

USO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS MEZZANINE PARA APALANCAR  
PYMES EN FASE DE CRECIMIENTO Y EXPANSIÓN: REVISIÓN BIBLIOGRÁFICA

HASBLEIDY YESENIA OLARTE RICO

[holarte@eafit.edu.co](mailto:holarte@eafit.edu.co)

UNIVERSIDAD EAFIT  
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN Y FINANZAS  
BOGOTÁ, D.C., COLOMBIA

2014

USO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS MEZZANINE PARA APALANCAR  
PYMES EN FASE DE CRECIMIENTO Y EXPANSIÓN: REVISIÓN BIBLIOGRÁFICA

HASBLEIDY YESENIA OLARTE RICO

Trabajo de grado como requisito para optar por el título de Magíster en Administración  
Financiera

Asesor: Dr. Hernán Herrera Echeverry

UNIVERSIDAD EAFIT  
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN Y FINANZAS  
BOGOTÁ, D.C., COLOMBIA

2014

**Nota de aceptación**

---

---

---

---

---

---

---

Presidente del jurado

---

Jurado

Bogotá, 24 de noviembre de 2014

## **Agradecimientos**

Un agradecimiento en particular al Doctor Hernán Herrera que como asesor del trabajo de grado, me oriento y apoyo en la labor de investigación que realice.

Por supuesto también debo agradecer al profesor Carlos Ángel Arias, quien como profesor y amigo realizó sugerencias para el mejoramiento de mi trabajo de grado y deposito en mi gran confianza y ánimo para superar cada obstáculo que se presentaba en su realización.

También quiero agradecer a mi familia y amigos quienes con su ánimo y compensan siempre estuvieron presentes.

A todos ellos, una y mil gracias.

## Tabla de contenido

Índice de Graficas .....	6
Resumen .....	7
<b>1. Introducción .....</b>	<b>8</b>
<b>2. Contextualización.....</b>	<b>11</b>
<b>2.1. Reseña histórica de los mezzanine en Europa y Estados Unidos .....</b>	<b>11</b>
<b>2.2. Importancia de la pyme en Colombia .....</b>	<b>13</b>
<b>2.3. Acceso a la financiación de las pyme en Colombia.....</b>	<b>15</b>
<b>2.4. Antecedentes de los mezzanine en Latinoamérica y Colombia.....</b>	<b>19</b>
<b>2.5. Proveedores de financiación de mezzanine en Colombia .....</b>	<b>22</b>
<b>3. Alternativas de financiación mezzanine .....</b>	<b>25</b>
<b>4. Beneficios de los instrumentos financieros mezzanine.....</b>	<b>28</b>
<b>5. Desventajas de los instrumentos financieros mezzanine .....</b>	<b>30</b>
<b>6. Relación mezzanine con la estructura de capital y el desempeño de las organizaciones.</b>	
<b>6.1. Instrumentos financieros mezzanine y la estructura de capital .....</b>	<b>31</b>
<b>6.2. Instrumentos financieros mezzanine y el desempeño de las organizaciones .....</b>	<b>33</b>
<b>7. Casos de empresas que han utilizado los mezzanine .....</b>	<b>35</b>
<b>8. Recomendaciones de políticas públicas para incentivar el uso de los mezzanine en Colombia.....</b>	<b>38</b>
<b>8.1. Cultura financiera y de innovación para empresarios: .....</b>	<b>38</b>
<b>8.2. Disponibilidad de financiamiento en mercados de capitales-Renta fija (Bonos): ...</b>	<b>39</b>
<b>8.3. Asociación entre empresas de sectores público y privado .....</b>	<b>40</b>
<b>8.4. Marco regulatorio .....</b>	<b>41</b>
<b>8.5. Intervención gubernamental a través de incentivos por proyectos de innovación y emprendimiento .....</b>	<b>42</b>
<b>9. Conclusiones .....</b>	<b>43</b>
<b>10. Bibliografía .....</b>	<b>44</b>

## Índice de Gráficas

Gráfica 1. ¿Accedió a otra fuente para satisfacer sus requerimientos de financiación? ..	16
Gráfica 2. No solicito crédito al sistema financiero, ¿por qué? .....	18
Gráfica 3. Alternativas Equity mezzanine vs. Deuda mezzanine .....	25
Gráfica 4. Beneficios para el comprador del bono basura con garantía (warrant).....	27
Gráfica 5. Estructura de capital Modelo EBIT Vs. Balance .....	33

# USO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS MEZZANINE PARA APALANCAR PYMES EN FASE DE CRECIMIENTO Y EXPANSIÓN: REVISIÓN

## BIBLIOGRÁFICA

**Hasbleidy Yesenia Olarte Rico**  
holarte@eafit.edu.co

### Resumen

El presente artículo es resultado del desarrollo de la revisión bibliográfica del “uso de los instrumentos financieros mezzanine para pymes en fase de crecimiento y expansión”. Pretende mostrar las alternativas de financiación mezzanine para pymes en etapas de expansión y crecimiento, además de sus beneficios y desventajas, se observaran recomendaciones de políticas públicas que se pueden establecer en Colombia para incentivar el uso de esta fuente de financiación. Aunado a lo anterior es preciso señalar que el artículo fue construido mediante la revisión de literatura bajo diferentes aportes teóricos y empíricos realizados sobre fuentes de financiación de las pymes más utilizadas y las alternativas de los instrumentos mezzanine.

### Palabras clave:

Alternativas instrumentos financieros mezzanine, beneficios y desventajas, y recomendaciones de políticas públicas

### Abstract

This article is the result of the development of the literature review of the "use of mezzanine financing instruments for SMEs in phase of growth and expansion." It aims to show mezzanine financing alternatives for SMEs in stages of expansion and growth, as well as its benefits and drawbacks, public policy recommendations that can be set in Colombia to encourage the use of this source of funding will be observed. In addition to this it should be noted that the article was constructed by reviewing literature under different theoretical and empirical contributions made on sources of finance for SMEs most used and the alternatives of mezzanine instruments.

### Keywords:

Alternatives mezzanine financial instruments, benefits and disadvantages, and recommendations for public policy

## 1. Introducción

Para el caso colombiano, en la última década el gobierno ha hecho esfuerzos para incentivar el apoyo financiero a las pymes interviniendo a través de: recursos a bajas tasas y el sistema de garantías e incentivos tributarios (Meléndez, 2011), sin embargo y pese a esto en la actualidad estos esfuerzos siguen siendo pocos ya que un impedimento en el proceso de sostenibilidad de las pymes es el desconocimiento de las opciones de financiación a las cuales pueden acceder (Urrea y Abello, 2011). Por lo anterior en el presente artículo se pretende analizar y reflexionar sobre el uso los instrumentos financieros mezzanine cuando las pymes en Colombia buscan la expansión y crecimiento.

Dada la relevancia y acogida que han tenido los instrumentos mezzanine en la última década, este artículo busca resolver los siguientes interrogantes: Al implementar instrumentos financieros mezzanine en etapas de expansión y crecimiento en pymes, ¿Cuáles son las alternativas de financiación que ofrecen?, ¿Cuáles son los beneficios que obtienen las pymes al utilizar los mezzanine? y ¿Cuáles son recomendaciones de políticas públicas que pueden implementarse para incentivar el uso de instrumentos financieros mezzanine?.

El objeto de estos instrumentos es aportar el capital que se encuentra entre el contribuido por los socios y las obligaciones financieras que se tienen con los bancos, es decir busca cubrir lo que los bancos no alcanzan a prestar, permitiendo mejorar la rentabilidad de la empresa al evitar que se diluya y convirtiéndose así en una opción de financiación para las pymes.

El objetivo de este trabajo es permitirles a los empresarios de pequeñas y medianas empresas conocer las alternativas de financiación mezzanine en etapas de expansión y crecimiento, además de los beneficios que pueden obtener al utilizarlos, y así promover la optimización de fuentes de financiación que influyen en su capacidad de crecer y expandirse. Así mismo, los lectores podrán identificar las fortalezas, debilidades y oportunidades reales en Colombia y Latinoamérica.

La elaboración de este trabajo se llevó a cabo utilizando como estrategia la revisión de literatura de la temática principal. Este estudio es de tipo documental y está basado en el método analítico-sintético, el cual consiste en estudiar los hechos a partir del estudio individual de sus partes, para luego estudiarlas de forma integral. Para poder alcanzar el objetivo y realizar una revisión integral acerca del uso de los instrumentos financieros mezzanine se incluyeron artículos de los últimos 25 años (1989-2014) ya que se evidencian limitantes con respecto a la búsqueda de la información necesaria para la elaboración del presente artículo.

