

**PROPUESTA DE IMPLEMENTACIÓN DE LA DEUDA TIPO MEZANINE
DENTRO DE ESTRUCTURAS DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL Y *PROJECT
FINANCE***

Julián Fernando Agudelo Morales

TRABAJO PRESENTADO COMO REQUISITO PARA OPTAR AL TÍTULO DE
MAGÍSTER EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

Asesor: Gustavo A. Sánchez R.

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
BOGOTÁ
2017**

Propuesta de implementación de la deuda tipo mezanine dentro de estructuras de financiación empresarial y *project finance*

Julián Fernando Agudelo Morales¹

Jagude70@eafit.edu.co

Resumen

Project Finance es una modalidad de financiación de proyectos, la cual se ha venido utilizado muy recientemente en países en vías de desarrollo como Colombia, para financiar megaproyectos de infraestructura vial; sin embargo, en países desarrollados el mecanismo *Project Finance* ha sido utilizado para financiar proyectos de crecimiento empresarial y obras de infraestructura privada, tales y como centros comerciales, hoteles y hospitales, entre otros. Una de las grandes dificultades existentes a la hora de ejecutar este tipo de proyectos es el acceso a las fuentes de financiamiento, en su mayoría debido a no contar con los suficientes activos para respaldar la deuda. Un instrumento financiero alternativo, el cual se ajusta fácilmente a la estructura de *project finance* como también al sector empresarial en general, es la deuda subordinada o mezanine, la cual presenta varias alternativas de instrumentos financieros los cuales se ajustan de acuerdo con las necesidades del proyecto. Adicionalmente, también resulta ser una excelente fuente de financiamiento para todo tipo de empresas que quieran aprovechar las oportunidades de crecimiento y expansión del mercado.

Palabras clave: project finance, deuda mezanine, deuda subordinada, equity

Abstract

Project finance is a modality of project financing, which has recently been used in developing countries such as Colombia to finance megaprojects of road infrastructure. However, in developed countries the Project financing mechanism has been used to finance business growth projects and private infrastructure works such as shopping centers, hotels and hospitals, among others. One of the great difficulties in executing these types of projects is access to funding sources, mostly due to the lack of sufficient assets to support the debt. An alternative financial instrument that is easily adjusted to the structure of project finance as well as to the business

¹ Le agradezco al profesor Gustavo A. Sánchez R., profesor de la Universidad EAFIT, por su **valiosa** colaboración como asesor y lector de este trabajo. Su valioso aporte permite darle el enfoque que a continuación se presenta.

sector in general is the subordinated or mezzanine debt, which presents several alternatives of financial instruments which are adjusted according to the needs of the project. In addition, it is also an excellent source of financing for all types of companies that want to take advantage of the opportunities for growth and expansion of the market.

Key words: project finance, mezzanine debt, subordinated debt, equity

1 introducción

El *project finance* se ha constituido en una herramienta de financiación que ayuda a viabilizar la ejecución de proyectos a gran escala en países en vía de desarrollo, como lo ha experimentado recientemente Colombia con el desarrollo del programa de concesiones viales de cuarta generación 4G. Este programa requerirá una inversión de aproximadamente \$53 billones, en un período comprendido entre 2015 y 2021. Recientemente el Consejo Nacional de Política Económica (Conpes, 2013) presentó el documento 3760 de 2013, con los lineamientos de políticas en la estructuración, contratación y ejecución de estos proyectos. Este documento se elaboró partiendo de la teoría del *project finance*, mediante la utilización de las asociaciones público-privadas (APP) y por medio del otorgamiento de los elementos y mecanismos necesarios para que las entidades de crédito participaran en la financiación de estos proyectos, con lo cual se espera que la economía colombiana se potencialice, y tenga un crecimiento esperado del PIB de 5% a 6% por año (Clavijo, 2016).

Sin embargo, en países desarrollados como Gran Bretaña, Estados Unidos, Australia, España e Italia, la estructura *project finance*, además de ser utilizada en megaproyectos de infraestructura pública, es utilizada en proyectos de infraestructura privada de menor magnitud y en diferentes sectores e industrias, convirtiéndose en una fuente de fondos para propósitos de inversión capaz de generar los flujos de caja futuros necesarios para cumplir con el pago de su deuda.

Una de las grandes dificultades que se tiene a la hora de ejecutar proyectos en los diferentes sectores de la economía es el acceso a fuentes de financiamiento, situación que en

mayor medida se presenta en pequeñas y medianas empresas, tal y como lo revela la encuesta *World Bank's Enterprise Survey Standardized Dataset*, realizada por el Banco Mundial (2010), en donde la mayoría de las empresas consultadas indicaron no haber podido acceder a una línea de crédito principalmente por no cumplir con los requisitos exigidos por las entidades financieras.

Es importante anotar que todo lo que promueva el desarrollo de las micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes) tendrá un impacto relevante en el desarrollo del país, toda vez que, según información reportada por el DANE,² el 68% del empleo y el 28% del PIB es aportado por las mipymes, por lo cual es evidente la necesidad de promover estos mecanismos.

Por lo anterior, es importante para los promotores de proyectos y para los inversionistas en general conocer en detalle cada una de las alternativas de financiamiento que tienen a su disposición, así como promover la estructuración de nuevas fuentes de financiación, reto que se ha venido planteando desde hace varios años en Colombia, incluso desde la entrada en vigencia de la Ley 964 del mercado de capitales (Congreso de Colombia, 2005) y la Ley 1676 de garantías mobiliarias (Congreso de Colombia, 2013), que buscaron impulsar la bancarización y el acceso a financiación bancario y en el mercado de capitales.

De otra parte, se propone el desarrollo de una fuente alternativa de financiación denominada deuda subordinada, o mezanine, por las posibilidades prácticas que presenta para el país, la cual es una fuente de financiación novedosa —diferente a las fuentes tradicionales—, que permite acompañar y complementar la financiación de los proyectos de inversión de diferentes empresas, al tiempo que genera la posibilidad de que los inversionistas participen en diferentes sectores de la economía.

De esta forma, la deuda subordinada, o mezanine, se constituye en una fuente de financiamiento diferente, y complementaria a las tradicionales, que permite movilizar

² Según el Registro Único Empresarial y Social (RUES), en el país, en 2016 el 94,7% de las empresas registradas son microempresas y el 4,9% son empresas pequeñas y medianas.

recursos de inversionistas y acreedores no solo para megaproyectos estructurados mediante *project finance*, sino también para proyectos de inversión de mipymes y de grandes empresas que tienen pendiente la ejecución de proyectos debido a un acceso limitado a las fuentes de financiación tradicionales.

La elaboración de este trabajo se efectúa mediante la revisión literaria de los temas en mención, por lo cual es de tipo documental, y se basa en el método analítico y sintético. Tanto para el estudio de los *project finance*, siendo estos un mecanismo alternativo tanto para la ejecución proyectos en los diferentes sectores de la economía como para los instrumentos de financiación mezanine, se revisaron artículos de publicación científica, textos literarios y tesis de grado doctorado y de maestría de los últimos 25 años.

