.622	21.355
<i>Crecimiento</i>			-25,29%	3,66%	51,47%	69,19%
Resultado antes de impuestos		-7.369	-16.221	-31.856	-12.952	-10.191
Beneficio después de impuestos		-8.714	-17.376	-33.913	-7.217	-11.334

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Orbis

Aunque este crecimiento es sólo una muestra de que a nivel operativo estaban funcionando, pero la financiación les estaba costando el beneficio llevándolo a pérdidas año tras año.

Gráfico 21: Relación EBITDA-Gastos financieros Grupo Ezentis



Fuente: Elaboración propia

Además, sus flujos operativos eran muy inestables, la solvencia y el servicio de la deuda lo estaban cubriendo, aumentando la deuda y con ampliaciones de capital en 2012 y 2013. Aun así, no llegaban y realizaron varias desinversiones en estos dos últimos años¹².

Tabla 12: Cash Flow Grupo Ezentis

	2.012	2.013	2.014	2.015
CFO	-2.588	-23.570	19.636	-1.921
-Inversiones / + desinversiones	650	- 1.554	5.750	9.902
CFO después de inversiones	-1.938	-25.124	25.386	7.981
+ Ampliaciones de capital	4.362	38.840	-23.200	166
+ Aumento Deuda fin	15.852	24.267	46.606	35.401
+ Ingresos financieros	269	1.095	1.196	1.498
Total Generación de fondos	20.483	64.202	24.602	37.065
Cash flow para el SD	18.545	39.078	49.988	45.046
- Devolución deuda	631	9.306	5.839	11.145
- Intereses	- 8.039	- 8.333	- 12.622	- 21.355
- Dividendos	0	0	0	-207
Cash Flow final	9.875	21.439	31.527	12.339

Fuente: Elaboración propia



Su situación hasta entonces mantenía una mejora gradual en la liquidez, aunque seguía siendo muy ajustada, y ya aportaba síntomas de debilidad con un coste de la deuda bastante superior al rendimiento de sus activos (ROA), lo que si era más preocupante.

Tabla 13: Principales ratios Grupo Ezentis (I)

Año		2.012	2.013	2.014	2.015
Liquidez	AC/PC	0,67	0,77	1,03	1,08
Acid test	(AC - Inventarios)/PC	0,61	0,71	0,97	1,04
Cobertura de intereses	EBIT/Gtos. Fin	0,94	0,00	0,53	0,67
RCSD	FCF/SD	1,14	1,22	1,71	0,38
Apalancamiento	Pasivo / Activo	1,036	1,065	0,822	0,931
Solvencia LP	Activo/Pasivo	0,97	0,94	1,22	1,07
ROA	EBIT / Activo	7,64%	0,01%	6,88%	12,81%
Kd	Intereses / Deuda financiera	10,13%	13,82%	18,07%	22,00%
CFO		-2.588	-23.570	19.636	-1.921
SD		8.670	17.639	18.461	32.500
FCF		9.875	21.439	31.527	12.339

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Orbis

En el año 2015, con la finalidad de atender a su plan estratégico para continuar con su internacionalización y crecimiento firma un “Senior Facility Agreement” con el fondo de deuda privada Highbridge Principal Strategy LLC para llevar a cabo la adquisición de la compañía brasileña Ability Tecnología e Serviços, S.A., el cual se detalla a continuación:

137

Cuadro 1: Detalle contrato Direct Lending Highbridge

El *Senior Facility Agreement* fue firmado el 23 de julio de 2015 por un importe total de 126 millones de euros con vencimiento a cinco años. La estructura del préstamo consiste en tres tramos por los importes y características que se indican a continuación:

- Tramo 1, por importe de 66.653.000 euros.
- Tramo 2, por importe de 31.000.000 euros cuyo objeto sería la financiación de una adquisición por parte del Grupo.
- Tramo 3, por importe de 28.347.000 euros cuyo objeto sería la financiación del crecimiento orgánico e inorgánico del grupo.

Intereses y gastos

El préstamo engloba intereses, gastos y comisiones incluyendo entre otros:

- Interés variable con referencia al Euribor (con un mínimo del 1%) más un diferencial del 8%.
- Comisiones por disponibilidad de las cantidades concedidas y no dispuestas.
- Comisiones de agencia.

Fuente: Memoria Grupo Ezentis 2015

En resumen, un importe de 126 millones de euros a un tipo de interés variable EURIBOR + 8% con un floor del 1%, además del otorgamiento de las garantías correspondientes. Se estaban endeudando a un mínimo del 9% variable, cuando los tipos de sintéticos de interés de nuevas operaciones de las entidades de crédito estaban entorno al 3,38% en esas fechas¹³.

Los ingresos del año 2016 en Perú fueron un 18% menos que los registrados en el año anterior, debido principalmente a la finalización de contratos de servicios en el sector eléctrico, así como a la ralentización en la demanda de determinados contratos. Además, no consiguen materializar la compra de Ability.

En el año 2017 y 2018, en Brasil y Colombia, la operación de nuevos contratos presenta márgenes menores en sus primeros meses de actividad como consecuencia de sus necesarios costes e inversiones de puesta en marcha, lo que hace que el EBITDA no tenga el crecimiento esperado.