Esta revisión de literatura le permite a la comunidad académica interesada, conocer más acerca de los instrumentos financieros para quienes los conocen y para los que no les brinda la oportunidad de identificar sus alternativas y beneficios en el caso de ser utilizados, así mismo, los lectores podrán identificar las fortalezas, debilidades y oportunidades reales de los instrumentos financieros mezzanine en el caso colombiano y latinoamericano a través del análisis crítico realizado durante el presente artículo,

adicional a lo anterior, se observara como ha sido su evolución en los diferentes continentes donde han sido utilizados.

La revisión de literatura realizada de los beneficios de la utilización de los instrumentos financieros mezzanine se concluyó que estos son una alternativa para las pymes que no cumplen los requisitos exigidos en los sistemas de garantías de productos de deuda tradicionales ofrecidos por la banca pero que tienen oportunidades de expansión y crecimiento para materializar, aprovechando las aperturas de las economías y los intercambios económicos actuales.

El artículo fue distribuido de la siguiente manera: en la primera parte del artículo se realizara una contextualización mostrando la reseña historia de los mezzanine en Europa y Estados unidos, la importancia de las pymes en Colombia y su acceso a fuentes de financiación, así mismo se observaran antecedentes en Colombia y Latinoamérica y los proveedores de financiación mezzanine en Colombia. Posteriormente, el articulo presentara alternativas, beneficios y desventajas de los mezzanine, adicionalmente se ilustrara la relación mezzanine con la estructura de capital de las empresas y cómo influye en el desempeño de las organizaciones. Por último, se presentaran casos de empresas que han utilizado mezzanine en Colombia y Latinoamérica y recomendaciones de políticas públicas que permitirían incentivar el uso de los mezzanine en las pymes colombianas.

## **2. Contextualización**

### **2.1. Reseña histórica de los mezzanine en Europa y Estados Unidos.**

Los instrumentos financieros mezzanine se definen como instrumentos de financiación intermedios entre la deuda y el capital por lo que son llamados híbridos, su esencia es la flexibilidad, y aparecieron en Estados Unidos y a finales de la década de los 80' en Europa, década caracterizada por la innovación de nuevos productos en el mercado financiero.

En el caso europeo desde el año 2003 se empezaron a utilizar los instrumentos financieros mezzanine, y ya para el año 2010, contaba con un escenario de distribución por el viejo continente, así: el 53% en el Reino Unido, el 17% en Holanda, el 11% y 10% para Suecia y Francia respectivamente, el 6% en Italia y España, y el 3% en Alemania, apalancando sectores como informática y electrónica, distribución minorista y salud, principalmente (Herrero, 2011).

Teniendo en cuenta las estadísticas anteriormente presentadas, se observa que el Reino Unido representa la mayor parte del desarrollo del mercado mezzanine en Europa y dado que según esquemas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) para el año 2007 las pymes como porcentaje del total de empresas en ese país representaba el 99,6% del mercado y generaban para ese año el 54,1% del empleo. En contraste se observa el caso de Alemania que como se observó, es el país donde los instrumentos financieros mezzanine menos han madurado y han logrado desarrollarse

debido a que las pequeñas y medianas empresas alemanas prefieren apalancarse a través de financiación tradicional y patrimonio familiar.

Como consecuencia de lo anterior se puede decir que la deuda mezzanine europea se caracterizó por:

- Tener la forma de un préstamo, incluyendo el uso de garantías (warrants), opciones y alguna estructura convertible que aumentaba el potencial de rentabilidad para los inversionistas que les permitía beneficiarse de un alza de la misma, y acciones de la garantía con la deuda principal.
- Pactar contractualmente deuda que dé prioridad sobre los flujos de efectivos y activos por pago de interés y principal en todo momento, hasta que la deuda principal sea reembolsada.

Por otra parte, en Estados Unidos según la OCDE para el año 2007 las pymes representaban el 98,8 % del total de empresas y para ese periodo generaban el 47,3% del empleo en el país. Tasas representativas si se tiene en cuenta que Estados Unidos cuenta con una de las tasas de impuestos empresariales más altas lo cual incidiría en los índices de creación y generación de nuevas empresas, de ahí que debido a la masiva presencia de pymes en el país, fue el pionero en impulsar el mercado financiero mezzanine, el cual se caracterizó por:

- Garantías de los mezzanine realizadas sobre el capital ordinario, en general sin garantías reales y su estructuración es con un único proveedor y compromete expectativas de retornos del 12% al 18%.

- Las transacciones de mezzanine en su gran mayoría incorporan warrants o adquisición directa de capital, y generalmente son flexibles en cuanto a la documentación legal a realizar teniendo en cuenta que se negocia cada caso en particular, las operaciones no superan los \$50 millones de dólares (Herrero, 2011).

En resumidas cuentas, los instrumentos financieros mezzanine en Europa y en Estados Unidos han logrado fortalecer su presencia debido al numeroso grupo de pymes existentes y a la importancia que estas tienen en el crecimiento de sus economías, así mismo, se evidencia como las buenas prácticas en iniciativas de políticas públicas en los países desarrollados fortalecen institucionalmente a las empresas.

## **2.2. Importancia de la pyme en Colombia**

En Colombia las pequeñas y medianas empresas (pymes) constituyen la principal fuente de generación de empleo, y son parte fundamental del sistema económico, así mismo, estimulan la economía y tienen una gran responsabilidad social al intervenir en la disminución de las situaciones de pobreza, subempleo y desempleo, por ello el gobierno a través de diferentes instituciones como la Asociación Colombiana de Medianas y Pequeñas Industrias (Acopi) y el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo trabajan en

diferentes programas para establecer e incrementar sus fortalezas e identificar y corregir sus debilidades, con el fin de dinamizarlas y fortalecerlas, en los últimos años han evolucionado de una forma significativa, destacándose en algunas de ellas un aumento en la producción, pero en la mayoría de estas se incrementó su nivel de endeudamiento principalmente con los proveedores debido a un aumento en la demanda de materias primas e insumos.

Las deudas con el sector financiero aumentaron pero no en la misma proporción que la de los proveedores debido a que el sistema crediticio no tiene todavía la suficiente confianza en la capacidad de pago de las pymes, ofreciendo la mayoría de créditos a corto plazo, esta es una de las limitantes que impide a las empresas ser competitivas al no contar con recursos suficientes para expandir su planta de trabajo y poder aumentar la producción, indispensable para consolidarse en el mercado interno y poder abrirse a mercados externos.

Las pequeñas y medianas empresas colombianas, generan más del 50% del empleo nacional, significan el 36% del valor agregado industrial, el 92% de los establecimientos comerciales y el 40% de la producción total del país, lo cual demuestra su importancia y su gran potencial de crecimiento, sin embargo sus exportaciones son muy bajas tan solo corresponden a no más del 20% del total de las exportaciones (Jiménez, 2012).

En conclusión se tiene que los pequeños y medianos empresarios colombianos año a año proveen a la economía nacional de generación de empleo y crecimiento económico que solo ha sido empañado por pocos esfuerzos por parte de la Banca tradicional al no

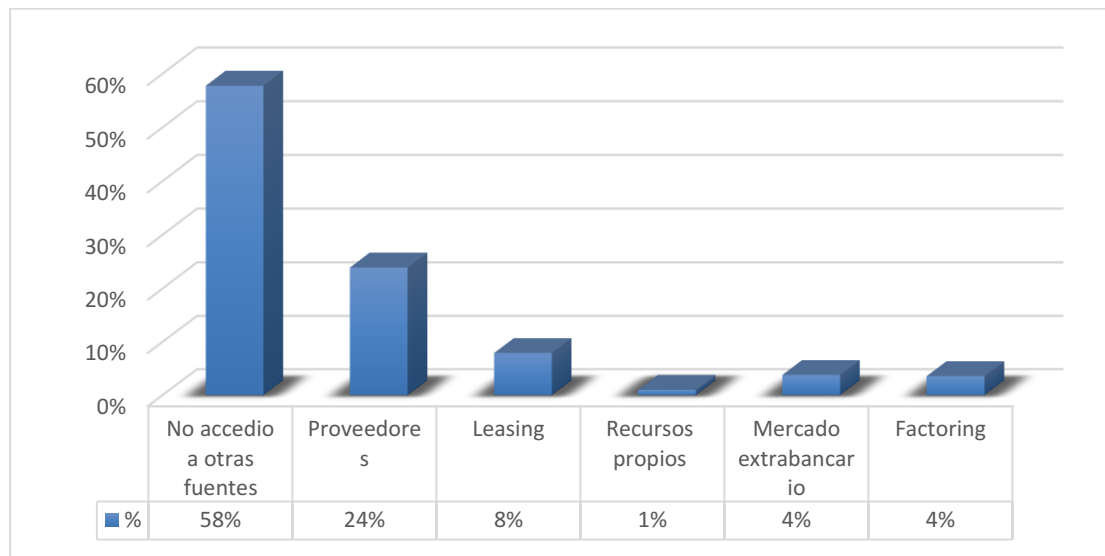
diversificar las fuentes de financiación ofrecidas a este segmento de empresas y del gobierno por no impulsas nuevas fuentes de financiación que le permitan estas empresas competir en medio de la globalización.