En la revisión técnica de los beneficios de la utilización de los instrumentos de financiación mezanine, se concluye que estos son una alternativa novedosa, diferente al financiamiento tradicional, para ser utilizada en la estructuración de *project finance* y en las empresas a nivel general, en cualquier sector de la economía. Con esto se abre la puerta para que los inversionistas puedan estructurar *project finance* que contribuyan al crecimiento económico, y que las empresas puedan generar una alternativa para sus oportunidades de crecimiento y expansión, aprovechando las aperturas económicas y los intercambios comerciales internacionales.

El artículo fue distribuido de la siguiente forma: inicialmente, se lleva a cabo una contextualización, mostrando la definición de *project finance*, sus características, los elementos necesarios, sus componentes de capital y los antecedentes de utilización en Colombia, en la financiación de megaproyectos de infraestructura. Luego, se revisan las principales fuentes de financiamiento en Colombia, con sus limitaciones de acceso. A continuación, el artículo presenta la deuda mezanine como alternativa de financiamiento, sus usos, los términos y tipos de este tipo de deuda, al igual que sus ventajas y desventajas. Por último, se presentan los diferentes proveedores de deuda mezanine a los cuales pueden acceder los inversionistas y las empresas en general.

2 MARCO TEÓRICO

2.1 Definición de *project finance*

El *Project finance* puede definirse como un método de financiación de un cierto proyecto de infraestructura, como una unidad económica separada, en el cual el acreedor o prestamista va a obtener el pago de su crédito, en principio, contando con los flujos de efectivo y demás ingresos del proyecto, como fuentes de pago, y con los activos del proyecto o unidad económica, como garantía (Pinzón y Rodríguez, 2000).

Nevitt y Fabozzi (2000), por su parte, definen *project finance* como una sociedad de financiación, producto de una actividad económica específica, en la que el flujo de efectivo derivado de la gestión representa la fuente primaria para cubrir la deuda. Es una modalidad de estructuración de la financiación que se aplica en inversiones que resultan intensivas en capital, como las refinerías, plantas de energía, telecomunicaciones y carreteras. Para los inversionistas y los prestamistas implica un detallado estudio de riesgos, incluyendo el riesgo de construcción, el operacional, el de aprovisionamiento, el de lanzamiento, las normatividades, los seguros, la inflación, las tasas de cambio y el riesgo político, entre otros. Estos riesgos se distribuyen entre los participantes más experimentados o mejor cualificados, para su administración a través de garantías de construcción, contratos de compra de energía, convenios de suministros, contratos de transporte, indemnizaciones, pólizas de seguros y otros arreglos contractuales. Como sus cifras financieras se manejan por fuera del balance de los promotores, a través de una compañía específica, es posible su apalancamiento y la reducción del costo de los capitales que financian la nueva unidad empresarial.

2.2 Características del *project finance*

Para Finnerty (2007), los *project finance* típicamente incluyen las siguientes características generales:

- Un acuerdo entre las partes que proveerían financieramente el proyecto, para su correspondiente estructuración y operación.

- Un acuerdo, generalmente de adquisición del producido del proyecto, que asegure que al iniciar operaciones el proyecto tenga suficiente efectivo para cubrir sus costos y obligaciones.
- Acuerdos que garanticen o aseguren que, en caso de que el proyecto tenga dificultades de generación de efectivo, los fondos necesarios para reactivar el proyecto van a estar disponibles (Pinzón y Rodríguez, 2000).

Las partes que intervienen en el proyecto, tales y como promotores, prestamistas, inversionistas etc., al tomar la decisión de aplicar el *project finance*, deben asegurarse de que el proyecto sea capaz de generar el suficiente flujo de efectivo para cubrir los costos del crédito. Este es el punto en el cual deben fijar más su atención las partes; es decir, en el *project finance* no importa tanto el nivel de activos de la empresa o del promotor del proyecto, en la medida en que este no es la base principal para determinar su capacidad de obtener crédito; lo que determina su capacidad de crédito es la expectativa que se tenga sobre los flujos de efectivo que pueda generar la empresa o proyecto, aunque es posible que se tomen los activos como garantía.

2.3 Elementos básicos del *project finance*

El *Project finance* requiere de una ingeniería financiera cuidadosa, ya que los niveles de riesgo asumidos, al igual que los rendimientos que obtengan las partes involucradas, deben ser aceptables.

En el gráfico 1 se muestran los elementos básicos de una inversión de capital, la cual se financia con base en un proyecto. En el centro se tiene un activo o un conjunto de activos que tiene un propósito específico; este se relaciona en su mayoría con las materias primas, las adquisiciones, la producción, el procesamiento o las entregas. Este grupo de activos debe ser capaz de desempeñarse como una unidad económica independiente. Toda la operación concerniente al proyecto debe tener la suficiente capacidad de generar los flujos de caja necesarios para pagar sus obligaciones.

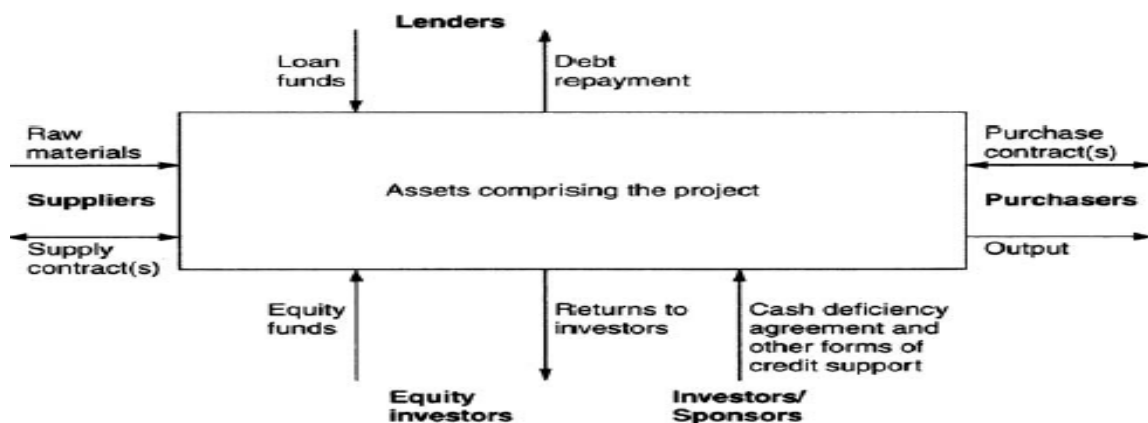


Gráfico 1. Elementos básicos de un *project finance*.

Fuente: Finnerty (2007, p. 3).

Además de los elementos anteriormente mencionados, existen varios sujetos que intervienen en el proyecto, como son: los patrocinadores o promotores, los prestamistas y los terceros interesados en el proyecto que actúan como garantes. Adicionalmente, la operación de *project finance* envuelve sujetos adicionales que, si bien no se relacionan entre sí en su totalidad, tienen relación con el proyecto. Por ejemplo: proveedores, otros contratistas relacionados con el promotor, compradores, inversionistas distintos de los promotores, asesores y Gobierno, en los proyectos que le competen. Si bien es cierto que no están relacionados mutuamente, al menos debe tenerse en cuenta la calidad de dichos sujetos y sus vínculos, para poder hacer un análisis integral del desarrollo del proyecto, fundamentalmente en el riesgo (Pinzón y Rodríguez, 2000).

2.4 Capital y deuda de los *project finance*

En la utilización de los *project finance* se usan tres tipos de capital: *equity*, *quasy-equity* y deuda sénior; es decir, capital, deuda subordinada y deuda principal (Nevitt y Fabozzi (2000).

