

La IA y la venta masiva de software

Conclusiones principales

- En las últimas semanas, la atención del mercado ha pasado del gasto de los hiperescaladores a la amenaza que la IA podría suponer para numerosas empresas de software como servicio (SaaS).
- Vemos riesgos evidentes para las empresas de software con ventajas competitivas limitadas y bajos costes de cambio, pero la IA también podría beneficiar a las plataformas con datos propios o experiencia en sectores especializados.
- El crédito público y europeo tiene una exposición relativamente baja al sector, y consideramos que los riesgos son manejables, aunque no serán inmunes a la volatilidad dada la rápida evolución de la IA.

Los mercados de riesgo se han mantenido resistentes ante el aumento de las tensiones geopolíticas este año, aunque se ha observado una notable debilidad en el sector tecnológico.

La incertidumbre en torno a la Inteligencia Artificial (IA) no es nada nuevo y, hasta ahora, se ha centrado principalmente en el ritmo y la magnitud de los gastos de capital necesarios por parte de los hiperescaladores, cómo esto presiona los balances y cuál sería el riesgo de ejecución de estas inversiones, dado que el retorno de la inversión es en gran medida desconocido.

Sin embargo, tras el lanzamiento reciente del complemento legal de Anthropic para su herramienta de IA Claude Cowork, el mercado está reevaluando la amenaza que supone la IA para un gran número de empresas de software como servicio (SaaS), y la venta masiva ha provocado una compresión significativa de los múltiplos de renta variable en este subsector (véase el gráfico 1). El crédito, aunque en su conjunto sigue siendo resistente, ciertamente no ha sido inmune, ya que muchos bonos y préstamos de software han bajado varios puntos este año.

Gráfico 1: La venta masiva de acciones de SaaS



Fuente: Bloomberg, 11 de febrero de 2026.

¿Es sostenible el crecimiento del SaaS?

Si se analiza la situación con perspectiva, se entiende por qué el mercado ha estado dispuesto a suscribir créditos para software en los últimos años. El sólido crecimiento orgánico no cíclico de los ingresos, impulsado por las altas tasas de retención y los aumentos constantes de los ingresos medios por usuario (ARPU), se ha combinado con unos elevados márgenes de beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) y un sólido flujo de caja libre (cash flow). Este perfil fundamental ha permitido a los emisores, en particular a los que están liderados por patrocinadores, aplicar apalancamiento a las estructuras, especialmente en el caso de las empresas que suelen cotizar con valoraciones elevadas. No es raro encontrar ratios de deuda neta sobre EBITDA de entre 5 y 6 veces, y el mercado suscribe estos créditos con un préstamo sobre valor (LTV) inferior al 50%, dado que los múltiplos medios de valor empresarial (EV)/EBITDA se sitúan entre el 10% y el 20% (por ejemplo, una deuda neta sobre EBITDA de 5 veces en una empresa valorada en 13 veces el EBITDA equivale a un LTV del 38%).

Sin embargo, los recientes movimientos ponen en duda si el nivel de crecimiento futuro es sostenible para muchas de estas empresas, y es probable que se produzca un mayor escrutinio de los LTV tras la fuerte caída de las acciones.

Desde el punto de vista operativo, nos preocupan especialmente las empresas SaaS de escala reducida y con una única función. Las empresas con ventajas competitivas limitadas y bajos costes de cambio serán las más afectadas por la disrupción de la IA, ya que los clientes buscan consolidar plataformas o incluso crear sus propias soluciones internas. Las empresas SaaS genéricas o basadas en procesos repetibles ya ven la amenaza de Claude et al. sobre sus hombros, y la complejidad de los modelos desarrollados por los laboratorios de IA de vanguardia (Anthropic, Open AI, etc.) está evolucionando rápidamente.

La IA también puede beneficiar a las empresas de software

Dicho esto, muchas empresas de software podrían beneficiarse de estos avances. Las plataformas y bases de datos que están profundamente integradas en el flujo de trabajo ofrecen datos propios (datos que no se pueden recopilar fácilmente en línea), experiencia en sectores especializados y cumplen con la normativa local, podrían estar bien posicionadas para aprovechar los avances de la IA. La integración de herramientas de IA en las plataformas existentes será fundamental, pero las empresas que lo hagan bien pueden esperar aumentar la fidelidad de sus clientes y ayudar a proteger el ARPU.

Por lo tanto, no creemos que nos encontremos al inicio de un «precipicio» de la IA en el crédito con calificación inferior al grado de inversión. Los riesgos son reales, pero también lo son las oportunidades, tanto desde el punto de vista empresarial (si pueden aprovechar la IA en su negocio) como desde el punto de vista de la inversión.

Si consideramos los ingresos, el impacto más probable que vemos, al menos en el ámbito crediticio, es menor en cuanto a la obsolescencia del modelo de negocio y mayor en cuanto al ARPU. A menos que una empresa pueda demostrar su punto de venta único y probar su ventaja competitiva, ya sea a través de datos propios o de su experiencia en el sector, incluso las plataformas que están integradas en el flujo de trabajo podrían tener dificultades para ofrecer costes que sean muy superiores a los equivalentes de los laboratorios de vanguardia. En cualquier caso, los costes son relativamente bajos como porcentaje de los gastos operativos para la mayoría de los clientes corporativos a los que prestan servicio. Creemos que la IA también beneficiará a la base de costes de las mismas empresas de SaaS a las que amenazan en el aspecto de los ingresos, especialmente en el desarrollo y la codificación. Sin embargo, esperamos que los inversores hagan hincapié en sus hipótesis «básicas» en la próxima ronda de resultados, si aún no lo han hecho, y esperamos que el mercado se vuelva más exigente a la hora de distinguir entre los posibles ganadores y perdedores.

El crédito público y europeo tiene una menor exposición al software

En los mercados con calificación inferior al grado de inversión, la exposición sectorial se concentra principalmente en el ámbito del crédito privado (las empresas de desarrollo empresarial estadounidenses tienen una exposición media del 26%, según datos de Morgan Stanley) y menos en los bonos de alto rendimiento (solo el 3% del mercado europeo y estadounidense de alto rendimiento se encuentra en el sector del software), con el mercado de préstamos sindicados en términos generales en un término medio (EE. UU. 10%, Europa 7,5%). Por lo tanto, fuera de los mercados privados, creemos que las exposiciones son manejables, y vale la pena señalar que el software abarca un amplio ámbito, desde la consultoría hasta la externalización, la productividad, el análisis de riesgos, los sistemas operativos, los multimedia, el diseño, etc. Por supuesto, algunos subsectores estarán más expuestos que otros.

En última instancia, la rápida evolución de la IA planteará claramente tanto riesgos como oportunidades para los créditos en los mercados de bonos y préstamos. El crédito europeo está menos expuesto al sector, aunque no es inmune, y consideramos que los riesgos son manejables. Sin duda, es probable que la volatilidad en este ámbito continúe a medida que la tecnología siga avanzando.

Gordon Shannon, socio y codirector de Investment Grade, TwentyFourAM (boutique de Vontobel)

George Curtis, socio, gestión de carteras, TwentyFourAM (boutique de Vontobel)