### **2.3. Acceso a la financiación de las pyme en Colombia**

El 58% de las pymes en Colombia no accedieron a fuentes de financiación diferentes a créditos bancarios según la Asociación Nacional de Instituciones financieras (Novoa, 2013), los proveedores son la fuente principal para las pymes con un 24%, es así como, el uso de otras fuentes continua creciendo a pasos lentos: como es el leasing y factoring (7% y 4% en promedio respectivamente de pymes) teniendo como opción menos utilizada para financiarse los recursos propios con un 1% de la medición.

El leasing se ha convertido en un producto con una preferencia moderada entre las pymes colombianas, en los últimos años ha estado en los primeros lugares de fuentes de financiación de las pymes, debido a los incentivos tributarios creados por el gobierno y al estado óptimo de la economía colombiana. Otra fuente que se destaca en el Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes) No. 3484 de 2007 es el mercado extra bancario ya que se observa que por lo menos la cuarta parte de las pymes acuden a él. (Unidad de gestión para México y Colombia, 2008).

**Gráfica 1.** ¿Accedió a otra fuente para satisfacer sus requerimientos de financiación?



Fuente: Novoa (2013, p.28).

Al observar los tipos de productos que ofrece el sector financiero a las pymes se observa que en su mayoría estos son de corto plazo: tarjetas de crédito, cuentas de depósito y préstamos, lo que hace que estas empresas cuenten con un menor disponible para su operación por cuenta de las deudas con los establecimientos de crédito, esto demuestra que al sistema crediticio le hace falta experiencia con respecto al diseño de productos. (Unidad de gestión para México y Colombia, 2008).

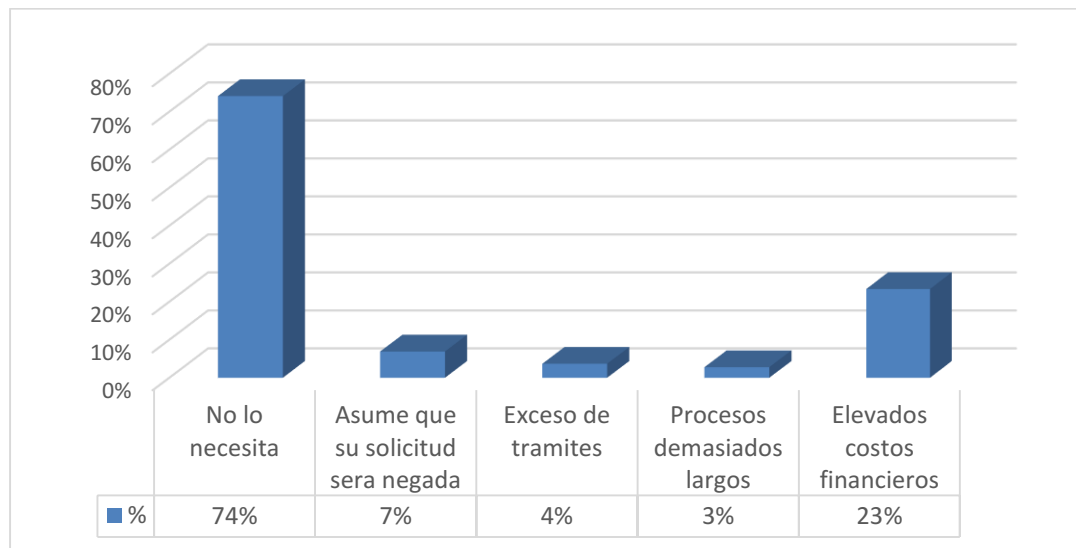
Es indispensable tener en cuenta que las fuentes de financiación utilizadas por pymes cambian de acuerdo a la etapa en que se encuentran, por ello las garantías reales que se tengan para obtener un crédito son indispensables y más aún cuando las empresas son nuevas, contrastando con la incertidumbre del rumbo que pueden tomar, y considerando

también que el riesgo de quiebra o de incumplimiento es mayor en las empresas pequeñas que en las de mayor tamaño.

Otro aspecto fundamental para obtener financiación es la edad de empresa dado que para conseguir un crédito se requiere demostrar permanencia en el mercado. Para el caso de las pymes, los empresarios prefieren reducir la deuda para que esta sea reemplazada por utilidades retenidas de la operación del negocio, todo ello a causa de no existir en el país diversidad de fuentes de financiación y al ser tan difícil obtener fuentes en la temprana edad por las garantías y requerimiento que hay que cumplir. Cuando las empresas cambian de tamaño prefieren salir de aquellas deudas costosas para la organización provenientes del mercado formal o informal (Barona, 2012).

Teniendo en cuenta el rol de las pymes en el crecimiento del país y el logro de acuerdos de cooperación entre las mismas posibilitara que el sistema financiero otorgue oportunidades a los proyectos de inversión de empresas que se encuentran en etapa de maduración, considerando que al no tener un patrimonio consolidado estas empresas no tienen garantías al momento de adquirir sus obligaciones financieras (Sepúlveda, Vaca y Fracica, 2009), tal como se observa en el estudio de la Asociación Nacional de Instituciones financieras (Novoa, 2013) donde se evidencia que las pymes no solicitaron crédito al sistema financiero en un 74% por qué no lo necesita, el 23% considera que los costos financieros son demasiados elevados, el 7% asume que su solicitud será rechazada y el 4% que hay exceso de trámites.

**Gráfica 2** No solicito crédito al sistema financiero, ¿porque?



Fuente: Novoa (2013, p.29).

Algunas de las garantías exigidas por los establecimientos de crédito a las pymes son de tipo personal, hipotecaria, con codeudores, documentos negociables, prendaría, entre otros y según el estudio realizado por FUNDES en el 2003 se permitió concluir que las pequeñas y medianas empresas utilizan más garantías prendarias y documentos negociables, ya que a menor tamaño de la empresa existe más desconfianza por parte de los bancos al otorgar un crédito. (Rodríguez, 2003).

En Colombia existen fondos de capital privado, entiéndase estos como vehículos de inversión que se utilizan como el tipo de capital más importante para financiar el capital quasi accionario o mezzanine, teniendo en cuenta que en este caso el riesgo es mayor frente a las deudas corrientes el costo también es mayor para quienes las adquieren e

incluyen derechos sobre los beneficios que obtengan las empresas (Guía práctica de fondos de capital privado para empresas, 2008).

Con lo anterior, se concluye, que las pequeñas y medianas empresas colombianas se ven obligadas a tomar decisiones de crecimiento y expansión infundadas en el temor de los elevados costos financieros de las fuentes de financiación que ofrece el mercado o simplemente no necesitan capital adicional para crecer diferente a su capital propio, así mismo, se observa que pese a que han ingresado fondos de capital privado al país, no se ha realizado promoción y no se ha fomentado la cultura ciudadana de uso de capital de riesgo.

#### **2.4. Antecedentes de los mezzanine en Latinoamérica y Colombia.**

La estructura económica de los países, especialmente en América Latina está conformada en su mayoría por pequeñas y medianas empresas que son el eje fundamental de la actividad económica; alrededor de ellas se debe crear un entorno empresarial dinámico, donde las empresas crezcan e innoven y se conviertan en los motores que impulsen la creación de nuevos empleos.

Por ejemplo, en Chile, jurídicamente existe la figura de los mezzanine y está reglamentado con el art. 132 de la ley 18045 de 1981 y normas expedidas por la Superintendencia de Valores y Seguros, las cuales definen que:

- La emisión de bonos subordinados que pueden ser adquiridos por la sociedad emisora, y,
- Si existe prelación de pago frente a las acreencias del patrimonio formado (Goldenberg, 2010).

En América Latina las operaciones con instrumentos mezzanine se realizan en gran parte como transacciones privadas (Schneider & Videgaray, 2001). En México los fondos de capital privado que proporcionan deuda mezzanine exigen rentabilidades que oscilan entre el 30% y 35%, la mayoría de estos fondos son extranjeros teniendo en cuenta su ubicación geográfica que los sitúa en límites con Estados Unidos; adicional a la rentabilidad exigida los contratos incluyen derechos especiales para garantizar su gobernabilidad dentro de la empresa, es decir, que tengan poder decisión dentro de las mismas, y esto se da con el fin de proteger la inversión y garantizar el cumplimiento de lo pactado.