El *equity* se asimila a la participación en el capital de la compañía o del proyecto. Puede ser, o por acciones ordinarias, o con dividendo preferencial y sin derecho a voto. De

todos modos, los capitalistas son los últimos en recibir utilidades y los primeros en respaldar pérdidas. Por esto, el *equity* constituye el verdadero capital de riesgo en *project finance*. Mientras mayor sea la financiación por deuda, mayor será el riesgo de los accionistas (Pinzón y Rodríguez, 2000).

Por otra parte, la deuda subordinada *quasi-equity* es un intermedio entre recursos de deuda y *equity*, ya que se les paga primero que a los inversionistas de este último, pero después de cubrir el servicio de la deuda. Esta clase de deuda puede ser, o general, o especialmente subordinada. La primera, conocida también como *blanket subordination*, subordinación general, es la común descrita anteriormente; la segunda es subordinación específica, si solo está subordinada respecto de ciertos prestamistas de deuda principal.

Adicional a las dos anteriores formas de financiamiento en *project finance*, está la deuda sénior o deuda principal, la cual son recursos obtenidos del sector financiero. Las entidades, antes de otorgar los recursos, desarrollan estudios preliminares y de planeación del proyecto, los cuales generalmente son contratados con la banca de inversión, donde estudian condiciones como las tasas de interés, plazo, inflación y otros riesgos que afectan el flujo de caja esperado del proyecto.

3. Antecedentes de *project finance* en Colombia

En los países en vía de desarrollo como Colombia, la estructura *project finance* se ha utilizado en el proceso de consecución de recursos entre el sector público y privado, para financiar proyectos de inversión. Con este mecanismo se han logrado financiar grandes proyectos que han aportado al desarrollo de infraestructura energética, entre otros sectores, tales y como el proyecto Termobarranquilla S. A. E.S.P. (TEBSA). Esta inversión de largo plazo se estructuró en 1995, por parte de los grupos combinados de *project finance* del Banque PARIBAS y la *Unión Bank of Switzerland (USB)*. La complejidad financiera del proyecto se originaba en el tamaño de los préstamos, la estructuración de la cobertura de

riesgo para unos montos tan elevados y el cumplimiento de las exigencias de los prestamistas, como son *USExim* y *Overseas Private Investment Corporation (OPIC)*.

De forma similar, se constituyó el proyecto Centragas, como proyecto único de la empresa norteamericana *Enron Corporation* en Colombia, que en mayo de 1994 había contratado con la estatal Empresa Colombiana de Petróleos (Ecopetrol) la construcción, propiedad inicial, operación, mantenimiento y la transferencia final a la petrolera estatal, de un oleoducto de gas natural de 575 kilómetros de extensión, que conectara los yacimientos de gas natural de la Guajira, desde la estación Ballenas, en la costa norte del país, con Barrancabermeja, un centro industrial ubicado en la región central de la nación, y con acceso a la mayor parte de los centros urbanos y poblacionales de la misma. En esa época, *Enron Corporation* era una de las principales multinacionales en el campo de los proyectos energéticos a nivel mundial, y el contrato firmado formaba parte del plan diseñado por el gobierno nacional para aprovechar sus reservas de gas natural, reduciendo de paso la tradicional dependencia del sistema hidroeléctrico y de la producción de petróleo, para satisfacer la demanda interna de energía (Moreno y Monsalve, 2016).

Adicionalmente, Transgas puede considerarse como similar a Centragas, en la medida en que también supone la contratación de una inversión en la construcción, operación, mantenimiento y transferencia de un oleoducto de gas natural con 344 kilómetros de longitud, incluyendo las líneas laterales, comprendidas entre la población de Mariquita, en la región central de la república de Colombia, y la ciudad de Cali, una importante economía industrial y núcleo urbano situada en la región sudoeste de la nación. Transgas era un proyecto complementario al de Centragas, que constituían la fase 2 del plan de desarrollo de los recursos gasíferos descubiertos en la Costa Atlántica. Los datos del estudio de caso formulado por H. Davis (2003) fueron tomados de su entrevista y del discurso pronunciado por Jacob J. Worenklein, Director Gerente y *Global Project Finance* de Lehman Brothers, de los Estados Unidos (Moreno y Monsalve, 2016).

Recientemente, en el marco del desarrollo del programa de cuarta generación de concesiones viales 4G toma gran relevancia la estructura *project finance*, para lo cual, en el

documento Conpes 3760 de 2016, fue estructurado según la teoría de *project finance*, y su implementación se basa en las asociaciones público-privadas (APP). Este programa busca incluir los lineamientos de la Ley 1508 de 2012, que introdujo las asociaciones público-privadas (APP) y las mejores prácticas internacionales en materia de estructuración de proyectos, con el objetivo de corregir numerosas ineficiencias presentadas en las generaciones de concesiones previas. Se plantea transferir los riesgos a quien se encuentre en mejor capacidad de gestionarlos, así como estimular la inversión privada dentro de los diferentes proyectos e incorporar en la financiación de los mismos a inversionistas de largo plazo (Moreno y Monsalve, 2016).

El sector financiero, como actor importante a la hora de otorgar fuentes de financiamiento en los diferentes sectores de la economía, con el Decreto 2555 de 2010 (Superintendencia Financiera, 2010), el cual establece que ninguna entidad crediticia puede realizar con alguna persona jurídica o natural, directa o indirectamente, operaciones activas de crédito que, conjunta o separadamente, superen el diez por ciento (10%) de su patrimonio técnico, si la única garantía de la operación es el patrimonio del deudor, sin embargo, en caso de que existan garantías, de la operación, este límite podrá aumentarse hasta el 25% del patrimonio técnico. Dicha garantía deberá respaldar el monto de la sobreexposición que exceda el 5% del patrimonio técnico. Esta medida le permite al sector financiero participar dentro de la estructura de los *project finance*, posibilitando la ejecución de proyectos de infraestructura que potencializan la economía colombiana.

4. Acceso a financiamiento en Colombia

Uno de los grandes problemas a la hora de ejecutar proyectos en los diferentes sectores de la economía es el acceso a las fuentes de financiamiento. Según Urrea y Abello (2011), La principal falencia de las micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes), las cuales representan el 99,6% del total de empresas en Colombia, es el desconocimiento de las alternativas de financiación que tienen la posibilidad de utilizar, además de que en Colombia existe una gran dificultad para acceder a un adecuado financiamiento de sus necesidades, principalmente de capital de trabajo, situación que se profundiza con la escasez en el país de

una cultura de capital de riesgo, sobre todo para financiar proyectos o compañías en vía de mejoramiento y crecimiento.

Según Novoa, González, Arévalo y Vera (2013), en el sector de las pymes, el 58% de estas no accedieron a fuentes de financiación diferentes a créditos bancarios. De acuerdo con la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF) (Novoa et ál., 2013), su principal fuente de financiamiento son los proveedores, con un 24%, y otras fuentes de financiamiento que crecen a paso lento, como el *leasing* y el *factoring*, con un 7% y un 4% en promedio, respectivamente, teniendo como opción menos utilizada para financiarse los recursos propios, con un 1% de la medición.

Para la Unidad de Gestión para México y Colombia (2008), el *leasing* en Latinoamérica se ha convertido en un producto con una preferencia moderada entre las pymes colombianas, y en los últimos años ha estado en los primeros lugares de sus fuentes de financiación, debido a los incentivos tributarios creados por el Gobierno y al estado óptimo de la economía colombiana.

