

A FONDO

UN NUEVO PARADIGMA DE FINANCIACIÓN PARA LAS 'START UP'

# Deuda para sobrevivir al frenazo inversor

Cada vez más 'start up' recurren a la deuda para financiarse ante la ralentización de la inversión del capital riesgo y el desplome de las valoraciones. **Por Javier García**

El paradigma de la inversión en España ha cambiado de forma radical en los últimos meses. La liquidez que ha inundado el mercado en 2020 y 2021 ya es historia y los emprendedores buscan ahora nuevas fórmulas para financiarse en un contexto en el que las condiciones se han endurecido y los inversores son mucho más exigentes. Recurrir a la deuda se ha convertido en un recurso cada vez más utilizado para sortear las turbulencias que vive el mercado. Operaciones recientes como la de Exoticca, Housfy o MyInvestor muestran el interés de las *start up* por explorar este tipo de productos.

En septiembre del año pasado, la agencia de viajes online Exoticca captó 20 millones de euros a través de una línea de *venture debt* (préstamos convertibles en acciones) liderada por el fondo especializado Claret Capital Partners, que ha respaldado también a otras tecnológicas locales como Spotahome, JobandTalent o Playtomic.

Dos meses más tarde fue el neobanco MyInvestor, creado por el grupo andorrano Andbank, el que levantó 15 millones en notas convertibles en acciones de sus actuales inversores, entre los que figuran El Corte Inglés y Axa España.

El último en recurrir al pasivo como vía de financiación ha sido la inmobiliaria online Housfy. En enero, la *start up* cerró una ronda de 15 millones, compuesta mayoritariamente por deuda, liderada por la gestora Incus Capital.



Pere Vallès, consejero delegado de la agencia de viajes online Exoticca.

Otra operación cerrada ha sido la de la cadena española de alojamientos en la naturaleza Kampaoh que ha recibido 12,5 millones de euros en deuda aportados por Alter Capital o BBVA y 1,5 millones en capital de los socios actuales con JME y Axon Partners.

**La deuda gana peso**  
Fuentes del sector, consultadas por EXPANSIÓN, confirman que la deuda ha ido ganando peso en los últimos meses a medida que acceder a *equity* se ha convertido en una misión cada vez más compli-

**'Start up' como Housfy, MyInvestor o Exoticca recurren a la deuda como vía para financiarse**

**Buscan defender sus valoraciones y ganar tiempo para fijar un precio en una ronda más adelante**

cada. "El ajuste de las valoraciones, el descenso de la inversión y la situación macroeconómica han cambiado el panorama de financiación de las compañías tecnológicas", explica Silvia Altieri, socia de Ecija Abogados, despacho que asesora habitualmente a *start up*. "Hay un mayor uso de la deuda porque las *start up* buscan no depender únicamente del capital riesgo. A día de hoy tenemos más clientes centrados en este área que en el de *fundraising*", señala.

Detrás de esta decisión está el miedo de muchos fundado-



res a ver sus valoraciones recortadas si salen al mercado en busca de inversores. Para evitar este ajuste hay quien está optando por transacciones con deuda, que no modifican la valoración de la empresa, como puente para una potencial ronda posterior que ya sí fije el precio. En el caso de la deuda convertible, permite posponer la fijación de la valoración hasta el momento en el que se ejecute la conversión de esas notas por parte de los inversores.

"Los fundadores quieren defender sus valoraciones. Cuanto más madura es la *start up*, mayor puede ser el ajuste en el precio. Por eso la mayoría está optando por conservar efectivo y retrasar la ronda con la esperanza de que los precios se hayan estabilizado y haya más soporte cuando salgan al mercado", indica José Miguel Herrero, director general de Big Sur Ventures, fondo español especializado en fases iniciales.

Las mismas incertidumbres que han frenado la inversión del capital riesgo, sostiene Herrero, han creado un clima perfecto para que el *venture debt* despliegue su negocio.