En Argentina las pymes afrontan varios obstáculos para la financiación entre ellos están: Falta de desarrollo del mercado de capitales, tendencia de cobro de tasas altas, el racionamiento del crédito, y desarrollo inexistente de alternativas de productos de financiación. Por tal razón se observa que las principales fuentes de financiación utilizadas por las pequeñas y medianas empresas argentinas son en un 55.4% inversiones propias y el 31.2% con productos bancarios (Solari, 2013).

En América latina existe el CAF-Corporación Andina de Fomento la cual tiene como países socios: Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú, Venezuela, Brasil, Chile, Jamaica, Panamá, México, Paraguay y Trinidad & Tobago, esta Corporación ofrece la financiación de los instrumentos financieros mezzanine a empresas de sectores de agua, energía, transporte, saneamiento, telecomunicaciones y minería. En general estos títulos tienen:

- Calificación: AA, A, B y Perfil de mediano riesgo.
- La clase de inversionistas son: compañía de seguros, administradoras de dinero y bancos comerciales.

Así mismo, en el sur del continente americano existe el Fondo Darby Latin American Mezzanine Fund el cual se encuentra en países como México, Brasil, Colombia, Chile y Perú, enfocado en sectores de la economía como son: manufactura, servicios, infraestructura, medio ambiente y energía. Los requisitos para poder obtener fuente de financiación con este fondo son:

- Tener un plan de negocios,
- Equipo gerencial con experiencia,
- Cumplir con las políticas de inversión del fondo,
- Con mercados para desarrollar,
- Empresa con potencial de crecimiento,
- Aprobación del análisis efectuado por el fondo.

En conclusión se observa como en Colombia los proyectos de eficiencia energética se encuentran en auge debido a los recursos naturales que posee, es por esto que los instrumentos financieros mezzanine podrán jugar un papel fundamental como financiación de estos, dado que es una de las seis opciones para financiar este tipo de proyectos, acompañados de: financiamiento de participaciones de capital, préstamo, leasing, donación de un tercero y contratos de servicios energéticos por desempeño (Dufresne, Langlois, Couture, Flamand & Nour, 2012).

### **2.5. Proveedores de financiación de mezzanine en Colombia.**

De acuerdo a la Superintendencia Financiera los pequeños y medianos empresarios cuentan con tres fondos de capital privado en donde pueden adquirir financiación mezzanine, como son:

- El fondo de infraestructura de transporte en Colombia DARBY – COLPATRIA – FCP FINTRA invierte en proyectos de los sectores de: transportes, logística e infraestructura relacionada, a través de deuda mezzanine, la duración de este endeudamiento será Diez (10) años desde la fecha de cierre inicial pero el plazo del fondo podrá extenderse por parte del Gestor Profesional hasta por 2 años adicionales con la aprobación del Comité de Inversión y la Asamblea.
- Fondo De Capital Privado Altra Fcp I: El Fondo podrá invertir en los instrumentos de renta variable o en instrumentos estructurados que tengan algún componente de renta variable o de retorno sobre equity, cuasi-equity u operaciones mezzanine, invertir en otros

fondos de capital privado. Y duración: Diez (10) años contados a partir de la Fecha de Cierre Parcial.

- Fondo De Capital Privado Energético Andino, El objetivo principal del fondo es la obtención de ganancias de capital a largo plazo, lo cual se pretende realizar particularmente a través de la inversión en proyectos de inversión relacionados con el sector energético, principalmente en Colombia, Chile, Perú y otros países de América Latina. El fondo puede invertir en Instrumentos de cuasi-equity, mezzanine, deuda subordinada y deuda de acuerdo con los límites fijados en la Sección. Duración: Diez (10) años contados a partir de la Fecha de Cierre Parcial. Gestor andino.

Los fondos privados que se han establecido en Colombia ofertando en su portafolio financiación mezzanine ha tenido en cuenta la adversidad al riesgo de los empresarios colombianos y los limitantes existentes en el mercado financiero y bancario, al no existir en el mercado colombiano cultura de utilización de vehículos de financiación como los instrumentos financieros mezzanine, al ingresar al mercado colombiano han tenido como retos incentivar su uso en un mercado en donde los empresarios de pequeñas y medianas empresas desconocen esta alternativa, y que según estadísticas de la ANIF aún se financian con mecanismos tradicionales como son proveedores y capital propio. Sin embargo y pese a los obstáculos al ingresar en Colombia, los fondos de capital privado antes mencionado para el año 2012 tuvieron los siguientes resultados:

- Fondos como el Fondo Energético Andino, a 2012 había invertido en Colombia USD 45 millones en proyectos de energía en etapa semilla, y realizó un aumento de capital del USD 31,8 millones.

- El fondo de infraestructura de transporte en Colombia DARBY – COLPATRIA – FCP FINTRA había invertido en Colombia USD 89 millones, en empresas, concesiones o proyectos relacionados con el sector de infraestructura, en diferentes etapas de desarrollo (tempranas, alto crecimiento y madura).

- Por último, se puede observar que en el caso del Fondo de Capital Privado Altra Fcp I es un caso en donde es evidente la gran acogida que ha tenido el capital de riesgo en Colombia teniendo en cuenta que para el año 2012, ya no contaba con recursos disponibles para invertir y ya contaban con USD 105 millones en el mercado, por lo que para el año 2012 tuvo que adelantar nuevamente consecución de recursos para un siguiente fondo el cual se llamaría Altra Fcp II e iniciaría con un monto disponible para inversiones de USD 193 millones.

Para concluir, es importante mencionar que entre los fondos de capital privado mencionados, para el año 2012, movilizaron recursos por USD 239 millones, permitiendo así evidenciar como en el corto y mediano plazo existe un horizonte prometedor para aquellos fondos privados que dedican ingresar a Colombia e invertir en proyectos de expansión y crecimiento, teniendo en cuenta que muchas de las etapas de las pymes y proyectos han surgido de la mano con el crecimiento del capital de riesgo y el papel que

este desempeña en cada una de ellas hasta llegar al equilibrio o dimensión adecuada en ellas.

### 3. Alternativas de Instrumentos de financiación mezzanine

Autores como Betsch & Groh (2000), clasificaron los mezzanine en dos tipos así: los equity mezzanine (capital) y la deuda mezzanine, y fueron catalogados de la siguiente manera:

**Gráfica 3.** Alternativas Equity mezzanine vs. Deuda mezzanine

Equity Mezzanine	Deuda Mezzanine
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Equity mezzanine con opción a suscribir deuda.</li> <li>• Equity mezzanine con cobertura y/o garantía.</li> <li>• Naked warrants.</li> <li>• Equity con derechos de conversión.</li> <li>• Equity con opción a suscribir deuda.</li> <li>• Equity con subordinación según performance (equity kicker).</li> <li>• Acciones con premio especial.</li> <li>• Participación "segura".</li> <li>• Sweet equity (acciones con condiciones preferidas MBO)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prestamo "patriarcal".</li> <li>• Prestamo condicionado.</li> <li>• Deuda con alto rendimiento.</li> <li>• Deuda con opción a transformarse en equity.</li> <li>• Prestamo comercial.</li> <li>• Ganancia después de la construcción.</li> <li>• Zero bonds.</li> <li>• Deuda con cotización pública (obligaciones negociables).</li> </ul>

Fuente: Betsch & Groh, 2000

En el gráfico 3 se observa la categorización que hace Betsch & Groh de la deuda mezzanine encontrando préstamos patriarcales y condicionados, así como, deudas con alto rendimiento y con opción de transformarse en equity; los primeros, es decir, los préstamos, se dan cuando el instrumento de financiación es un mezzanine no convertible con compensación independiente del resultado del proyecto que se haya pretendido

realizar, y los segundos que son las deudas, son instrumentos no convertibles y sin compensación independiente del resultado del proyecto es decir que van ligada al rendimiento obtenido en la oportunidad de expansión o crecimiento que se haya pretendido materializar.

También se encuentran los mezzanine: bonos convertibles, bonos de opciones y acciones preferentes: en primer lugar los convertibles son bonos corporativos con derecho a cambio por otros bonos o por acciones de la compañía, los de opciones suelen estar conectado a pagos en especie, como vehículos, edificios entre otros y por último los bonos cero cupón los cuales se caracterizan por que no encuentran ligados a pagos permanentes de intereses pero su precio de venta es considerablemente inferior a su valor nominal, entonces el prestamista mezzanine obtiene como rendimiento dicha diferencia.