Los productos financieros que actualmente les ofrece el sector financiero a las pymes son en su mayoría de corto plazo: tarjetas de crédito, cuentas de depósito y préstamos, lo que genera que estas cuenten con menos disponible para su operación. 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 las pymes cambian de acuerdo con 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 (Olarte, 2014).

5. *Project finance* y financiación mezanine

Gran parte de la necesidad de financiación total en *project finance* viene de productos de deuda. En promedio, solo entre un 20% y un 25% del proyecto termina siendo financiado por el patrimonio de los patrocinadores y (o) inversionistas de capital externos. Esto significa que en la estructura *project finance* un riesgo considerable es asumido por los prestamistas, en lugar de los accionistas. Significa también que los préstamos puramente estáticos a largo plazo, a 15 o 20 años, se convertirán en un problema, ya que harían que la relación costo fijo/costo total fuera demasiado alta para que el proyecto fuera viable, y drenaría los flujos de efectivo rápidamente debido a los altos pagos anticipados de intereses (Nijs, 2014).

Los prestamistas estarán dispuestos a intervenir con la deuda sénior en la medida en que el activo del proyecto pueda respaldar dicha obligación. Esos préstamos están garantizados por todos los activos del proyecto y los contratos de los ingresos futuros; por ejemplo, con los contratos de suministro o de adquisición, en lugar de los activos o la liquidez de los patrocinadores; sin embargo, las necesidades de financiamiento pueden ser significativas hasta el punto del valor total de los activos inmersos en el proyecto, lo que generaría que los prestamistas asumieran el control del proyecto en caso de que este entrara en iliquidez. Esa es la desventaja de pedirles a los prestamistas que absorban cantidades significativas de riesgo en estos proyectos.

Los proyectos más arriesgados o con grandes cantidades de inversiones o con gastos no relacionados con activos tendrán que recurrir a formas alternativas de financiamiento. Esto puede ir de dos maneras: o asumiendo un financiamiento de recursos limitados con una garantía adecuada o la garantía de los patrocinadores, o mediante productos mezanine. Esto, a menudo, se combina con coberturas tipo, opciones, derivados, provisiones de seguros u otros tipos de mejora de la garantía, para hacer que el modelo financiero funcione, o que mejore la solvencia del proyecto para reducir el costo de la financiación (Nijs, 2014).

De esta forma, cuando existen este tipo de inconvenientes que no permiten el cierre financiero de los *project finance* por dificultades de acceso a financiamiento, con la deuda mezanine se puede estructurar su viabilidad, para que posteriormente se puedan ejecutar.

6. Deuda subordinada mezanine

6.1 Definición

La deuda subordinada mezanine es un tipo de financiamiento intermedio entre recursos de deuda sénior y *equity*; es subordinada debido a que les paga primero a los inversionistas del proyecto o empresa, pero después de cubrir el servicio de la deuda sénior (Nijs, 2014).

De esta forma, la deuda es subordinada porque sus propietarios están subordinados a los poseedores de la deuda principal a la hora de liquidar la compañía, así como a la hora de liquidar los intereses. De hecho, solo los cobrarán si hay beneficios después de haberlos cobrado los propietarios de la deuda principal. Esto hace que sea más arriesgado que la deuda principal, puesto que las empresas tienen la obligación de pagar los intereses de este último, pase lo que pase, lo que no ocurre con los intereses de la deuda subordinada, pero tiene menos riesgo que los fondos propios de la compañía, puesto que antes de repartir dividendos se deberán pagar los intereses de la deuda mezanine. Por lo tanto, al inversor le proporciona un rendimiento superior al que obtendría mediante la deuda principal, con un riesgo inferior al que presenta la adquisición de acciones (Mascareñas, 2010).

De esta forma, con la deuda mezanine, en términos generales, se consigue captar fondos para determinadas operaciones que, por la magnitud de la empresa que se vaya a adquirir, o del proyecto que se vaya a ejecutar, precisan de un alto grado de endeudamiento. Los prestamistas principales pueden estar dispuestos a dotar de más fondos al prestatario, al tener una mayor garantía de recobro por existir determinada deuda subordinada, el llamado colchón de subordinación, cuyos titulares, los mezanine *creditors*, acostumbran beneficiarse

tanto de un interés alto, para compensarles por el mayor riesgo que asumen, como de la posibilidad de convertir en un futuro su deuda en acciones (Goldenberg, 2010).

6.2 Modelo de deuda mezanine y estructura de capital

Para Olmos (2015), la estructura financiera con el concepto mezanine se puede describir así:

- *Deuda sénior*: es la deuda tradicional adquirida con los sistemas comunes de financiamiento.
- *Deuda mezanine*: se encuentra subordinada a la deuda sénior. Su costo es mayor que el costo de una deuda bancaria, pero mucho menor que los costos de capital, asume riesgo, es flexible y preferencial en relación con los aportes de capital, en caso de reparto de dividendos o de liquidación de la compañía deudora por cualquier causa.
- *Capital*: aporte de los socios o accionistas, con un alto costo.



Gráfico 2. Deuda mezanine, que cierra la brecha entre la deuda y el capital.

Fuente: Bond Capital. *Mezzanine Finance* (Silbernagel & Vaitkunas, 2012).

De igual forma, la estructura de capital tiene sus propias características, mostrando sus riesgos y beneficios (Olmos, 2015).

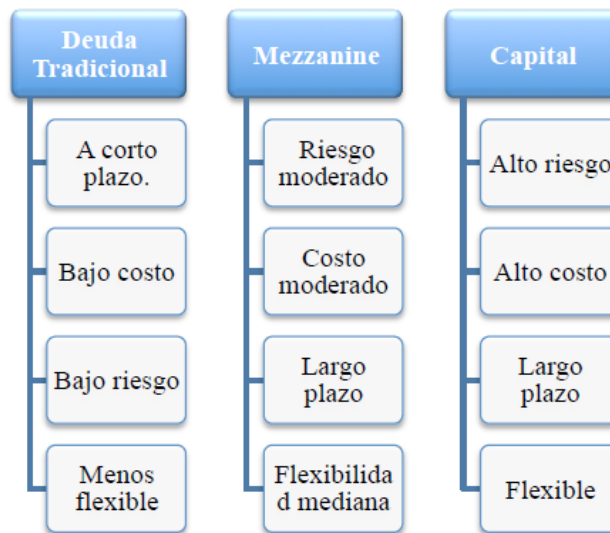


Gráfico 3. Características principales.

Fuente: Bond Capital. Mezzanine Finance (Silbernagel & Vaitkunas, 2012).

6.3 Uso del financiamiento mezzanine

Ante la dificultad de acceso a financiamiento, en especial deuda sénior, cuando esta no es una opción o no es suficiente para cubrir todas las necesidades de financiación, el financiamiento tipo mezzanine es una variable de posible utilización, la cual permite la financiación para el crecimiento de la empresa, la ejecución del proyecto etc., sin que el propietario pierda el control sobre los activos de la empresa.