Cada vez es más habitual, de hecho, ver en las rondas un pequeño componente de deuda que hace que la dilución de los emprendedores y los inversores presentes sean menor. "Facilita la estructuración de las rondas y, en la medida en que cada vez hay más competencia, los términos son más favorables", señala Javier Torremocha, cofundador del fondo español Kibo Ventures, uno de los primeros inversores en unicornios como Devo o Flyware.

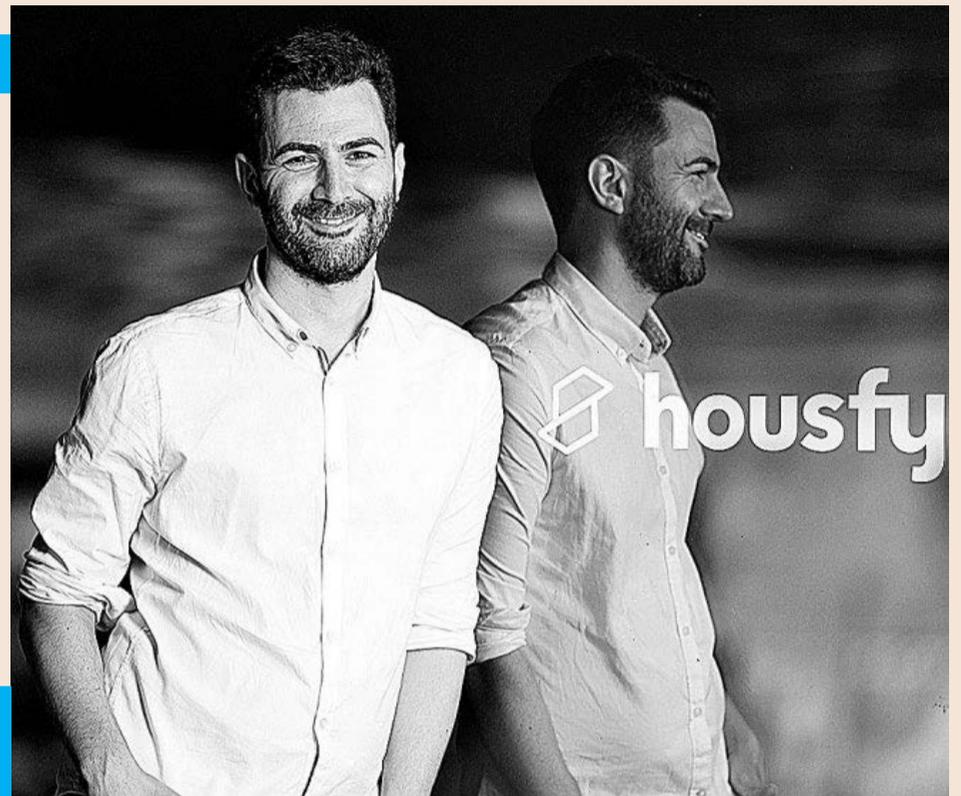
Surgida en Silicon Valley y muy utilizada en el sector tecnológico de Estados Unidos, este tipo de financiación ha aterrizado relativamente tarde en España. La entrada de actores internacionales especializados e incluso de la banca tradicional -BBVA ofrece este producto a través de Spark, su división especializada en servicios financieros para *start up*- están impulsando su adopción.

Para Torremocha se trata de un síntoma de madurez del ecosistema tecnológico. "Cuando el ecosistema era muy incipiente sólo había *equity* y unos pocos fondos. A medida que ha madurado se



La cadena de alojamientos Kampaoh ha recibido 12,5 millones de euros.

Albert Bosch, CEO de la inmobiliaria online Housfy.



Los inversores esperan que la actividad se recupere...