En tanto para Kayser & Wallau (2003), la utilización de capital mezzanine en la financiación de las pymes ocupaba un segundo plano en la búsqueda de instrumentos financieros, por el contrario Walther (2003), puso el caso de Alemania para indicar que el capital mezzanine ha tenido un gran desarrollo y ha jugado un papel fundamental para el fortalecimiento financieros de las pequeñas y medianas empresas. Es por eso que otra clasificación de las alternativas de instrumentos mezzanine fue la propuesta por Pascale (2008), en donde se categorizaron de la siguiente manera:

- a. Deuda más derivados:
  - Bonos de moneda dual (contrato forward)
  - Inverse floating rate note (swap de tasa de interés).

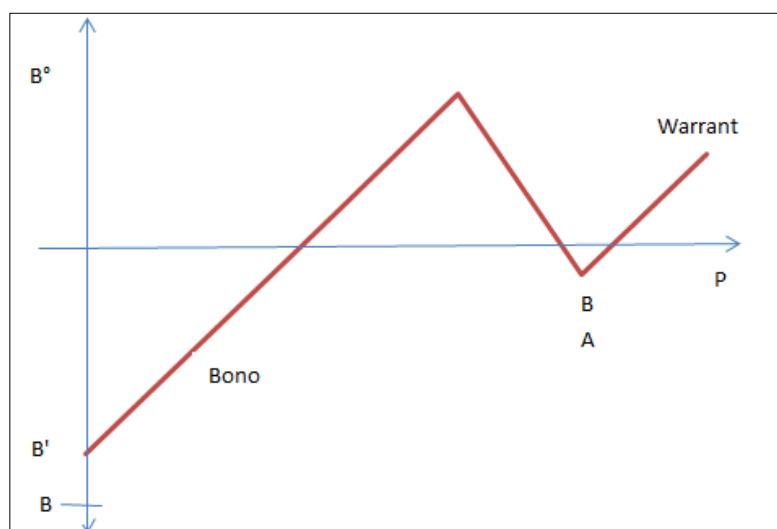
- Bonos con put/calls (una opción).
- Bonos indexados con tasa de interés, commodities, inflación (paquetes de opciones).

b. Acciones más derivados:

- Adjustable rate preferred stock (swap de tasa de interés).
- Acciones preferidas convertibles (opción).

A continuación, se demostrara como funciona la deuda mezzanine basada en bonos basura o de alto rendimiento que son caracterizados con el fin de financiar la deuda entresuelo y tener una baja calificación y suele acompañarse con emisiones de warrants. En seguida, se observa la ilustración de los beneficios para el comprador de este bono con warrant.

**Gráfica 4.** Beneficios para el comprador del bono basura con garantía (warrant).



Fuente: Mascareñas, 2010

Para Mascareñas (2010) en el gráfico 4 se observa que el valor nominal es  $(B-A)$ , el precio del bono es  $B$  y  $B'$  es la pérdida máxima en el caso en que el valor de las acciones sea nulo. Este autor expone que el valor de mercado del bono basura irá creciendo hasta llegar a un valor máximo y mostrará la ganancia máxima con base a los intereses esperados.

En términos generales, es de esperar que los instrumentos financieros mezzanine cualquiera que sea la alternativa elegida para financiar el proyecto, siempre tendrá un costo más elevado en comparación con fuentes de financiación tradicionales, sin embargo su flexibilidad siempre será un factor decisivo a la hora de realizar la elección.

#### **4. Beneficios de los instrumentos financieros mezzanine.**

En primer lugar, Michello (2012), propone experimentar beneficios de los mezzanine en cuanto a que para sus inversionistas los rendimientos que producen estos instrumentos no se encuentran disponibles en la mayoría de valores de renta fija.

De igual forma en investigaciones realizadas por Bradsky & French (2008), se destacaron beneficios de la deuda mezzanine que como híbrido permite financiar adquisiciones, desarrollos o innovaciones de productos y servicios, ampliaciones de las plantas de producción e inversión en capital de trabajo (maquinaria y equipo). Los mezzanine normalmente tienen las garantías sobre el capital de la empresa mas no en su activos tangibles, y se subordina a la deuda que ofrecen los bancos, teniendo también

como atractivo que la mayoría son de 5 a 7 años, con posibilidad de amortización anticipada, los reembolsos no son necesarios hasta su vencimiento, a diferencia de la deuda tradicional que requiere amortización lo que permite al empresario de las pymes reinvertir sus flujos en crecimiento y expansión en lugar de pagar la deuda adquirida.

La deuda mezzanine permite: aumentar el flujo de efectivo, ya que no se presenta amortización como una deuda bancaria tradicional. Se puede refinanciar con deuda bancaria desde pues de 5 años manteniendo 100% el flujo de caja y el alza durante el siguiente periodo. Y no se tiene que devolver el rendimiento solicitado por inversionistas o socios que a cambio exigen una mayor control y presencia en la empresa (Merkel, 2004). Así es como se puede aprovechar la diversificación geográfica, al tener mayor flujo de capital para operar sin olvidar que brinda la oportunidad olvidarse de la distribución de utilidades a los socios que tienen un costo de capital alto para la empresa y aprovechar las oportunidades de negocio.

Por otra parte, teniendo en cuenta las limitaciones existentes para que las pymes puedan adquirir fuentes de financiación debido a los sistemas de garantías implementados, el capital mezzanine al ser híbrido y contabilizarse en la estructura financiera de la pymes se vuelve eficiente y arma un canal ahorro-inversión reduciendo el efecto negativo en los costos de producción producto de operaciones financieras, este canal les brinda la oportunidad de tener acceso al mercado de capital sin necesidad de hacerlo directamente (Ascua, 2005).

Por último, para Giurca (2009), la deuda mezzanine al ser una de las capas de financiación que ofrece la deuda entresuelo acompañada de la deuda superior y el equity-quasi patrimonio, ofrece riesgo moderado, flexibilidad y largo plazo para su pago. Así mismo toma forma de deuda convertible (deuda o acciones preferentes) por tanto brinda beneficios en la estructura patrimonial y en general en el balance de la compañía, también, contribuye a aumentar las posibilidades de acceso a los préstamos tradicionales o capital lo que produce un efecto de apalancamiento al aumentar la confianza de los inversionistas dada las mejoras en la imagen de la empresa y fortalece la disponibilidad de flujos de caja a largo plazo dadas sus características principales.

Adicional, a los beneficios mencionados los instrumentos mezzanine en proyectos en donde el costo del mezzanine sea menor a la tasa interna de retorno esperada, estos instrumentos permiten apalancar la rentabilidad de la transacción porque tiene el efecto de aumentar los rendimientos globales del proyecto dado el ahorro en la estructura de costos para financiar el proyecto, así mismo se evita la expedición de informes continuos a socios de capital que normalmente pedirían periódicamente información del estado de sus inversiones (Silbernagel & Vaitkunas, 2012).

## **5. Desventajas de los instrumentos financieros mezzanine**

En cuanto a las desventajas de los instrumentos financieros mezzanine cabe mencionar el cierre del proceso de negociación entre los acreedores ya que es en ese momento donde se establecen los derechos y recursos de un prestamista mezzanine con la empresa es

difícil llegar a un acuerdo, así mismo, es relevante tener cuenta que la tasa de los instrumentos financieros mezzanine es una tasa de interés más alta que otras deudas, que además es una tasa fija y oscila entre el 20% y 30%.

En las operaciones con mezzanine el riesgo es mayor frente a la deuda ordinaria, la tasa de interés incluye ciertos derechos sobre las utilidades que la empresa genere con el fin de capturar el crecimiento potencia, esos derechos pueden ser redimidos en dividendos preferenciales y opciones. (Libena, 2009)

Con respecto, al voto o gestión de derecho, es decir, el nivel de control por parte de los prestamistas mezzanine en la organización este dependerá de las cláusulas contractuales que se hayan realizado, dado que en algunos casos se les da a los acreedores de deuda mezzanine derecho de voto y control en la organización.

## **6. Relación mezzanine con la estructura de capital y el desempeño de las organizaciones.**

### **6.1. Mezzanine y la estructura de capital**

Para explicar la relación entre los instrumentos financieros mezzanine con la estructura de capital de las pymes, inicialmente se expondrá la importancia que tiene la teoría de la jerarquía financiera propuesta por Myers y Majluf, en donde la estructura de capital adoptada por las pequeñas y medianas empresas tienen en cuenta la motivación de los dueños por conservar el control y propiedad de sus empresas, lo que permite evidenciar

el condicionamiento de las decisiones concernientes a las fuentes de financiación a utilizar (Ferrer y Tanaka, 2009).