Mirando las transacciones para las cuales se ha utilizado el financiamiento mezzanine, se encuentra gran diversidad. Dentro de la lista, se incluyen las siguientes:

- *Project finance*.
- Financiación M&A, de una actividad relacionada con la actividad de la empresa; o no relacionada, financiación de crecimiento de las operaciones existentes. *Spin-offs*.
- Financiación de reestructuración o reorganización de la empresa.
- Financiación para la adquisición de empresas.
- Adquisiciones *buy-ins/outs*.

- Internacionalización.
- Plan de sucesión.
- Cambio de dirección estratégica.
- Proporcionar una financiación puente a empresas, en su camino a una oferta pública inicial.
- Recapitalizaciones.
- Financiación de introducción de nuevos productos o grupos de servicios, planta expansión o el desarrollo de nuevos canales de distribución.
- Refinanciación global de actividades o la financiación de las ambiciones de crecimiento global.

Es justo precisar que la financiación mezanine estará en el radar para la gerencia o los dueños del negocio si no hay garantía suficiente que justificaría la incorporación de deuda sénior, o cuando los flujos de caja futuros sean inciertos o propensos a muchos factores externos, adicionales a una rentabilidad limitada o un perfil de riesgo corporativo desviado (Nijs, 2014).

6.4 Términos mezanine

El financiamiento mezanine se caracteriza por ser una deuda de alto rendimiento, debido a que forma parte del capital que está representado en instrumentos financieros, como *warrants*, opciones, etc.; además, es más barata que usar la financiación con accionistas. Es muy favorable, debido que contablemente es tratado como capital y no como deuda, entregándole así flexibilidad a la empresa.

Los vencimientos de la financiación cambian de acuerdo a los términos programados de otra deuda en la estructura de capital, el estándar es de cinco años, sin embargo, esto dependerá de los emisores que prefieren plazos más cortos a otros que prefieren plazos más largos por la flexibilidad en las condiciones (Torpey & Viscione, 1987).

Los inversionistas del mezanine incluyen: fondos de pensiones, *hedge funds*, fondos públicos apalancados, compañías de desarrollo de negocios, fondos de renta variable y compañías de seguros, así como bancos que han establecido departamentos de mezanine, también conocido como cautivos. Los prestamistas tradicionales del mezanine son inversionistas centrados generalmente en préstamos del flujo de liquidez, que buscan un plazo mínimo y participación en el capital, para generar resultados a más largo plazo. Los prestamistas del mezanine también mirarán el valor de la empresa como contraprestación de inversión. A diferencia de los títulos negociados, la deuda de alto rendimiento los fluctúan con las condiciones económicas; la financiación mezanine tradicional ha sido un mercado bastante constante y estable (Silbernagel & Vaitkunas, 2012).

Normalmente, los préstamos mezanine incluyen deuda subordinada y un componente de capital. La deuda generalmente se emite con una tasa de interés de pago en efectivo y un vencimiento que oscila entre cuatro y siete años. La financiación mezanine es más rentable en términos absolutos, debido a un beneficio de escudo fiscal. Las garantías básicas utilizadas en la mayoría de las financiaciones mezanine son pagarés subordinados y acciones preferentes con *warrants*, para empresas privadas, y deuda de alto rendimiento, bonos basura o deuda convertible, para empresas públicas. Los fondos de inversión mezanine especializados buscan determinada tasa de rentabilidad, que puede constituirse a través de una variedad de valores. Cada garantía individual puede tener una de las siguientes opciones, o una combinación de estas:

- *Intereses en efectivo*: un pago periódico de dinero en efectivo con base en un porcentaje del saldo pendiente del financiamiento mezanine. El tipo de interés puede ser fijo o flotante y con o sin piso y(o) techo.
- *PIK interés*: es una forma periódica de pago, en la que el pago de intereses no se paga sino por capitalización de intereses, aumentando el monto del principal por la cantidad de interés de *Payment In Kind (PIK)*.

- *Propiedad*: junto con el pago del interés asociado a la deuda, el capital intermedio incluirá a menudo una participación en la forma de *warrants* o una característica de conversión de deuda, similar a la de un bono convertible (Silbernagel & Vaitkunas, 2012).

Mientras que la deuda mezzanine es más costosa que la deuda bancaria, esta no es tan rígida. En términos generales comparte casi los mismos requisitos, pero las características de medición y análisis son más débiles. Un ejemplo de ello puede ser con respecto a la medición del apalancamiento del EBITDA, donde, mientras que en un pacto bancario sería de tres y media veces, en un acuerdo de mezzanine podría ser de cuatro o cinco.

6.5 Tipos de instrumentos de financian mezzanine

Hasta el momento existen varias clasificaciones de los diferentes tipos de deuda mezzanine. Autores como Betsch, Groh y Lohmann (2000) clasificaron los mezzanine en dos tipos, así: los *equity mezzanine capital* y la deuda mezzanine. En la siguiente tabla, se relaciona los tipos de mezzanine de acuerdo con la clasificación de estos autores.

Tabla 1. *Equity mezzanine vs. deuda mezzanine*

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

Fuente: Betsch y Groh (2000).

En la tabla 1, se observa la categorización que hacen Betsch et ál. (2000) de la deuda mezzanine, encontrando préstamos 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 (Olarte, 2014).

Por otra parte, a continuación revisaremos la clasificación realizada por Nijs (2014), y nos detendremos un poco en cada una de ellas. La clasificación la hace en seis grupos de productos originales:

- Deuda subordinada con tasas escalonadas *step-up rates*: este tipo de deuda con tasas de *step-up* se utiliza en situaciones en las que los flujos de efectivo existentes son consumidos por la deuda principal, y, por lo tanto, no hay capacidad de endeudamiento para adquirir más endeudamiento sénior, lo que adicionalmente daría lugar a mayores tasas de interés. La deuda subordinada con tasas *step-up* permite obtener capacidad de deuda ajustable al proyecto o empresa. Los intereses se cobran de forma creciente a lo largo de la vida de la deuda. La tasa *step-up* implica que el interés se cobrará con una tasa creciente a medida que el producto principal madura; por lo tanto, se puede utilizar en situaciones en las que es muy probable que se tenga un modelo de flujo de efectivo incremental en el transcurso del proyecto.
- Deuda subordinada, *subdebt PIK*, pago en especie: un *PIK* pago en especie del préstamo es un instrumento de deuda que, en su mayoría, al ser subordinado no produce ningún interés o amortización de la deuda principal entre el momento inicial y el momento de finalización o refinanciación. Se podría decir que se trata de un instrumento en el que tanto la deuda principal como los intereses se vencen en un solo pago *bullet* al final del vencimiento. Por lo tanto, los intereses se acumulan hasta el vencimiento o refinanciación, y podrán ser pagos con acciones o bonos convertibles. Este tipo de instrumentos pueden ser o no ser profundamente subordinados, ya que también es muy frecuente que no incluyan el derecho a adquirir una cierta cantidad de acciones o bonos convertibles a un precio determinado

durante un cierto período de tiempo. El prestamista *PIK* adquiere cantidades considerables de riesgo, por lo cual espera una TIR mínima.