Tabla 14: Evolución principales partidas PyG Grupo Ezentis (II)

<i>Tendencia</i>	2016	2017	2018
Ingresos de explotación	308.632	389.393	447.702
<i>Crecimiento</i>		26,17%	14,97%
EBITDA	30.470	29.209	12.539
<i>Crecimiento</i>		-4,14%	-57,07%
Intereses	22.774	27.198	41.827
<i>Crecimiento</i>		19,43%	53,79%
Resultado antes de impuestos	1.129	-9.791	-32.994
Beneficio después de impuestos	769	-6.781	-14.697

Fuente: Elaboración propia

138

Durante estos años el crecimiento se estancaba, pero los gastos financieros se disparaban por el alto diferencial respecto al Euríbor y las disposiciones adicionales del préstamo con Highbridge junto con los costes de cancelación del 2018 para reestructurar la deuda que detallaremos a continuación.

En 2018 con el entorno de tipos negativos, realiza un acuerdo con Muzinich para refinanciar su deuda y obtener una reducción significativa en el coste financiero por importe de 90 millones de euros, rebajando el diferencial del 8% al 4,75% del anterior contrato con Highbridge.

A continuación, se detallan los tramos de la deuda:

Cuadro 2: Detalle contrato Direct Lending Muzinich

La estructura del préstamo consiste en tres tramos por los importes y características que se indican a continuación:

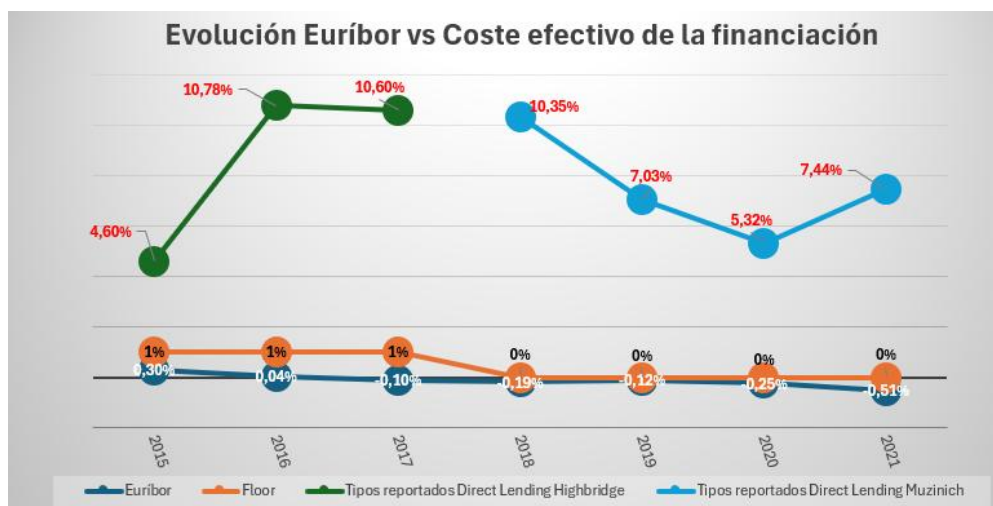
- Tramo A, por importe de 40.000.000 euros, cuyo objeto fue amortizar anticipadamente el préstamo con Highbridge Principal Strategy LLC.
- Tramo B, por importe de 45.000.000 euros, con la misma finalidad que el anterior.
- Tramo C, por importe de 5.000.000 euros, cuyo objeto es la financiación del crecimiento orgánico del Grupo.

Fuente: Memoria 2018



De los cuales 85 millones pertenecen a los Tramos A y B para amortizar la deuda anterior y 5 del tramo C para el crecimiento orgánico. Tipo de interés variable referenciado al Euríbor con floor del 0%.

Gráfico 22: Evolución Euríbor vs Coste de la financiación



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de euribor-rates.eu comparado con Memorias Ezentis

Tabla 15: Principales ratios Grupo Ezentis (II)

Año		2.016	2.017	2.018
Liquidez	AC/PC	1,03	1,16	1,08
Acid test	(AC - Inventarios)/PC	0,98	1,10	0,97
Cobertura de intereses	EBIT/Gtos. Fin	0,90	0,68	-0,01
RCSD	FCF/SD	0,43	0,17	0,19
Apalancamiento	Pasivo / Activo	0,929	0,887	0,901
Solvencia LP	Activo/Pasivo	1,08	1,13	1,11
ROA	EBIT / Activo	16,69%	14,11%	-0,31%
Kd	Intereses / Deuda financiera	19,94%	35,35%	18,42%
CFO		14.248	7.934	18.835
SD		23.827	52.313	120.856
FCF		10.261	8.671	23.381

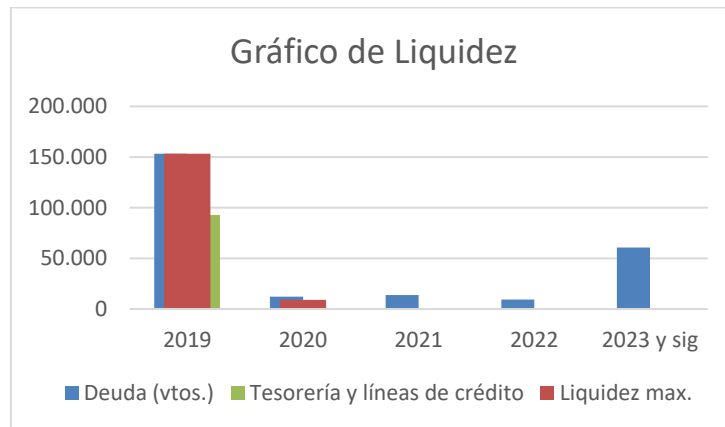
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Orbis