Enseguida, se observará un enfoque donde la estructura de capital de las pymes obedece al ciclo de crecimiento financiero en el que se encuentren, este enfoque fue propuesto por Berger y Udell (1998), quienes explicaban que la estructura de capital de la pymes dependían del ciclo en el que se encontraran, siempre y cuando la pyme cumpliera su ciclo de evolución y creciera en tamaño, edad y disponibilidad de la información ya que cada vez que la empresa crece, sus necesidades cambian y sus opciones también, es allí donde las fuentes de financiación disponibles para cada etapa de madurez de la pyme juega un rol fundamental, dado que de ello dependerá su supervivencia a largo plazo y su competitividad en el mercado. Es así como Berger & Udell (1998), tuvieron en cuenta como fuentes de financiación los instrumentos financieros mezzanine para pequeñas y medianas empresas que se encontraran en etapa de alto potencial de crecimiento pero con recursos limitados para expandirse y crecer.

Teniendo en cuenta lo anterior y que la estructura de capital de una empresa es la combinación de fuentes de financiación de largo plazo (Mascareñas, 2010), y recordando una de las características principales de los instrumentos financieros mezzanine la cual consiste en facilitar capital a largo plazo, se hace necesario mencionar como para Wills y Clark (1989), la relación de los instrumentos financieros mezzanine y la estructura de capital de las empresas tienen dos puntos de vista los cuales pueden ser operativo o EBIT, y el de balance Modelo.

El modelo operativo se basa en el supuesto de que el precio pagado por la compra, es 6.5 veces las ganancias antes de intereses e impuestos, como se observa en el grafico 5 el importe de la deuda mezzanine es la mitad de la deuda principal, lo que en la estructura modelo o estándar (60-30-10) equivale a un 30% de la estructura de capital de la empresa.

**Gráfica 5.** Estructura de capital Modelo EBIT Vs. Balance

MODELO EBIT	ESTRUCTURA DE CAPITAL (BALANCE) MODELO
<input type="checkbox"/> 4.0 DEUDA X SENIOR	<input type="checkbox"/> 60% DEUDA SENIOR
<input type="checkbox"/> 2.0 X MEZZANINE	<input type="checkbox"/> 30% MEZZANINE
<input type="checkbox"/> 0.5 X PATRIMONIO	<input type="checkbox"/> 10% RENTA VARIABLE

Fuente: Wills y Clark, 1989.

De este modo se puede concluir que la proporción que ocupe la deuda mezzanine en la estructura de capital de la pyme dependerá de las necesidades del proyecto de expansión y crecimiento y de las exigencias del fondo de capital privado para realizar la transacción.

## 6.2. Mezzanine vs. Desempeño de las organizaciones

Dentro del contexto empresarial, la medición del desempeño organizacional permite monitorear el estado de la compañía y el avance en el cumplimiento de los objetivos

trazados; las mediciones del desempeño organizacional incluyen estudios cuantitativos y cualitativos, entre los cuantitativos se tienen indicadores financieros como: el ROI, rentabilidad, crecimientos de ventas, entre otros, y con respecto a los cualitativos se encuentra como principal el indicador que mide la efectividad de la organización. Inicialmente para medir el desempeño organizacional de las compañías se utilizaban únicamente la evaluación de la eficiencia y eficacia, sin embargo, a partir de los años setenta debido a las exigencias de la globalización, se tienen en cuenta variables como la moral, la innovación y la orientación al cambio. (Lusthaus, 2002).

Al realizar el estudio cuantitativo de la organización es donde se entrelazan los conceptos de desempeño organizacional y los instrumentos financieros mezzanine, dado que las fuentes de financiación influyen directamente en la mención de los indicadores financieros de la empresa.

Ahora bien, adicional a las bondades y beneficios antes explicados, los mezzanine según la Asociación Mexicana de Capital Privado y la firma KPMG permiten: soportar el crecimiento acelerado en etapas de expansión de las organizaciones, mejorar la rentabilidad de las organizaciones y apoyan la generación de empleo. Lo anterior se da gracias a que es un vehículo de financiación que permite que las pymes aprovechen oportunidades con fuentes de apalancamiento financiero diferentes a las tradicionales y creadas para ello que a su vez permiten evidenciar indicadores financieros que resaltan el buen o mal desempeño de las organizaciones.

Como breve conclusión, se puede inferir que teniendo en cuenta que el uso de los instrumentos financieros mezzanine permite mejorar la rentabilidad de las organizaciones y otorga apalancamiento financiero, el desempeño organizacional de las mismas se ve ampliamente influido al momento de evaluar cuantitativamente los indicadores generados por la compañía.

## **7. Casos de empresas que han utilizado los mezzanine**

De los pocos que se tiene evidencia de transacciones realizadas en Latinoamérica, ya que la mayoría se realizan de forma confidencial, son los realizados por el fondo mezzanine SUMMA el cual es administrado por la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión del Perú, este fondo empezó operaciones en el 2008 y cuenta con un capital suscrito de US\$67 millones de dólares, el plazo total del fondo son 12 años que puede ser extendido por 2 años más, y algunas de las operaciones realizadas han sido: con el Instituto de Creatividad y negocios, Cori Apu-empresa constituida para la compra de acciones de la Compañía Minera Poderosa, Termochilca y APC Corporacion y Peruana de Energia-Perené. De las transacciones mencionadas las más importantes han sido y se han llevado a cabo así:

a. Instituto de Creatividad y negocios, en donde se encuentra el 20,53% del capital del fondo, la inversión fue realizada con dos componentes: acciones preferentes y deuda.

Las Acciones preferentes: ascienden al 16%, y los Dividendos preferentes son 6% anual sobre la inversión y acumulativos. En cuanto a la deuda, es una deuda con garantía corresponde a dos desembolsos un préstamo senior y otro junior, los dos ascienden a S/24.2 millones. Los prestamos tienen como garantías: una fiducia sobre el negocio en marcha, inmuebles y muebles; fideicomiso de pensiones y matriculas, y una hipoteca sobre uno de los campus.

b. La empresa Cori Apu, tiene el 19,46% de capital del fondo, y fue creada como vehículo de inversión para realizar la compra de acciones de la Compañía Minera Poderosa, el monto de la operación fue de US\$13 millones, y tuvo las siguientes condiciones:

- Desembolsos en dos tramos: uno fijo a 6 años y uno variable de hasta 8 años.
- Garantías: fideicomiso con el 50%+1 de las acciones de la Compañía Minera

Poderosa.

- Resguardos financieros: cubren gastos financieros y apalancamiento.

c. La empresa Termochilca tiene el 17,91% de capital del fondo, y fue realizada para desarrollar la termoeléctrica de Santo Domingo de los Olleros en Chilca, el objetivo es incrementar la operación de 208,75 MW a 300 MW el monto de la operación fue de US\$12 millones.

d. La empresa APC Corporation, tiene el 8,13% de capital del fondo, el monto de la operación fue de US\$5,5 millones, y tuvo las siguientes condiciones:

- Resguardos financieros: nivel de endeudamiento no mayor a 4 veces, y cobertura del servicio a la deuda no menor a 1.2 veces al cierre fiscal de cada año, por ultimo tiene una garantía real de US\$4,9 millones.

e. Finalmente, se observa el caso de Peruana de Energia-Perené, la transacciones fue realizada para financiar el proyecto de la generadora de energía La Virgen que busca el desarrollo de una central hidroeléctrica de 64 MW , el monto de la operación fue de US\$12 millones, y tuvo las siguientes condiciones:

- Garantías: flujo de caja de Perené atravesó de dividendos. Y fideicomiso del 50% de una de las hidroeléctricas de la compañía cuyo valor comercial es 3 veces el monto inicial de los préstamos.

En general, se observa en los 5 casos expuestos como el uso de instrumentos financieros mezzanine le han permitido a esas empresas financiar proyectos, posibilitando el crecimiento y expansión de su capacidad de producción, aprovechando las oportunidades que la economía les ha concedido, las cuales con deuda tradicional no se hubiesen podido materializar por las garantías exigidas con este tipo de deuda, es por ello que también vale la pena resaltar el papel fundamental que desempeña la inversión extranjera como fuente de recursos que permiten a las compañías proyectar su crecimiento y alcanzar la productividad.

## **8. Recomendaciones de políticas públicas para incentivar en el uso de los mezzanine en Colombia**

Para el fortalecimiento de las pymes en Colombia, el entorno macroeconómico, la estabilidad jurídica e institucional del estado y el contexto internacional juegan un papel fundamental, dado que de acuerdo a las políticas públicas que se establezcan para incentivar la creación y fortalecimiento de las pymes se podrá alcanzar de competitividad en las mismas. A continuación se indican varias alternativas que incentiven el uso de instrumentos financieros mezzanine:

**8.1. Cultura financiera y de innovación para empresarios:** Cuando se hace hincapié en el fortalecimiento de las pymes, esto incluye acceso a fuentes de financiación no tradicionales; en el caso colombiano, para ello sería indispensable que a los pequeños y medianos empresarios se les permitiera tener acceso a herramientas financieras que ofrecen los mercados de renta fija y variable, así como el capital de riesgo que en los fondos privados se puede obtener, el cual implicaría romper el paradigma de no querer perder el control de la empresa.