...en la segunda mitad de este año

No existe la certeza de que el ajuste de las valoraciones se haya completado y susos como la reciente quiebra del Silicon Valley Bank no han hecho sino añadir más incertidumbre. La previsión de los inversores es que la actividad se recupere en la segunda mitad del año, aunque todo es muy volátil. “Hace doce meses te hubiera dicho que a estas alturas del año se habrían normalizado las cosas pero sigue existiendo una incertidumbre importante”, destaca Herrero. “Pienso que para final de este año o principios del que viene las cosas habrán vuelto a la normalidad”, añade el experto.

Una opinión compartida por el fundador de Kibo Ven-

tures: “Fondos que levantaron capital en 2020 o 2021 tienen la necesidad de invertir y las *start up* van a demandar dinero. Seguramente en la recta final del año volvamos a lo que era la normalidad entre 2012 y 2019, cuando había un equilibrio entre crecimiento y rentabilidad”, señala.

Mientras tanto, como apunta Altieri, de Ecija Abogados, en las rondas que están teniendo lugar los inversores están prestando más atención a las condiciones buscando cubrirse las espaldas en el caso de que las empresas no alcancen los objetivos previstos. “Los pactos de socios son más protectores de cara a los inversores y dada la necesidad de financiación de las compañías

estas cada vez tienen menos poder de negociación”, señala Altieri.

En este sentido, cada vez es más habitual que se incluyan en los acuerdos cláusulas de liquidación preferente, que estipulan los beneficios que obtienen los inversores en caso de venta, fusión o quiebra de la empresa.

“Los inversores las utilizan para proteger su inversión en caso de *downround* o de la no viabilidad de la empresa”, apunta Altieri. Estas cláusulas permiten a los fondos recuperar su inversión antes que el resto de accionistas en caso de liquidación de la empresa o en el caso de una nueva ronda de financiación en la que se establece una valoración más baja que en la anterior.

han ido desarrollando otros tipos de financiación: deuda, deuda convertible, *venture debt*, deuda bancaria...”, explica el inversor.

No obstante, coinciden las fuentes consultadas, el motivo principal de que cada vez más *start up* recurran al pasi-

vo no es otro que la falta de liquidez en el mercado. La cautela es la actitud que domina la industria actualmente. Hay mucha “pólvora seca”, como denominan los inversores al dinero recaudado, a la espera de invertir pero nadie quiere ser el primero en dar el paso.



Rob Cassidy, consejero delegado de Wallapop.

## DE WALLAPOP A FEVER

### Las ‘start up’ recurren a rondas internas

Ante la incertidumbre que vive el sector tecnológico, y las dificultades para financiarse, no son pocas las ‘start up’ que están recurriendo a rondas internas, con socios ya presentes en el capital de la empresa, para obtener liquidez. Wallapop anunció a principios de año una ronda interna de 80 millones de euros aportados, mayoritariamente, por Korelya Capital, el fondo impulsado por el gigante surcoreano Naver. El grupo asiático, la principal empresa de Internet de Corea del Sur, entró como accionistas de Wallapop en 2021 en una serie G de 160 millones. Otra ‘start up’ española que ha apostado por recaudar fondos entre sus accionistas actuales es la plataforma de ocio Fever. A principios de año anunció una inyección de capital de 100 millones liderada de nuevo por Goldman Sachs

—que ya protagonizó una inversión de más de 200 millones en la empresa en 2022— y en la que también participó Atresmedia, otro de sus accionistas. En total, la operación la apoyaron una docena de socios, todos ellos ya presentes en el capital de la ‘start up’. Con estos movimientos las compañías buscan protegerse de la inestabilidad del mercado, evitando examinarse ante terceros. En un contexto de incertidumbre y de ajuste de las valoraciones, dar entrada a un accionista conllevaría seguramente una rebaja en el valor de la ‘start up’ ya que el precio de estas acciones sería, con toda seguridad, sensiblemente inferior al obtenido hace unos años. De ahí que las ‘start up’ más maduras, donde los ajustes se prevén mayores, estén dilatando lo máximo posible la entrada de nuevos inversores.