

## THE WALL STREET JOURNAL.

## La nueva fórmula de Wall Street para financiar startups no rentables

MATT WIRZ  
THE WALL STREET JOURNAL

¿No hay ganancias? No hay problema. Inversionistas están canalizando dinero a compañías de software poco rentables a través de un nuevo tipo de acuerdo de deuda.

Prestamistas no bancarios como Golub Capital, Alliance-Bernstein Holdings LP y Owl Rock Capital Partners LP han emitido bonos respaldados por activos para ayudar a financiar unos 2 mil millones de dólares en créditos a esas compañías desde noviembre, según datos de Kroll Bond Rating Agency Inc. y S&P Global Market Intelligence. Muchos de los préstamos son para empresas de software de rápido crecimiento, pero que aún no son rentables.

La racha de tratos recientes es el indicador más reciente de que inversionistas grandes han reanudado su cacería de deuda de alto rendimiento para compensar las bajas tasas de interés en bonos gubernamentales y corporativos más seguros.

También destaca el creciente alcance de los fondos de deuda privada, que han reemplazado a los bancos en muchos tratos y han sorteado el Covid-19 pese a temores de que se verían afectados por un aumento en la morosidad.

Los créditos que respaldan a los bonos complejos —conocidos como titulaciones respaldadas por activos, o ABS por sus siglas en inglés— pueden ser pequeños, como los 25 millones de dólares que Golub otorgó al especialista en entrega de software CloudBees Inc.

Otros tratos alcanzan cientos de millones de dólares, como el préstamo de 300 millones de dólares que Owl Rock extendió para respaldar la compra anticipada de la compañía de seguridad de software Checkmarx realizada por la firma de capital privado Hellman & Friedman LLC.

Golub ha estado otorgando los préstamos desde el 2013 y no ha registrado moras, ni siquiera durante la crisis económica inducida por la pandemia el año



En operaciones poco ortodoxas, prestamistas no bancarios financian a empresas de tecnología no rentables.

pasado, mostró un informe de calificación crediticia.

Las compañías a menudo piden préstamos para impulsar el crecimiento sin recurrir a ventas adicionales de acciones que diluyen a los accionistas existentes. Si los prestatarios pasan por momentos difíciles, pueden reducir los costos para generar dinero y cubrir sus deudas, lo que protege a los compradores de los bonos ABS, explicaron fuentes involucradas en los tratos.

No obstante, algunos administradores de fondos dicen que los nuevos acuerdos sólo acumulan más deuda, pasando por alto el riesgo de incumplimiento de pago en las compañías relativamente inmaduras.

La demanda de bonos ABS respaldados por préstamos corporativos convencionales, llamados obligaciones colateralizadas por deuda, o CLOs, surgió a fines del año pasado al tiempo que los mercados se recuperaban de la liquidación provocada por la pandemia.

Sin embargo, las transacciones nuevas son tan poco ortodoxas que grandes firmas calificadoras de créditos como Moody's Investors Service y Standard & Poor's Global Ratings no califican la mayoría de ellas,

señalaron las fuentes.

En vez de ello, la mayoría de los tratos ha sido calificada por Kroll Bond Rating Agency, una de las tres firmas más pequeñas que compiten con Moody's y S&P en el rubro de ratings crediticios.

Los bonos amplifican la cantidad de dinero que las firmas que los emiten pueden prestar. Los fondos de deuda privados extienden préstamos a docenas de compañías, usando su propio capital y dinero recaudado de la emisión de bonos ABS. El flujo de efectivo obtenido de los préstamos combinados paga capital e intereses a los tenedores de bonos ABS sin que los fondos o sus clientes reciban algún excedente.

Un solo banco de inversión, MUFG Securities Americas Inc. ha arreglado todos los tratos para los prestamistas, vendiéndolos principalmente a inversionistas estadounidenses especializados en bonos ABS, indicaron las fuentes.

“Éstas son compañías sanas que están siendo financiadas de manera totalmente inapropiada”, aseveró Dan Zwirn, fundador de Arena Investors LP quien ayudó a innovar los préstamos directos mediante su firma anterior, D.B. Zwirn & Co.

Los fondos de deuda que los extienden créditos corporativos

por debajo del grado de inversión históricamente han otorgado préstamos a compañías que están siendo adquiridas por firmas de capital privado.

Los prestamistas utilizaban la proporción de deuda-ganancias, a menudo llamada apalancamiento, para analizar si las compañías objetivo podían respaldar la deuda en la que se estaba incurriendo para adquirirlas.

A medida que las compañías tecnológicas se convertían en una parte más importante de la economía estadounidense, también las firmas de capital privado empezaron a comprarlas, comenzando con los negocios establecidos y rentables antes de optar por empresas más especulativas que tradicionalmente dependían de capital de riesgo para obtener dinero.

Los inversionistas de deuda tradicionalmente han sido reacios a extender créditos a compañías poco o nada rentables porque no pueden obtener los rendimientos espectaculares de los inversionistas de capital si un negocio es exitoso, pero aún pueden incurrir en pérdidas considerables si fracasa.

Esa actitud ha cambiado en años recientes a medida que los inversionistas se han sentido más

seguros de que tales compañías no fracasarán, gracias a su propia confianza en las compañías y al apoyo comprometido de firmas de capital privado que han pagado un alto precio por los negocios.

Firmas tales como Golub se concentraron en proveedores de software como servicio, o SaaS, que autorizan el uso de su tecnología a negocios, desde hospitales hasta salones de belleza, con contratos a largo plazo.

Los administradores de fondos empezaron a extender préstamos garantizados por ingresos recurrentes de los contratos, creyendo que los flujos de dinero eran lo suficientemente predecibles para respaldar pagos de deuda ya que los usuarios finales del software se volvían muy dependientes de éste.

“Empezamos a extender préstamos sobre ingresos recurrentes en el 2013”, señaló Craig Benton, director de productos estructurados en Golub. A medida que crecía el negocio, la firma empezó a sacar préstamos bancarios para incrementar la cantidad que podía prestar y para mejorar sus rendimientos.

Golub empezó a explorar el uso de bonos ABS para desarrollar aún más su actividad de préstamos a compañías de software hace unos tres años, y reunió 209 millones de dólares de deuda con su primer trato en octubre del 2019.

Los efectos financieros del coronavirus detuvieron las ventas de bonos ABS más riesgosos durante gran parte del 2020, pero MUFG colocó nuevos financiamientos para Golub y Owl Rock en noviembre y ha cerrado otros tres acuerdos desde entonces.

La calidad crediticia promedio de los préstamos es el equivalente a deuda con una calificación de B o triple C, dos de los niveles más bajos en el escalafón de ratings crediticios, de acuerdo con la investigación de Kroll.

Si los deudores incumplen, no está claro cuánto recuperarán los prestamistas.