Este camino hacia la apertura de fuentes de financiación no tradicionales, que no solo benefician a grandes empresarios deberá ir acompañada con el fomento de la cultura y educación financiera, que se debe propiciar entre los empresarios, siendo fundamental la divulgación de alternativas de financiación de capital de riesgo, sus ventajas, desventajas y el nivel de riesgo que en cada una se debe afrontar, es decir, debe haber claridad en las

reglas de juego que ofrece el capital de riesgo. Con lo anterior, se hace necesaria la realización de campañas publicitarias cuyo fin sea mantener actualizadas a las pymes, de información referente a las fuentes de financiación a las cuales pueden acceder dependiendo su necesidad inmediata o la etapa en la que se encuentra su empresa.

Las capacitaciones que se deberán realizar con respecto a fuentes de financiación convendrán para todo tipo de empresas, en etapas de crecimiento y expansión y que sean consideradas como pequeñas y medianas empresas según la legislación colombiana. Así mismo, el gobierno colombiano debe incentivar y otorgar consultorías en organización de empresas, gobierno corporativo y gerencia financiera que permitan tener en cuenta de manera prioritaria a las empresas más vulnerables en cuanto a educación financiera se refiere, y las cuales no tienen una visión a mediano y largo plazo en asuntos relacionados con el crecimiento y expansión de sus negocios, lo que no les permite tomar decisiones informadas con respecto a las fuentes de financiación que deben utilizar.

**8.2. Disponibilidad de financiamiento en mercados de capitales-Renta fija (Bonos):** el mercado de bonos ofrece un amplio espectro de financiación pero en su mayoría son emisiones públicas, es por esta razón que se debe incentivar emisiones de bonos para el sector privado reguladas y vigiladas por los organismos de control. Estas emisiones deben ir acompañadas de garantías reales y deben contar con respaldo del estado, es decir se pueden dar mediante un fondo de cobertura para riesgos que pueden ser mediante un fondo de garantía o un fideicomiso, y deberá tener como objetivo incentivar tanto a personas naturales como jurídicas a invertir en estas emisiones de bonos

vía beneficios tributarios, los cuales se harán efectivos en la declaración de renta al cierre del ejercicio fiscal.

De este modo, las dificultades financieras de las empresas en crecimiento y en general de las pymes, han revivido también el interés en potenciar el acceso de estas compañías en los mercados bursátiles, porque es un mercado que puede tener una opción potencial para financiar el crecimiento empresarial y la ejecución de proyectos de expansión.

**8.3. Asociación entre empresas de sectores público y privado:** que faciliten la creación de fondos mixtos para financiamiento de pymes y cuyo fin sea otorgar créditos o apalancamiento con capital de riesgo incluyendo mezzanine, a pymes que busquen crecimiento y expansión de sus unidades de negocio, como por ejemplo, proyectos para empresas de alta tecnología. Así mismo, estos fondos deben velar por que se dé una disminución real en los costos de transacción de la financiación, tales como corretaje, tasa o margen de intervención, teniendo en cuenta que la falta de acceso a fuentes de financiación y sus elevados costos.

Para llevar a cabo este planteamiento y que los empresarios de pequeñas empresas puedan obtener financiación mezzanine y de riesgo se requiere promover alianzas entre las pymes que no cumplen los requisitos de manera individual, para obtener fuentes de financiación tanto de la banca como de los inversores de los fondos de capital privado pero que al unirse con varias empresas pequeñas o medianas puedan alcanzar las garantías exigidas adecuadas para financiarse y seguir creciendo.

Esta política pública deberá ir dirigida a solucionar inconvenientes y a mitigar problemas con las barreras existentes para el acceso al crédito de las pymes y los elevados costos financieros que tienen que asumir para la consecución de recursos que les permitan apalancarse financieramente. Adicionalmente, para alcanzar el cumplimiento de esta política se requiere el fortalecimiento institucional en todos los niveles de entidades como BANCOLDEX, para que así se evidencie la participación activa de estas, impulsando la creación de fondos mixtos de capital de riesgo para pymes en proceso de expansión y crecimiento y la entidad encargada para vigilar los fondos mixtos deberá ser la Superintendencia Financiera y facilitando el acceso a fuentes de financiación a los pequeños y medianos empresarios.

Es indispensable que para el fomento de las pequeñas y medianas empresas se realice una intervención integral mediante estrategias que impulsen convenios territoriales y que permitan que pymes de diferentes departamentos trabajen conjuntamente en el desarrollo de proyectos que les permita crecer y expandir sus productos o servicios por todo el país.

**8.4. Marco regulatorio:** cuyo fin sea facilitar y generar confianza a los inversionistas que decidan participar en proyectos de expansión y crecimiento para pymes, este se debe dar a través del Congreso de la República quien deberá legislar con respecto a los requisitos que se exigirán para la conformación de un fondo mixto de capital de riesgo, indicando a que empresas se va a impulsar con este financiamiento (empresas objetivo-pequeñas y medianas empresas), que particularidades deben tener los proyectos a financiar y los montos que se aprobarán. Es indispensable que el legislador otorgue la

posibilidad de creación de alianzas entre pequeñas y medianas empresas con el fin de que unidas cumplan con las garantías exigidas, las cuales deben caracterizarse por su flexibilidad.

En este caso, existe como antecedente lo sucedido en Estados Unidos en 1979, ya que a través de una reforma constitucional al mercado financiero impulsó el mercado de capital de riesgo y permitió a los fondos de pensiones realizar inversiones apalancadas con este capital y obtener liquidez para financiar la creación de nuevos proyectos.

#### **8.5. Intervención gubernamental a través de incentivos por proyectos de innovación**

**y emprendimiento:** esta medida debe ir dirigida tanto a nuevos empresarios como a empresarios con proyectos de crecimiento y expansión.

Las medidas a efectuar en este aspecto deberán tener como objetivo incentivar el acceso al crédito, en condiciones accesibles para los pequeños y medianos empresarios, en donde se tendrá en consideración tasas y plazos preferentes, que garanticen la ejecución del proyecto de innovación y/o emprendimiento y promuevan la inversión privada, esta intervención deberá darse a través de bonificación de tasa de interés concedidas mediante evaluaciones y seguimientos periódicos a los proyectos financiados.

## 9. Conclusiones

Los instrumentos financieros mezzanine constituyen, sin duda alguna, una opción novedosa para la financiación de las organizaciones y negocios contemporáneos. Ante un panorama en donde la financiación es fundamental para alcanzar el crecimiento y generar bienestar, las políticas públicas deben estar alineadas a la eficiencia de las instituciones de apoyo a pymes y al fortalecimiento de la relación público-privada en fondos privados de capital de riesgo, y deben ir enfocadas en incentivar el uso de capital de riesgo y la inversión en pymes.

En la literatura y los diferentes trabajos académicos se proponen diversas fuentes de financiación para las pymes, sin embargo, pocos son los autores que han profundizado en las bondades que tienen los instrumentos financieros mezzanine. Todos ellos, se alejan el uno del otro o coinciden en que sería una excelente opción para las pymes que quieren aprovechar una oportunidad de crecimiento o expansión, ya que todo depende del escenario económico y país en donde se esté realizando el negocio o transacción, porque no se puede pasar por alto que dependiendo el marco geográfico existe un contexto económico que le permite a los empresarios operar.