- Deuda subordinada con participación de beneficios: en aquellas situaciones en las cuales la subordinación sea demasiado profunda en relación con los flujos de caja, no es recomendable las tasas *step-up* o *PIK*; por lo tanto, es necesario considerar un mecanismo que utilice una participación de los beneficios de la empresa que sustituya la tasa fija y(o) la deuda principal. El hecho de que una parte de los beneficios reservados para el pago de los intereses dependa del desempeño real de la organización financiada, tiene la implicación directa de que el propietario o la dirección de la empresa no adicione deuda adicional, debido a que esta incrementaría los costos totales de la empresa y, por ende, el riesgo inherente percibido de la organización.
- *Subdebt* con *warrants*: este instrumento de deuda incorpora una opción que permite la adquisición de un número determinado de acciones ordinarias de la empresa emisora, a un precio y un plazo prefijados, o pagarés de empresas también subordinados a la deuda principal de la compañía, bonos cupón cero, o la emisión de bonos subordinados con unos cinco años de carencia de amortización, el denominado “tramo B”, de moda en los años 90 (Goldenberg, 2010).

Para Nijs (2014), las órdenes *warrant* han tenido un crecimiento y un desarrollo en el mercado, por lo cual existen varios tipos, dentro de los cuales están: los *warrants* sobre acciones ordinarias; estos pueden ser con opción *call* y opción *put*; *warrants covered*, u órdenes cubiertas, que son órdenes que tiene algún respaldo subyacente, tal y como otro tipo de instrumentos para cubrir la opción; *turbo warrants*, que son opciones con una barrera, es decir, en las que su existencia se extingue en caso de que el precio del activo subyacente viole una barrera; y otras como *basket warrants*, *index warrants*, *wedding warrants*, *detachable warrants* y *naked warrants*.

A continuación, se demostrará cómo funciona la deuda mezanine 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 el gráfico 4 se observa la ilustración de los beneficios para el comprador de este bono con *warrant*.

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 en los intereses esperados.

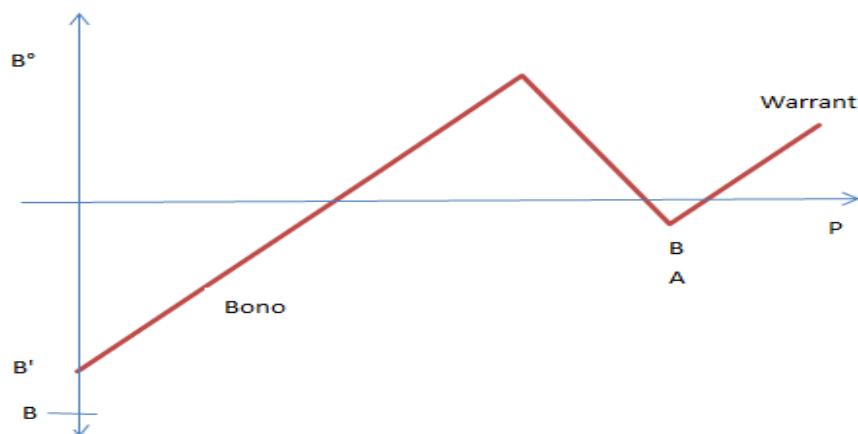


Gráfico 4. Beneficios para el comprador del bono basura con garantía *warrant*.

Fuente: Mascareñas (2010).

- Prestamos convertibles: este tipo de instrumento permite intercambiar el título por un cierto número predeterminado de las acciones comunes de la empresa emisora. Por lo tanto, el producto puede cambiar su naturaleza durante su vida útil, de un instrumento de renta fija, en acciones comunes.

Un bono convertible es, en consecuencia, un vínculo con una opción para el titular, de intercambiar el bono en acciones comunes de la empresa emisora, en los términos y

condiciones especificadas. Esto incluye, entre otros, el período de conversión y la relación de conversión. El primero, entendido como el período durante el cual el principal se puede convertir en acciones, y la segunda, como el número de acciones recibidas por la cantidad convertida. El precio de conversión es el precio efectivo pagado por la acción común, es la relación entre el valor nominal de la conversión y la relación de la conversión. El rendimiento de la emisión de bonos convertibles es inferior a la rentabilidad de la deuda más alta del mismo emisor.

- Acciones preferentes: este instrumento, si es espectro exterior del grupo de los mezanine, tiene características diferentes al resto de la familia de productos mezanine; son los más cercanos al *equity* común en la empresa. Las acciones preferentes son el instrumento más subordinado que existe: llevan un dividendo fijo y, por lo tanto, no dependen de lo que la asamblea decida con respecto a cuánto va a pagar en dividendos por año terminado.

Olarte (2014), por su parte, hace una categorización de la deuda mezanine de la siguiente forma:

Deuda, más derivados:

- Bonos en moneda dual (contratos *forward*)
- *Interest floating rate note* (*swap* de tasa de interés)
- Bonos con *put/call* (*warrants*)
- Bonos indexados con tasas de interés, *commodities*, inflación (paquetes de opciones)

Acciones, más derivadas:

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

6.6 Beneficios en la utilización de la deuda mezanine en *project finance* y en empresas

En general, la deuda mezanine es una alternativa de financiación flexible para las empresas y proyectos que cumplan con los siguientes requisitos: posibilidades insuficientes de acceder a fuentes de financiamiento, con cargo a recursos propios o a préstamos, una situación financiera sana, flujos de caja estables y crecimiento sostenido de las utilidades, una estrategia empresarial centrada y perspectivas de desarrollo a largo plazo, y una función financiera y contable apropiada.

Para hacer de esta su opción de financiamiento, las empresas deben poner en consideración las ventajas y desventajas de la deuda mezanine, las cuales relacionamos a continuación:

Para Giurca (2009), los beneficios de la utilización de productos mezanine son los siguientes:

- Mejora la estructura del balance.
- Ofrecer un mejor acceso a préstamos adicionales o a capital (efecto de apalancamiento).
- La confianza de un proveedor de capital mezanine aumenta la imagen de la empresa.
- Mayor libertad empresarial y derecho limitado de mezanine para su utilización.
- La empresa puede mantener el control sobre la empresa y evitar la entrega de derechos de propiedad utilizando la forma adecuada de mezanine, ya que los inversionistas, dependiendo del producto mezanine, no suelen buscar el derecho a participar en la gestión de la empresa.
- Refuerza el capital accionario, sin necesidad de diluir el *equity* o derechos de propiedad.
- Estabilidad de la financiación por su disponibilidad a largo plazo.
- Ofrecer pago de intereses deducibles de impuestos.
- La remuneración flexible de un instrumento mezanine incluye, además de un componente de interés, una bonificación en forma de participación del rendimiento de la empresa, o una opción para adquirir o recibir interés de capital.

- Puede ser una herramienta financiera muy útil, en los casos de expansión empresarial, innovación y transacciones públicas y privadas.
- La mayoría de los préstamos mezanine son de cinco a siete años de duración, con posibilidad de reembolso anticipado.
- Las cantidades de efectivo atraídas mediante la financiación mezanine pueden ser sustanciales: una empresa puede aprovechar su flujo de efectivo y obtener deuda sénior entre 2 veces y 3,5 veces en efectivo; con la deuda mezanine, puede elevar la deuda total a cuatro o cinco veces el flujo de caja, dependiendo del riesgo en los mercados de deuda (Von Bradsky & French, 2008).

En cuanto a los inversores, pueden obtener los siguientes beneficios:

- acceso a un nuevo segmento de inversión,
- plataforma de inversión independiente de los mercados de acciones y bonos,
- oportunidades óptimas de diversificación,
- los ingresos de los proveedores de financiación mezanine son superiores a los de la deuda,
- los prestamistas mezanine pueden proporcionar una valiosa asistencia estratégica,
- menor riesgo de salida y mejor protección del capital en comparación con el capital privado.