A pesar de que los indicadores de liquidez y solvencia seguían presentando valores aceptables sobre el papel, los ratios de cobertura de intereses y de cobertura del servicio de la deuda (RCSD) ya evidenciaban serias dificultades de la compañía para hacer frente a sus obligaciones financieras en caso de una disminución en la contratación. La aparente estabilidad del ratio de solvencia se sustentaba en las inversiones y adquisiciones de activos no corrientes financiadas mediante la deuda solicitada en ejercicios anteriores. Sin embargo, estos activos no estaban generando la rentabilidad esperada, lo que se reflejaba en una rentabilidad económica (ROA) inferior al coste de la deuda (Kd). Como consecuencia, los flujos de caja eran insuficientes para cubrir los compromisos financieros, y el aumento progresivo de los intereses comenzaba a manifestar una situación de deterioro financiero que encendía señales de alerta.

Durante el 2019 los ingresos se vieron aumentados por los contratos renovados durante los años anteriores. Además, en España realizaron las adquisiciones de las compañías CYS y EFF que impulsaron la cartera de proyectos, incorporándose nuevos clientes de especial relevancia, como Orange, Masmóvil y el Gobierno Vasco, además de la propia Ericsson, con la que se firmó una alianza estratégica comercial a 3 años.

Paralelamente la deuda estaba concentrada a corto plazo (venciendo a los 2 años)¹⁴, y la tesorería y líneas de crédito no podían hacer frente a la mayor parte de esta concentración, para ello tendría que hacer efectivo toda la cuenta de clientes de su balance (recordemos que estamos ante contratos de medio plazo, 3-5 años).

Gráfico 23: Calendario de vencimientos Ezentis



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Orbis

140

En 2020 pone a la venta su filial CYS tras los malos resultados por una caída de actividad y márgenes por el efecto del COVID y efecto divisa, y además se solicita un préstamo ICO para dar entrada de liquidez.

Ante la mala situación en 2021, toman la decisión de cesar los negocios en Chile, Perú y México, y entra como inversor relevante de Eléctrica Nuriel S.L.U, Francisco José Elías Navarro, para intentar aprovechar sinergias entre los modelos de negocio de ambos Grupos.

En 2022, con la subida de tipos de interés que acompañaba a la variabilidad de sus préstamos la compañía cae en una suspensión de cotización y petición de rescate a la SEPI la cual es rechazada y da entrada a la empresa en precurso.

A continuación, podemos observar como la tendencia negativa ya queda reflejada de forma marcada en la evolución de los ingresos, los intereses se reducen porque la compañía no puede hacerlos frente.



Direct lending como alternativa de financiación en el contexto actual europeo

Tabla 16: Evolución principales partidas PyG Grupo Ezentis (III)

	Tendencia	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de explotación		473.211	380.722	366.958	291.958	172.952	15.343
Crecimiento			-19,54%	-3,62%	-20,44%	-40,76%	-91,13%
EBITDA		48.659	9.246	-2.678	21.136	68.207	-1.484
Crecimiento			-81,00%	-128,96%	-889,25%	222,71%	-102,18%
Intereses		27.551	23.764	28.856	26.249	7.654	551
Crecimiento			-13,75%	21,43%	-9,03%	-70,84%	-92,80%
Resultado antes de impuestos		-7.382	-43.066	-106.352	-60.047	193.541	-1.664
Beneficio después de impuestos		4.014	-35.305	-144.149	-67.804	194.136	-1.668

Fuente: Elaboración propia

De forma aún más notoria se ve en el análisis del balance en el que observamos como se va deteriorando el activo y toda la financiación fluye hacia deuda acercándose cada vez más hacia la quiebra técnica.

Tabla 17: Análisis vertical Balance Grupo Ezentis (II)

	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024						
ACTIVO NO CORRIENTE	196.380	51,81%	192.209	57,48%	92.447	46,93%	34.047	44,97%	2.732	22,53%	2.151	34,00%
ACTIVO CORRIENTE	182.631	48,19%	142.187	42,52%	104.561	53,07%	41.671	55,03%	9.395	77,47%	4.176	66,00%
TOTAL ACTIVO	379.011	100,00%	334.396	100,00%	197.008	100,00%	75.718	100,00%	12.127	100,00%	6.327	100,00%
PATRIMONIO NETO	14.312	3,78%	38.752	-11,59%	163.287	-82,88%	206.058	-272,14%	5.125	-42,26%	3.643	-57,58%
PASIVO NO CORRIENTE	160.309	42,30%	182.424	54,55%	34.006	17,26%	5.956	7,87%	1.583	13,05%	793	12,53%
PASIVO CORRIENTE	204.390	53,93%	190.724	57,04%	326.289	165,62%	275.820	364,27%	15.669	129,21%	9.177	145,05%
TOTAL PASIVO + PN	379.011	100,00%	334.396	100,00%	197.008	100,00%	75.718	100,00%	12.127	100,00%	6.327	100,00%

141

Fuente: Elaboración propia

Tabla 18: Rating Moody's¹⁵ Grupo Ezentis durante el proceso

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Moody's	B3	B3	B3	B3	B3	B3	B3	B3	Caa	A1	Baa3
Riesgo	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Extremo	P-1	P-3
	Not Prime (Non - Investment Grade)									Investment Grade	

Fuente Elaboración propia a partir de datos de Moody's

En 2023, se da la escisión de la compañía, una con el negocio informático y otra NewCo con el de telecomunicaciones, siendo el principal accionista Elías Navarro, aceptando el Pool bancario una quita media del 81,25% para evitar el impago. Por lo que el fondo de Deuda Muzinich tiene que refinanciar la deuda.