## 10. Bibliografía

- Ascuá, R. (2005, August). Financiamiento para pequeñas y medianas empresas (pyme). El caso de Alemania. Enseñanzas para Argentina... *ESTUDIOS Y PERSPECTIVAS CEPAL*, S.05.II.G.48, 80. Retrieved April 1, 2014, from <http://www.cepal.org/>
- Barona-Zuluaga, B. y Rivera-Godoy, J. A. (2012). Análisis empírico de la financiación de nuevas empresas en Colombia. *INNOVAR. Revista de Ciencias Administrativas y Sociales*, 22(43) 5-18.
- Bean, L. (2008), Mezzanine Financiamiento: ¿Es para usted? *J. Corp. Cta. Fin*, 19: 33-35.. doi: 10.1002/jcaf.20370
- Berger, A., & Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6), 613-673.
- Betsch, O. y Groh, A. (2000), Lutz Lohmann. *Corporate Finance*. 2. Aufl. München: Vahlen, 2000.
- Bolsa de valores de Colombia, Convenio de Colombia capital. (2008). *Guía práctica de fondos de capital para empresas*. Retrieved from website: <http://lavca.org/>
- Chertok, G., Malleray, P., & Pouletty, P. (2009, March 2). La financiación de las pymes. *Consejo de análisis económico*.
- Cohen, M., y Barilla, G. (2012). La situación de las pymes en América Latina. *ieralpyme*, Retrieved from <http://www.ieralpyme.org/>
- de Ruijter Korver, M., & Ongena, S. (2008). European mezzanine. *Applied Financial Economics*, 18(20), 1613-1622. doi:10.1080/09603100801949744.
- Dufresne, V., Langlois, P., Couture, M., Flamand, S., & Nour, E. Banco Interamericano de Desarrollo, (2012). *Programas de financiamiento de eficiencia energética* (1300). Retrieved from website: <http://www.iadb.org/es/publicaciones/detalle,7101>.
- Ferrer, M. A., y Tanaka, Á. T. (2009). Las PYME' y las teorías modernas sobre Estructura de Capital. *Compendium: revista de investigación científica*, (22), 65-84.
- Franke, G., & Hein, J. (2008). Securitization of mezzanine capital in Germany. *Financial Markets and Portfolio Management*, 22(3), 219-240. doi:<http://dx.doi.org/10.1007/s11408-008-0082-x>.
- Giurca, L. (2009). Mezzanine debt: benefits or drawbacks for firm's financing? *Tinerilor Economisti*, 1(12), 14-21. Retrieved from <http://econpapers.repec.org/>

- Goldenberg, J. (2010). *La subordinación voluntaria de créditos*. (Doctoral dissertation, Universidad de Salamanca) Retrieved from <http://gredos.usal.es/jspui/bitstream/10366/102637>
- Gveroski, M., Risteska, A., & Dimeski, S. (2011). Small and Medium Enterprises -- Economic Development Drivers. *Management (1820-0222)*, (59), 87-94.
- Kayser G. y Wallau F., “Mittelstandsfinanzierung in der Bundesrepublik Deutschland” Umfrage 2003, IfM Bonn (2003)
- Herrero, D. (2011). Financiación mezzanine: situación actual y perspectiva. *Revista española de capital de riesgo*, 4, 03-24. Retrieved from [www.recari.es](http://www.recari.es)
- Hill, F. M., Leitch, C. M., & Harrison, R. T. (2006). ‘Desperately seeking finance?’ The demand for finance by women-owned and -led businesses. *Venture Capital*,8(2), 159-182.
- Jimenez, E. (2012). La importancia de las Pymes. *Asopymes Colombia RSS*. Retrieved April 1, 2014, from <http://asopymescolombia.org/>
- Lusthaus, C. (2002). *Evaluación Organizacional: marco para mejorar el desempeño*. IDRC.
- Maldonado, H., y Sepúlveda, C. Departamento administrativo nacional de estadística, Dirección de regulación, planeación, estandarización y normalización. (2009). *Informe de resultados 2008: encuesta de calidad de la gestión estatal para el desarrollo empresarial*. Retrieved from DANE website: <http://www.dane.gov.co/>
- Mantell, E. H. (2009). A theory of the risks of venture capital financing. *American Journal of Economics and Business Administration*, 1(2), 194-205. Retrieved from <http://ezproxy.eafit.edu.co/login?url=http://search.proquest.com/docview/1027115283?accountid=45662>.
- Mascareñas, Juan (2010): "Productos Financieros Estructurados". *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas* n° 31. ISSN: 1988-1878. Disponible en <http://www.juanmascareñas.eu/monograf.htm>.
- McDonald, J. F. (1999). Optimal leverage in real estate investment. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 18(2), 239. Retrieved from <http://ezproxy.eafit.edu.co/login?url=http://search.proquest.com/docview/203156252?accountid=45662>.
- Meléndez, M. Banco de desarrollo de América Latina, (2011). *Acceso al financiamiento de la pequeña y mediana empresa en Colombia: retos de política pública* (2011/01). Retrieved from CAF website: <http://www.caf.com/es>

- Merkel, J. T. (2004). Mezzanine debt can be a lower-risk alternative to equity. *Hotel & Motel Management*, 219(12), 14.
- Michello, F. A., & Deme, M. (2012). COMMUNICATION FAILURES, SYNTHETIC CDOS, AND THE 2008 FINANCIAL CRISIS. *Academy Of Accounting & Financial Studies Journal*, 16(4), 105-121.
- Novoa, C., González, E., Arévalo, D., y Vera, A. ANIF, Asociación Nacional de Instituciones financieras, (2013). *La gran encuesta pyme: primer semestre 2013*. Retrieved from Anif, Bancoldex, Banco de la Republica, BID website: [http://www.mipymes.gov.co/ Gran encuesta pyme primer semestre de 2013](http://www.mipymes.gov.co/Gran_encuesta_pyme_primer_semestre_de_2013).
- OCDE (2013), Temas y políticas clave sobre PYMEs y emprendimiento en México, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264204591-es>.
- Rivera Godoy, J. A. (2007). Estructura financiera y factores determinantes de la estructura de capital de las PYMES del sector de confecciones del Valle del Cauca en el periodo 2000-2004. *Cuadernos de Administración*, 20(34).
- Rodríguez, A. (2003). *La realidad de la pyme colombiana. Desafío para el desarrollo...* Retrieved from FUNDES website: <http://www.fundes.org/> .Fuentes de financiación de las pymes.
- Rojas , S., Del Mar, M., & Esmeral , F. (2013). Retrieved from Fondos de capital privado en Colombia 2013-2014 website: [http://www.bancoldex.com/documentos/2398\\_Catálogo\\_Fondos\\_de\\_Capital\\_Privado\\_en\\_Colombia\\_-\\_ESP.pdf](http://www.bancoldex.com/documentos/2398_Catálogo_Fondos_de_Capital_Privado_en_Colombia_-_ESP.pdf)
- Rosenthal, S. (2004). Comparing mezzanine to alternative debt and equity products. *Briefings In Real Estate Finance*, 4(1), 65-73.
- Schäfer, D., & Talavera, O. (2009). Small business survival and inheritance: evidence from Germany. *Small Business Economics*, 32(1), 95-109. doi:10.1007/s11187-007-9069-7
- Schneider, F., & Videgaray, L. (2001). Private equity in México. In Stanford: Stanford University. Retrieved from [http://altassetsnetwork.net/pdfs/videgaray\\_011002.pdf](http://altassetsnetwork.net/pdfs/videgaray_011002.pdf)
- Sepúlveda, M., Vaca, P., y Fracica, G. (2009). Percepción del crecimiento y la diversificación en emprendimientos bogotanos. *Redalyc*, 25(111), 77-105. Retrieved from <http://www.redalyc.org/>
- Servon, L. J., Visser, M., & Fairlie, R. W. (2010). The Continuum Of Capital For Small And Micro Enterprises. *Journal Of Developmental Entrepreneurship*, 15(3), 301-323.

- Silbernagel, C., & Vaitkunas, D. (2012). Mezzanine Finance. *Bond Capital*, 940 - 1040. Retrieved January 4, 2014, from <http://pages.stern.nyu.edu/>
- Sogorb Mira, F. (2002). Estudio de los determinantes de la Estructura de Capital de las Pymes: Aproximación empírica al caso español.
- Solari, E. (2013). SMEs en argentina. In *How de characteristics of SMEs affect their acces to bank financing*. Buenos Aires, Argentina.
- Superintendencia financiera, (2011). *Fondos de capital privado*. Retrieved from website: <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/PortafoliodeInversion/cpprivado.htm>.
- Tejada, M., & Contreras, E. (2013, December 18). SUMMA SAFI FONDO MEZZANINE SUMMA. *SUMMA SAFI*.
- Unidad de gestión para México y Colombia, Oficina regional para Latinoamérica y el caribe. (2008). *Financiamiento bancario para las pequeñas y medianas empresas (pymes)*. Retrieved from Banco Mundial website: <http://siteresources.worldbank.org/>.
- Urrea, L., y Abello, W. (2011). *Análisis sobre la internacionalización de las pymes en Colombia*. Unpublished manuscript, Universidad de la Sabana, Universidad de la Sabana, Chía, Colombia. , Available from intellectum. Retrieved from <http://intellectum.unisabana.edu.co/>
- Von Bradsky, F., French, M. (2008). As credit tightens, mezzanine financing plays bigger role, *Puget Sound Business Journal* (Seattle).
- Walther, S. (2003), “Die Bedeutung von Mezzanine in der modernen Finanzwirtschaft” Seminararbeit im Fach Finanzierung – FH Merseburg.
- Weissenberg, A. F., Cohen, J., & Culliney, P. (2003). Mezzanine financing for hospitality property owners. *Journal Of Retail & Leisure Property*, 3(2), 115-121.
- Willis, JR y Clark, DA (1989), Introducción a la financiación mezzanine y: 10.1111/j.1745-6622.1989.tb00181.x