Desventajas de la deuda mezanine. La financiación mezanine proporciona también algunas desventajas para las empresas:

- La deuda mezanine es más cara que la financiación de deuda.
- La deuda de mezanine debe considerarse como un complemento de la deuda tradicional solo en los casos en que el requisito de financiación sea mayor que la cantidad que se pueda aumentar utilizando el financiamiento convencional de deuda o recurso de capital.
- La deuda mezanine es, a menudo, difícil de obtener por las pequeñas empresas, debido a que son muy estrictos en los requerimientos exigidos.

- El componente de intereses y las características de la deuda mezanine dificultan que los proveedores de financiación mezanine puedan hacer una salida anticipada.
- En contraste con el capital social, los fondos mezanine están generalmente disponibles para un período de tiempo limitado, hasta que el negocio pueda generar suficientes fondos propios, capital de ganancias retenidas.
- Esta forma de financiación no es adecuada para determinados tipos de empresas y fases de empresas; por lo tanto, el entresuelo no es adecuado para financiar reestructuraciones, empresas con una posición débil en el mercado o perspectivas de desarrollo negativas con función financiera y contable inadecuada.

En cuanto a los inversores, también podrían experimentar algunas desventajas:

- La dificultad para salir temprano y una evaluación incorrecta de solvencia que puedan conducir a rendimientos bajos.
- El proveedor del mezanine no puede confiar en la seguridad real de hacer una inversión, porque el capital mezanine está subordinado y no garantizado. La capacidad de una empresa de reembolsar el capital recaudado depende, en gran medida, de la capacidad de generar los flujos de efectivo futuros. Por consiguiente, es una condición previa del capital mezanine, que el poder adquisitivo y la posición de mercado de las empresas deben estar estables.

7. Proveedores de financiamiento mezanine

Los primeros pasos de los instrumentos mezanine fueron efectuados por empresas americanas de seguros, que configuraron préstamos para ofrecerlos a compañías privadas que participaban de la revalorización de las mismas y manejaban una garantía sobre el capital. Esto atrajo a un número cada vez más mayor de instituciones, las cuales lograron ver los beneficios tanto del mezanine como de una inversión diferente a las tradicionales. Inicialmente, se apoyó a las empresas en etapas de crecimiento que gozaban de muy buenas

perspectivas, pero no tenían la liquidez suficiente, y tampoco lograban acceder al mercado financiero tradicional.

Por otro lado, en Europa se inicia a finales de los años 80, y su objetivo cambia con respecto al financiamiento mezanine de Estados Unidos, ya que se utilizaba en su mayoría para transacciones *buyout* (adquisición de empresas). En contraste, mientras en Estados Unidos el instrumento financiero mezanine trabaja del lado del capital, generando tasas de retorno entre el 20% y el 25%, en Europa se encuentra del lado de la deuda, entregando tasas de retorno en un intervalo del 12% al 15% (Olmos, 2015).

Se puede decir que, históricamente, se han configurado dos categorías de proveedores de financiación mezanine: los proveedores patrocinados y los proveedores no patrocinados. Los financieros no patrocinados son los bancos, instituciones financieras, inversores institucionales, dotaciones y boutiques de entresuelo especializadas, fondos, etc. Los financieros patrocinados son, a menudo, las firmas de capital privado que proporcionan financiación intermedia a su cartera de empresas, ya sea para llevar a cabo sus planes o para acortar el camino hacia una IPO. Esta distinción también ha llevado a los términos ‘acuerdo patrocinado’ y ‘trato no patrocinado’, haciendo alusión a sus diferentes orígenes.

Durante el último tiempo, los bancos de desarrollo han estado proporcionando *equity* y *cuasi-equity* propio a empresas de países emergentes. De esta forma, ha sido posible que estos sean incluidos en la categoría de la OCDE 1 y 2, en la lista de países menos desarrollados.

Los proveedores de deuda mezanine recaudaron US\$ 86,4 billones en todo el mundo entre los años 2005 y 2010, con la mayoría de capital obtenido por los fondos de los Estados Unidos, seguidos de Europa y Asia. El año 2008 resulto ser el más próspero para el mercado de capital privado mezanine, año durante el cual este se elevó casi US\$31 billones. Lo anterior se presentó, en gran medida, por el cierre final de GS mezanine *Partners*, ese año. El fondo administrado por Golman Sachs elevó el grupo de capital privado en unos US\$20

mil millones en total, de los cuales US\$13 mil millones fueron compromisos de capital, y los restantes US\$7 mil millones, en apalancamiento (Nijs, 2014).

8. Acceso a fuentes de financiación mezanine en Colombia

En Colombia en los últimos años ha crecido el número de instituciones con las cuales se puede obtener acceso a instrumentos mezanine, dentro de las cuales podemos mencionar algunas publicadas por Bancóldex, el Fondo Multilateral de Inversiones (Fomin) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (2016), en su *Catálogo fondos de capital privado y emprendedor en Colombia 2015-2016*:

- FINTRA, el fondo administrado por la firma gestora, puede estructurar transacciones de deuda subordinada/mezzanine y de capital (minoritario y control), en sectores relacionados con infraestructura en los países y condiciones que se muestran a continuación (p. 14). Países: Colombia, Perú, Centroamérica y el Caribe. Sectores: carreteras, energía, puertos y aeropuertos, logística, transporte urbano e infraestructura relacionada.

Los gestores del fondo son Darby Overseas Investments Ltd., un pionero en inversiones de capital privado en países emergentes con más de 150 inversiones y USD\$3000 millones en compromisos de inversión acumulados, y el Grupo Colpatria, un conglomerado financiero con activos bajo administración por más de USD\$15.000 millones, e inversiones en banca, seguros, construcción, infraestructura, pensiones, minería, energía y capital privado (p. 14).

- El MGM Sustainable Energy Fund L.P. (MSEF), invierte en proyectos mediante aportes de capital e instrumentos mezzanine, en los sectores de eficiencia energética y energía renovable, en Colombia, México, América Central e Islas del Caribe. El MSEF apunta a inversiones que puedan generar resultados financieros, sociales y ambientales, oportunidades de crecimiento para pequeñas y medianas empresas (pymes) y ahorros de energía que conlleven a la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero (p. 106).

El gestor del fondo MGM Innova Capital LLC: es una empresa especializada en la gestión de fondos de capital privado, que se enfoca en inversiones con fines de lucro que buscan contribuir a mitigar desafíos sociales y ambientales, o de *triple bottom line* (triple resultado final: financiero, social y ambiental), en los sectores de eficiencia energética, energía renovable, tecnología limpia, innovación y manejo sustentable de recursos naturales (p. 106).

- El Fondo de Capital Privado Expansión Valorar Futuro: tiene como objetivo invertir a largo plazo en compañías nacionales que tengan ventas anuales entre COP\$20.000 millones y COP \$80.000 millones, y que sean parte de un proceso de consolidación de un sector, principalmente de consumo masivo, cuidado personal, insumos agroindustriales, productos farmacéuticos, manufactura y servicios. El fondo invierte en compañías con necesidades de capital de trabajo, bajo la modalidad de crédito mezanine, con participación sobre el capital, conservando el tradicional apoyo a la gestión y creación de valor (p. 138).