Tabla 19: Plan de pagos deuda afectada

Detalle Deuda Financiera Grupo Ezentis				Calendario de Pagos					
€	Deuda Nominal	Quita	Deuda Sostenible	dic.-23	dic.-24	dic.-25	dic.-26	dic.-27	dic.-28
Muzinich	69.817.436,6	81,25%	13.090.769,4	69.345,8	587.295,4	768.813,4	1.322.911,3	1.592.764,2	2.312.058,8
Arcano	8.727.179,6	81,25%	1.636.346,2	8.668,2	73.411,9	96.101,7	165.363,9	199.095,5	289.007,4
Santander	17.198.333,3	81,25%	3.224.687,5	17.082,1	144.670,2	189.384,1	325.876,6	392.350,3	569.536,2
BBVA	7.588.888,9	81,25%	1.422.916,7	7.537,6	63.836,8	83.567,1	143.795,4	173.127,4	251.312,0
Caixa	7.588.888,9	81,25%	1.422.916,7	7.537,6	63.836,8	83.567,1	143.795,4	173.127,4	251.312,0
EBN	2.276.666,7	81,25%	426.875,0	2.261,3	19.151,0	25.070,1	43.138,6	51.938,2	75.393,6
Pichincha	1.897.222,2	81,25%	355.729,2	1.884,4	15.959,2	20.891,8	35.948,9	43.281,8	62.828,0
Financiación Sindicada	115.094.616,1	81,25%	21.580.240,5	114.317,1	968.161,3	1.267.395,2	2.180.830,2	2.625.684,8	3.811.447,9
Banco do Brasil	2.072.764,0	81,25%	388.643,2	2.058,8	17.435,8	22.824,8	39.275,0	47.286,5	68.641,2
Movida	2.085.018,0	81,25%	390.940,9	2.070,9	17.538,9	22.959,7	39.507,2	47.566,1	69.047,0
Otra Deuda Garantizada	4.157.782,0	81,25%	779.584,1	4.129,7	34.974,7	45.784,5	78.782,3	94.852,6	137.688,2
Deuda Financiera Afectada	119.252.398,1	81,25%	22.359.824,6	118.446,8	1.003.136,1	1.313.179,8	2.259.612,4	2.720.537,4	3.949.136,1

Fuente: Plan de Reestructuración de Grupo Ezentis, S.A. 2023

Parte de la deuda no sostenible de las entidades financiadoras se convirtió en obligaciones convertibles en acciones de la nueva entidad, Newco 1. Estas obligaciones permiten a sus titulares obtener un 20% del capital social de Newco tras completar la conversión de las obligaciones convertibles de clase C.

Tabla 20: Conversión de la deuda no sostenible Grupo Ezentis

TITULARES INICIALES DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES CLASE C O DERECHO DE CAPITALIZACIÓN	IMPORTE CAPITALIZABLE / CONVERTIBLE	NOMINAL
[MUZINICH PAN-EUROPEAN PRIVATE DEBT LUXCO S.A.R.L.]		3.863.367 €
[Banco Santander, S.A.]		1.035.202 €
[EBN Banco de Negocios, S.A.]		101.431 €
TOTAL		5.000.000 €

³ Nota: Si la media del EBITDA de NewCo Telecomunicaciones de 2026 y 2027 se sitúa entre 14.000.000€ y 15.000.000€, se capitalizarán los derechos de crédito que ostenten los Acreedores Afectados por Deuda No Sostenible (tal y como dichos términos se definen en el Plan de Reestructuración) en un 5% del capital de NewCo; o si la media del EBITDA de NewCo Telecomunicaciones de 2026 y 2027 es superior a 15.000.000€, se capitalizarán los derechos de crédito que ostenten los Acreedores Afectados por Deuda No Sostenible en un 10% del capital de NewCo Telecomunicaciones.

Fuente: Plan de Reestructuración de Grupo Ezentis, S.A. 2023

142

Quedando la deuda no sostenible, capitalizada de la siguiente forma:

Tabla 21: Porcentaje de capitalización deuda Grupo Ezentis

<i>Compañía</i>	<i>% Participación</i>
Electrónica Coner, S.L	42,50%
Excelsior Times, S.L.U	32,50%
MUZINICH PAN-EUROPEAN PRIVATE DEBT LUXCO S.À R.L	} 20%
EBN BANCO DE NEGOCIOS, S.A.	
BANCO SANTANDER, S.A.	
Grupo Ezentis, S.A	5%

Fuente: Plan de Reestructuración de Grupo Ezentis, S.A. 2023

El caso de Ezentis ejemplifica cómo una gestión inadecuada de la deuda y los flujos de caja puede llevar a una empresa a la quiebra, a pesar de operar en sectores estratégicos. La compañía, aunque experimentó crecimiento en ingresos, no logró equilibrar su deuda con su rentabilidad, lo que resultó en una carga financiera insostenible. También he de destacar la importancia del flujo de caja sobre las ventas, si las cuentas a cobrar crecen a un ritmo mayor que las ventas, podría ser un indicio de prácticas de contabilidad agresiva, ya que se estarían reconociendo ventas que aún no han generado efectivo con el fin de mejorar artificialmente los resultados. También resaltar la gestión del calendario de vencimientos para evitar concentraciones de pagos.

