

El atractivo de los fondos de deuda en la era «post-covid»



Al igual que sucedió con la crisis financiera de 2008, la crisis del COVID-19 ha generado una importante oportunidad para los financiadores alternativos, particularmente relevante en el «mid-market», segmento en el que las entidades bancarias están optando por aplicar estructuras conservadoras y reducir el apalancamiento concedido a las empresas. Así, el hueco para financiadores alternativos se postula como un elemento clave en el panorama de financiación en los próximos meses.

Isabel Gaya | Consultora del área de Corporate Finance de Afi

El drástico impacto en la economía provocado por la pandemia del coronavirus ha marcado fuertemente el entorno actual de financiación. Al igual que sucedió con la crisis financiera de 2008, se está produciendo un **proceso de dislocación financiera** entre bancos y financiadores alternativos. En este caso, las entidades bancarias están priorizando su actividad en proveer liquidez a corto plazo a compañías solventes a cierre de 2019 en las que ya tenían exposición previa, fomentado por el cumplimiento de los requisitos impuestos por las autoridades públicas para resultar elegible en sus líneas de apoyo a la financiación empresarial en el contexto del COVID-19.

Así, actualmente el dinero bancario «nuevo» se está focalizando principalmente en compañías cuya situación no sea compleja y sus necesidades de financiación sean a

corto plazo, dejando a un lado la demanda de financiación del resto del tejido empresarial. En este entorno, el papel de **financiadores alternativos de deuda** como complemento en las necesidades de financiación de las corporates ante la reducción del riesgo concedido por las entidades bancarias va a tomar un papel relevante en los próximos meses.

DEUDA MEZZANINE Y UNITRANCHE EN EMPRESAS MADURAS

Entre los fondos que ocuparán un papel más destacado en el corto plazo se encuentran los fondos de deuda *mezzanine* y *unitranche*.

La **deuda mezzanine** es un tipo de deuda subordinada a la deuda senior, tanto en garantías como en plazo, y que

FONDOS DE DEUDA MEZZANINE Y UNITRANCHE

Capital		
Deuda Mezz	Fondos mezzanine	Fondos Unitranche
Deuda senior	Fondos deuda senior	
	Unitranche	Mezzanine
Retorno	6-9%	10-15%
Segmento	Mid Cap	Small & Mid Cap

Fuente: Afi.

permite un apalancamiento extra sobre la deuda senior, generalmente en 1x-1,5x EBITDA. Su mayor coste financiero (EURIBOR + 10%-15%) y la exigencia de un puesto en el consejo de administración de la empresa prestataria, aun como mero observador, se ven compensados por la gran flexibilidad que aportan sus instrumentos, los cuales se adaptan a las necesidades concretas de la compañía, así como a la generación de flujos, tanto en plazo (típicamente 5-7 años), como en tipo de amortización *bullet* (devolución del principal al final del período), pago de intereses (gran parte de los mismos son capitalizables a vencimiento, en lugar de su pago en *cash*) y menor tiempo de formalización de la concesión.

Por su parte, la **deuda unitranche** es un tipo de financiación que combina deuda senior con deuda subordinada en un único instrumento de deuda.

VENTURE DEBT COMO ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN EN START-UPS

El *venture debt* es un **instrumento híbrido que combina deuda y capital y que se postula como una financiación alternativa cada vez más demandada en start-ups y en empresas en crecimiento** que todavía no generen flujos de caja positivos o que no cuenten con activos relevantes para utilizar como garantía. Este + de mercado no se encuentra cubierto, o se encuentra cubierto con grandes limitaciones, por las entidades financieras, las cuales suelen exigir garantías, flujos de caja positivos e histórico de actividad.

Se trata, por tanto, de un **complemento a la financiación de capital otorgada por el *venture capital***, incrementando la recaudación obtenida en las primeras rondas de financiación, a la vez que permite minimizar la dilución de los accionistas a cambio de ciertas garantías o derechos de compra de acciones que compensan el mayor riesgo de la operación (*warrant*).

La minimización de la dilución de los accionistas resulta especialmente destacable en el entorno *covid* en el que nos encontramos, ya que permite evitar valoraciones del negocio deprimidas que diluirían, aún más de lo previsto en una situación normalizada, la participación accionarial de los accionistas promotores.

En concreto, es práctica habitual que el fondo de *venture debt* solicite opciones sobre acciones de la compañía solicitante de la deuda en el entorno del 20%-30% del valor del préstamo (*equity kicker*), lo que significa que un porcentaje del valor nominal del préstamo puede convertirse en acciones al precio por acción estipulado (generalmente, el de la última ronda de financiación cerrada o el de la siguiente ronda de financiación con descuento).

Para su concesión, el fondo exige un respaldo de otro inversor, tal como un *business angel* o un fondo de capital riesgo, dado que solo toman una participación minoritaria en la compañía. Como características principales: i) el plazo de concesión del préstamo suele ser de 3-5 años; ii) generalmente se aplica un período de carencia en la amortización del principal; iii) el tipo de interés exigido suele rondar el 10%; y iv) la rentabilidad para el fondo puede llegar a niveles del 20% o superiores si la compañía tiene éxito a través de la ejecución del *warrant*. La devolución del préstamo puede provenir tanto de la propia generación de caja futura de la compañía como de la refinanciación de la deuda mediante otra ronda de capital o financiación bancaria, una vez que la compañía sea más sólida.

Respecto a sus usos, **existen diferentes modalidades de *venture debt***, como la modalidad de expansión (utilizada para operaciones de fusiones y adquisiciones o para la financiación de crecimiento), la modalidad de financiación de cuentas por cobrar o la modalidad de financiación de equipos.

Aunque no existe limitación sectorial para el acceso a *venture debt*, sí que existe un foco especial en la tipología de proyectos digitales y escalables. En concreto, se trata de un tipo de financiación particularmente utilizada por empresas de base tecnológica en sus etapas iniciales. Facebook, YouTube, Uber, Square, Box o Airbnb son un claro ejemplo de ello. En el ámbito nacional, existen tres *players* con actividad en España: Inveready, Zubi Labs y Sabadell Venture Capital.

El potencial a futuro para esta tipología de fondo es claro y auguramos una dinámica muy activa en el corto y medio plazo ::