A pesar de intentos de refinanciación, como los acuerdos con Highbridge y Muzinich, los márgenes bajos y la falta de rentabilidad operativa generaron flujos de caja insuficientes para cubrir sus obligaciones. La crisis financiera de 2020, agravada por la pandemia y el



aumento de los tipos de interés, culminó en una escisión y la conversión de deuda en acciones.

5. CONCLUSIONES

De forma incuestionable el *Direct Lending* se consolidará como una fuente de financiación relevante para un amplio espectro de empresas en los próximos años, debido a su elevada flexibilidad y menor dependencia del sistema bancario tradicional. La evolución del mercado de deuda general estará condicionada, en gran medida, por el comportamiento de los tipos de interés.

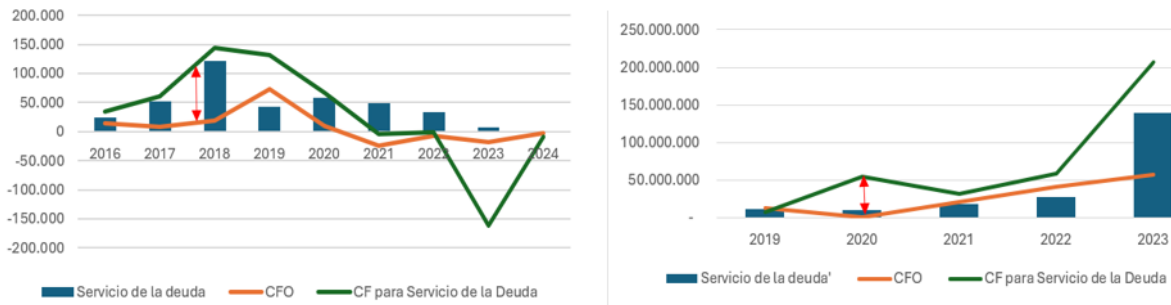
En escenarios de tipos bajos, los inversores podrían reorientarse hacia activos más líquidos y con menor riesgo, lo que podría moderar el crecimiento del mercado de deuda. No obstante, en dicho contexto, es previsible que muchas compañías acudan a este tipo de financiación para refinanciar sus préstamos actuales a condiciones más favorables, por lo que aumentará el volumen de operaciones, así como evolucionará el mercado de deuda general. Por el contrario, en entornos de tipos elevados, el *Direct Lending* representa una alternativa atractiva para los inversores, al ofrecer mayores retornos ajustados al riesgo que otros instrumentos de renta fija, al mismo tiempo que los bancos adoptan políticas crediticias más restrictivas, aumentando la cuota de mercado.

143

Por tanto, este mercado parece tener asegurada su continuidad y relevancia, si bien su expansión futura podría verse influida por el desarrollo de nuevas normativas específicas, que serán necesarias para unificar la regulación, puesto que hay una necesidad indiscutible de desarrollar el mercado de capitales para potenciar el crecimiento de la Unión Europea.

También a través de los casos prácticos, se ha puesto de manifiesto que la calidad y sostenibilidad del flujo de caja operativo es un elemento esencial para garantizar el cumplimiento de las obligaciones financieras asociadas a la financiación directa. En el caso de la empresa que no logró mantener su viabilidad, el servicio de la deuda dependía en gran medida de flujos de caja no vinculados a la actividad principal, procedentes principalmente de operaciones de financiación (como ampliaciones de capital o nueva deuda) y desinversiones, que mermarían aún más los flujos de caja operativos de años posteriores. Esta situación representa una clara señal de alerta desde el punto de vista financiero, ya que una dependencia estructural de recursos no recurrentes incrementa significativamente el riesgo de iliquidez y de incumplimiento, especialmente si no se consolida un crecimiento sostenible del flujo de caja generado por las operaciones ordinarias.

Gráfico 24: Cobertura del Servicio de la deuda | Fracaso (izq.) y Éxito (dcha.) |



Fuente: Elaboración propia.

Es habitual que, en determinados momentos, las empresas presenten desviaciones o carencias temporales (véase el gráfico 24) en la generación de flujos de caja operativos, lo que les obliga a recurrir a otras fuentes de financiación, como ampliaciones de capital, nueva deuda o desinversiones. No obstante, a medio y largo plazo, el flujo de caja operativo debe converger siendo una parte significativa del flujo de caja para el servicio de la deuda. Ningún modelo empresarial puede sostenerse indefinidamente si no es capaz de generar recursos suficientes a partir de su propia actividad.

144

Asimismo, se confirma la relevancia de mantener un diferencial positivo entre la rentabilidad económica (ROA) y el coste de la deuda. Cuando este margen es negativo o insuficiente, el apalancamiento pierde su efecto multiplicador y puede convertirse en un factor de riesgo, especialmente en este contexto, donde los tipos de interés suelen ser más elevados.

Finalmente, se resalta el valor de los ingresos recurrentes y predecibles en contextos de financiación apalancada. Las estructuras de ingresos estables permiten planificar con mayor certeza el servicio de la deuda y facilitan la atracción de capital en condiciones más favorables.

Factor	Caso éxito	Caso fracaso
Ratio cobertura de intereses	Alto	Bajo
ROA vs coste de deuda	Positivo	Negativo
Tendencia	Positiva	Inestable
Deuda	Estructurada	Concentrada
Flujo de caja	Estable	Volátil

Desde un enfoque aplicado, la evidencia indica que los inversores en *direct lending* deberían centrarse en empresas con flujos de caja predecibles y niveles de endeudamiento sostenibles. Por su parte, las compañías prestatarias deberían evitar configuraciones financieras que impliquen una elevada concentración de vencimientos o costes de financiación que excedan su rentabilidad operativa.



6. ANEXOS

1. Equivalencia de las calificaciones de Agencias de Rating

Characterization of debt and issuer (source: Moody's)	Rating			Linear transformations	
	S&P	Moody's	Fitch	Scale 21	Scale 17
Highest quality	AAA	Aaa	AAA	21	17
High quality	AA+	Aa1	AA+	20	16
	AA	Aa2	AA	19	15
	AA-	Aa3	AA-	18	14
Strong payment capacity	A+	A1	A+	17	13
	A	A2	A	16	12
	A-	A3	A-	15	11
Adequate payment capacity	BBB+	Baa1	BBB+	14	10
	BBB	Baa2	BBB	13	9
	BBB-	Baa3	BBB-	12	8
Likely to fulfil obligations, ongoing uncertainty	BB+	Ba1	BB+	11	7
	BB	Ba2	BB	10	6
	BB-	Ba3	BB-	9	5
High credit risk	B+	B1	B+	8	4
	B	B2	B	7	3
	B-	B3	B-	6	2
Very high credit risk	CCC+	Caa1	CCC+	5	
	CCC	Caa2	CCC	4	
	CCC-	Caa3	CCC-	3	
Near default with possibility of recovery	CC	Ca	CC	2	1
			C		
Default	SD	C	DDD		
	D		DD	1	
		D			

145

Fuente: ResearchGate

2. Estados financieros Idesamgar, S.L

Balance de situación

	2019	2020	2021	2022	2023	
ACTIVO NO CORRIENTE	180.856.243	194.058.533	185.576.238	177.342.740	163.442.754	89,0%
Inmovilizado inmaterial	769.500	738.720	1.244.671	1.147.896	1.051.119	0,6%
Inmovilizado material	164.992.484	171.042.361	174.712.397	167.878.452	160.465.315	87,4%
Otros activos fijos	15.094.259	22.277.452	9.619.170	8.316.392	1.926.320	1,0%
ACTIVO CORRIENTE	11.478.037	25.937.765	46.158.914	57.239.554	20.163.125	11,0%
Existencias	-	-	-	236.087	-	0,0%
Clientes	89.291	5.668.858	7.961.578	15.705.843	3.598.796	2,0%
Efectivo y equiv.	7.547.569	17.916.542	33.407.977	36.507.193	16.501.007	9,0%
Otros activos corrientes	3.841.177	2.352.365	4.789.359	4.790.431	63.322	0,0%
ACTIVO TOTAL	192.334.280	219.996.298	231.735.152	234.582.294	183.605.879	100,0%
PATRIMONIO NETO	- 22.895.271	- 18.574.341	909.782	10.422.951	12.115.813	6,6%
Capital social	2.638.042	2.638.042	2.638.042	2.638.042	2.638.042	1,4%
Otros fondos propios	- 25.533.313	- 21.212.383	- 1.728.260	7.784.909	9.477.771	5,2%
PASIVO NO CORRIENTE	206.255.996	132.334.954	214.404.991	208.183.202	159.509.539	86,9%
Deuda a largo plazo	206.255.996	128.161.109	209.942.542	195.863.560	145.047.932	79,0%
Otros pasivos no corrientes	-	4.173.845	4.462.449	12.319.642	14.461.607	7,9%
PASIVO CORRIENTE	8.973.555	106.235.685	16.420.379	15.976.141	11.980.527	6,5%
Deuda a corto plazo	5.614.726	98.453.321	6.341.980	6.444.801	8.518.797	4,6%
Acreeedores	142	295.653	2.743.686	-	-	0,0%
Otros pasivos corrientes	3.358.687	7.486.711	7.334.713	9.531.340	3.461.730	1,9%
PN + PASIVO	192.334.280	219.996.298	231.735.152	234.582.294	183.605.879	100,0%

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de explotación	6.504	14.468.334	54.931.141	69.547.750	39.561.561
Costes de los bienes vendidos	92.750	36.429	0	0	0
Beneficio bruto	-86.246	14.431.905	54.931.141	69.547.750	39.561.561
Otros gastos de explotación	888.851	8.379.638	14.542.355	14.193.531	18.274.861
EBIT	-975.097	6.052.267	40.388.786	55.354.219	21.286.700
Ingresos financieros	41.760	4.333.106	0	0	2.642
Gastos financieros	6.280.586	4.446.156	7.767.320	15.080.491	13.230.214
Result. ordinarios antes impuestos	-7.213.923	5.939.217	32.621.466	40.273.728	8.059.128
Impuestos	-1.803.517	1.766.781	9.638.669	10.070.082	2.027.970
Resultado actividades ordinarias	-5.410.406	4.172.436	22.982.797	30.203.646	6.031.158
Extr. y otros P&G	0	0	0	0	0
Beneficio neto	-5.410.406	4.172.436	22.982.797	30.203.646	6.031.158

Flujo de Caja

	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA	- 975.059	12.456.085	48.187.546	63.384.524	28.796.613
Amortizaciones	38	6.403.818	7.798.760	8.030.305	7.509.913
EBIT	- 975.097	6.052.267	40.388.786	55.354.219	21.286.700
Impuestos	1.803.517 -	1.766.781 -	9.638.669 -	10.070.082 -	2.027.970
NOPAT	828.420	4.285.486	30.750.117	45.284.137	19.258.730
NOF	8.119.208	18.155.401	36.080.515	47.708.214	16.701.395
+ variación NOF (-)	12.418.425 -	10.036.193 -	17.925.114 -	11.627.699	31.006.819
CFO	13.246.883	653.111	20.623.763	41.686.743	57.775.462
-Inversiones	59.889.631	6.798.510 -	9.877.237 -	8.465.043 -	13.379.594
CFO después de inversión	46.642.748 -	6.145.399	30.501.000	50.151.786	71.155.056
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-
Aumento Deuda fin	53.833.028	57.045.700	734.698	8.219.659	135.778.723
Ingresos financieros	41.760	4.333.106	-	-	2.642
Rdos extraordinarios	-	-	-	-	-
Total Generación de fondos	53.874.788	61.378.806	734.698	8.219.659	135.781.365
Cash flow para el SD	7.232.040	55.233.407	31.235.698	58.371.445	206.936.421
Devolución deuda	5.500.000	34.000.123	10.928.000	12.142.000	188.448.000
Intereses	6.280.586	4.446.156	7.767.320	15.080.491	13.230.214
Dividendos	-	-	-	-	-
Cash Flow final	- 4.548.546	16.787.128	12.540.378	31.148.954	5.258.207

Fuente: Elaboración propia.



3. Estados financieros Grupo Ezentis, S.A

Balance de situación abreviado

	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024	
ACTIVO NO CORRIENTE	131.806	128.631	133.053	196.380	192.209	92.447	34.047	2.732	2.151	34,00%
ACTIVO CORRIENTE	119.691	150.884	189.411	182.631	142.187	104.561	41.671	9.395	4.176	66,00%
TOTAL ACTIVO	251.497	279.515	322.464	379.011	334.396	197.008	75.718	12.127	6.327	100,00%
PATRIMONIO NETO	17.790	31.621	32.038	14.312	38.752	163.287	206.058	5.125	3.643	-57,58%
PASIVO NO CORRIENTE	117.205	117.381	115.405	160.309	182.424	34.006	5.956	1.583	793	12,53%
PASIVO CORRIENTE	116.502	130.513	175.021	204.390	190.724	326.289	275.820	15.669	9.177	145,05%
TOTAL PASIVO + PN	251.497	279.515	322.464	379.011	334.396	197.008	75.718	12.127	6.327	100,00%

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de explotación	389.393	447.702	473.211	380.722	366.958	291.958	172.952	15.343
Coste de bienes vendidos	7.293	-34.341	-35.921	-19.240	0	0	0	0
Otros artículos de funcionamiento	-367.477	-400.822	-388.631	-352.236	-369.636	-270.822	-104.745	-16.827
EBITDA	29.209	12.539	48.659	9.246	-2.678	21.136	68.207	-1.484
Depreciación Total, Amort. Y Depl.	-10.833	-12.945	-27.713	-25.515	-35.592	-36.397	-6.483	-259
EBIT	18.376	-406	20.946	-16.269	-38.270	-15.261	61.724	-1.743
Ingresos financieros	1.590	2.472	2.211	3.497	2.389	1.362	143.450	662
Gastos financieros	-27.198	-41.827	-27.551	-23.764	-28.856	-26.249	-7.654	-551
Other Non Oper./ Financial Inc./ Exp.	-2.559	6.767	-2.988	-6.530	-41.615	-19.899	-3.979	-32
Resultado antes de impuestos	-9.791	-32.994	-7.382	-43.066	-106.352	-60.047	193.541	-1.664
Impuestos	3.010	18.297	11.396	7.761	-37.797	-7.757	595	-4
Beneficio neto	-6.781	-14.697	4.014	-35.305	-144.149	-67.804	194.136	-1.668

147

Flujo de Caja

	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024
EBITDA	29.209	12.539	48.659	9.246	-2.678	21.136	68.207	-1.484
-Amortizaciones	10.833	12.945	27.713	25.515	35.592	36.397	6.483	259
EBIT	18.376	-406	20.946	-16.269	-38.270	-15.261	61.724	-1.743
Impuestos	3.010	18.297	11.396	7.761	-37.797	-7.757	595	-4
NOPAT	21.386	17.891	32.342	-8.508	-76.067	-23.018	62.319	-1.747
+ Variación de las NOF(-)	-13.452	944	40.532	17.420	51.239	15.628	-81.206	-1.273
CFO	7.934	18.835	72.874	8.912	-24.828	-7.390	-18.887	-3.020
-Inversiones / + desinversiones	88	-2.163	393	3.043	419	6.549	2.244	34
CFO después de inversiones	8.022	16.672	73.267	11.955	-24.409	-841	-16.643	-2.986
+ Ampliaciones de capital	17.776	10.879	0	0	39.740	0	-139.032	3
+ Aumento Deuda fin	33.596	114.214	56.713	51.215	-21.467	-2.409	-149.635	-5.909
+ Ingresos financieros	1.590	2.472	2.211	3.497	2.389	1.362	143.450	662
Total Generación de fondos	52.962	127.565	58.924	54.712	20.662	-1.047	-145.217	-5.244
Cash flow para el SD	60.984	144.237	132.191	66.667	-3.747	-1.888	-161.860	-8.230
- Devolución deuda	25.115	79.029	15.558	33.894	20.422	6.835	-	-
- Intereses	-	27.198	-41.827	-27.551	-23.764	-28.856	-26.249	-7.654
- Dividendos	0	0	0	0	0	0	0	0
Cash Flow final	8.671	23.381	89.082	9.009	-53.025	-34.972	169.514	8.781

Fuente: Elaboración propia.

BIBLIOGRAFÍA

- ANTARES CAPITAL. (S.F.). *Benefits of Senior Secured Direct Lending*. [antares-whitepaper-BenefitsofSeniorSecuredLending-v03.pdf](#) [Consulta: 18/01/2025]
- DELOITTE (2024) *The Private Debt Deal Tracker Spring 2024*. <https://www.deloitte.com/be/en/services/consulting-financial/perspectives/private-debt-deal-tracker.html> [Consulta: 05/03/2025]
- DIRECCIÓN GENERAL DE ESTABILIDAD FINANCIERA, REGULACIÓN Y RESOLUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA. (2024). Principios Básicos de Basilea para una supervisión bancaria eficaz. *Revista de Estabilidad Financiera* número 46 - Primavera 2024 https://www.bde.es/f/webbe/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/24/1_REF46_BCP.pdf. [Consulta: 19/01/2025]
- 148 DRAGHI, M. (2024). *The future of European competitiveness*. European Commission. https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en#paragraph_47059 [Consulta: 21/01/2025]
- GUMÀ, A., LAMA, R., & NOYA, E. (2023). *El direct lending: Una alternativa creciente en la financiación a empresas*. Instituto de Estudios Financieros. https://www.iefweb.org/publicacio_odf/el-direct-lending-una-alternativa-creciente-en-la-financiacion-a-empresas [Consulta: 08/02/2025]
- KLEIN, A., & MANET, C. (2025). *Préstamos directos europeos en 2025: el panorama más allá de la masificación*. Pictet Asset Management. <https://am.pictet.com/es/es/institutions/perspectivas-de-inversion/alternativos/2025/deuda-privada-mas-alla-de-la-masificacion> [Consulta: 08/02/2025]
- KPMG. (2024). *Private debt Fund Survey 2024. Unlocking a new world of alternative investments for the retail market*. https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/lu/pdf/2024_Private_Debt_Fund_Survey.pdf [Consulta: 16/03/2025]
- LISO, J., BALAGUER, T., & SOLER, M. (1996). *El sector bancario europeo: Panorama y tendencias*. La Caixa, págs 304-344



MASCAREÑAS, J. (2019). *Fusiones y Adquisiciones de empresas*. Ecobook, págs 170-186

PUEYO, F. J., & PÉREZ-SANTAMARINA ATIÉNZAR, M. (2025). *Los mercados privados de capitales*. CNMV. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT_88_los_mercados_privados_ES.pdf [Consulta: 07/04/2025]

REFERENCIAS

¹ Además, de los acuerdos de cooperación firmados por el Banco Central Europeo y la SEC por la Ley Dodd Frank.

² Publicados el 30/04/2024 y 20/05/2025 respectivamente.

³ Datos del último informe de la FSB (Financial Stability Board) - *Global Monitoring on Non-Bank Financial Intermediation (Dec-2024)*.

⁴ En el apartado de Riesgos se abordará el tema de la regulación.

⁵ The future of European competitiveness.

149

⁶ En la selección se ha filtrado por Direct Lending, Co-Investment, Buy Outs, Distressed Debt, Mezzanine, Special Situations, Venture Debt y Private Debt Fund of Funds. Datos en MM€.

⁷ Los estándares de crédito son las directrices internas o criterios de aprobación de préstamos de un banco.

⁸ Ejemplo de ello son el Banco Santander con el fondo Tresmares, los fondos lanzados por HSBC AM o Natixis CIB que veremos en la parte práctica.

⁹ Datos en Euros.

¹⁰ Disponibles en los anexos.

¹¹ Datos en miles de euros

¹² Hay que tener en cuenta que la deuda no sólo se cubrirá con flujos de caja operativos, también la atenderá la tesorería actual, líneas de crédito o nueva deuda/ampliaciones, desinversiones entre otros.

¹³ Dato del Banco de España. Tipos de interés (TAE y TEDR) de nuevas operaciones.

¹⁴ Apartado Riesgo de Liquidez, Nota 3 Memoria Grupo Ezentis 2018.

¹⁵ Las calificaciones son ‘Implied ratings’, es decir estimadas por probabilidades de incumplimiento automatizadas por parte de Moody’s, no son evaluaciones determinadas como las ‘Issuer ratings’.