La Sociedad Gestora lanza su segundo fondo: Expansión Valorar Futuro, basado en la unión del conocimiento y la experiencia en la compra, venta y gestión de compañías. Desde su constitución hasta la fecha, se han estudiado más de 70 oportunidades de inversión para el FCP Valorar Futuro, de las cuales se han preseleccionado 11, y se han sometido a estudio y análisis por parte del comité de inversiones. De estas se escogieron 4 para la compra: Laboratorios Higietex S.A.S., Profilácticos del Tolima S.A., Mejisulfatos S.A.S. y Ascender S.A.

- El fondo de capital Aktiva: está haciendo un piloto con \$5000 millones, para desarrollar crédito emprendedor. Es para emprendedores que hayan validado el modelo de negocio y tengan ventas entre \$300 millones y \$5000 millones. También los fondos están mirando opciones para incentivar a los emprendedores. Varios de los recursos que han puesto son inversión en capital, pero otros han sido cuasi *equity* o deuda subordinada. Con esto señalan que, en su caso, se ponen incentivos de acuerdo con los resultados. Si los emprendedores están convencidos de que las ventas y los márgenes van a crecer, y se da, se les reconoce devolviendo parte de las acciones. En esta etapa, se puede ser flexible en las negociaciones. Cuando el emprendedor genera más valor de lo que el fondo espera, en este momento se le reconoce.
- La Financiera de Desarrollo Nacional (FDN): mediante su banca de desarrollo, cuyo objetivo es gestionar e incentivar la financiación y estructuración de proyectos de infraestructura, movilizand o recursos financieros bajo los más altos estándares para el desarrollo de la infraestructura en Colombia. El portafolio de productos de la FDN busca mitigar los riesgos y fallas existentes, teniendo en cuenta las condiciones del mercado y las características propias de las entidades y los proyectos, bajo un perfil de riesgo y un retorno esperado.

En el diseño del portafolio de productos financieros de la FDN (2017) se tiene en cuenta tanto el sector corporativo como el *project finance*. La deuda corporativa es un crédito otorgado con el

objetivo de fomentar el crecimiento de largo plazo de compañías que buscan el desarrollo de proyectos de infraestructura en el país. Por otra parte, la deuda subordinada es una deuda adicional en la estructura del proyecto. Esta deuda tiene prioridad sobre los pagos a los socios, pero está subordinada en pago a la deuda sénior.

Con respecto a la inversión en *equity*-mezanine, existe la necesidad de estructurar este tipo de mecanismos para fortalecer la estructura corporativa de las compañías y viabilizar los proyectos, debido a que el recurso para el desarrollo de proyectos de infraestructura en Colombia no se limita únicamente a la deuda.

5. Conclusiones

Mediante el método de estructuración de *project finance* se abre, sin duda, la posibilidad de ejecutar proyectos en los diferentes sectores de la economía. En la actualidad se tiene evidencia de su utilización en infraestructura pública, pero es un modelo que se ajusta fácilmente a proyectos de infraestructura privada y de desarrollo empresarial, tanto en pymes como en grandes organizaciones. El *project finance* presenta varias modalidades de financiamiento, las cuales, dependiendo de las condiciones económicas, se pueden adoptar fácilmente. Una de ellas es la deuda subordinada tipo mezanine, la cual se constituye en una fuente alterna de recursos novedosa en Colombia, que puede ajustarse a las necesidades del proyecto permitiendo su cierre financiero. De igual forma, esta estructura resulta ser una excelente fuente de financiamiento para el sector empresarial, permitiendo movilizar recursos de diferentes inversionistas, independientemente del sector en el cual se desarrolle la empresa.

En la actualidad existen fondos públicos y privados legalmente constituidos, en los cuales los inversionistas y empresarios pueden acceder a financiamiento tipo mezanine, por lo cual es de suma importancia que, mediante la literatura y los diferentes trabajos académicos, se profundice en los beneficios que se pueden encontrar en estas modalidades de financiamiento.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Mundial (2010). *Enterprise surveys la experiencia de las empresas Colombia 2010*. Disponible en <http://espanol.enterprisesurveys.org/data/exploreconomies/2010/colombia#finance>
- Bancóldex, Fomin y BID (2016). *Catálogo fondos de capital privado y emprendedor en Colombia 2015-2016*. Bogotá: Bancóldex, Fondo Multilateral de Inversiones (Fomin) y Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Disponible en https://www.bancoldex.com/documentos/8506_Cat%C3%A1logo_Banc%C3%B3ldex_FCP_2015-2016.pdf
- Betsch, O., Groh, A., & Lohmann, L. (2000). *Corporate Finance*. 2. Munich: Verlag Vahlen.
- Cámara de Comercio del Cauca (2016). *Boletín mensual información socioeconómica edición N -4 mayo de 2016*. Disponible en https://www.cccauca.org.co/public/archivos/documentos/estudios-economicos/notas_economicas_cauca_mayo.pdf.
- Clavijo, S. (2016), *Comentario Económico del Día*. Bogotá: Centro de estudios Económicos de ANIF.
- Congreso de Colombia (2013). *Ley 1676 de 2013 por la cual se promueve el acceso al crédito y se dictan normas sobre garantías mobiliarias*. D. O. 48.888. Disponible en http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_1676_2013.html
- Congreso de Colombia (2012). *Ley 1508 de 2012. Por la cual se establece el régimen jurídico de las Asociaciones Público Privadas, se dictan normas orgánicas de presupuesto y*

se dictan otras disposiciones. Diario Oficial 48308. Disponible en <http://wsp.presidencia.gov.co/Normativa/Leyes/Documents/Ley150810012012.pdf>

Congreso de Colombia (2005). *Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones.* D. O. 45.963. Disponible en https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Marco_Legal/Normas/Ley964de2005.pdf

Conpes 3760 (2016). *Proyectos viales bajo el esquema de asociaciones público privadas cuarta generación de concesiones viales.* Consejo Nacional de Política económica y Social Republica de Colombia Departamento Nacional de Planeación. Disponible en <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/3760.pdf>

Davis, H. A. (2003). *Project Finance, Practical Case Studies - Power and Water.* Vol. 1 (segunda edición). Londres: Euromoney-Books.

Financiera de Desarrollo Nacional – FDN (2017). *Productos y Servicios.* Disponible en <http://www.fdn.com.co/es/financiacion/project-finance>

Finnerty, J. (2007), *Project Financing Asset-Based Financial Engineering* (segunda ed.). Canadá: John Wiley & Sons, Inc.

Giurca, L. (2009). *Mezzanine debt: benefits or drawbacks for firm's financing? Tinerilor Economisti (The Young Economists Journal), 1(12), 14-21.* Recuperado de http://econpapers.repec.org/article/aiorteyej/v_3a1_3ay_3a2009_3ai_3a12_3ap_3a14-21.htm

Goldenberg, J. (2010). *La subordinación voluntaria de créditos* (tesis de Doctorado) Universidad de Salamanca. Recuperada de <http://gredos.usal.es/jspui/bitstream/10366/102637>

Mascareñas, J. (1989). *Documento de trabajo 8912: La financiación de entresuelo*. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Complutense, Madrid. Disponible en <http://eprints.ucm.es/25135/1/8912.pdf>

Moreno, N., y Monsalve, C. (2016). *Ventajas de la utilización del Project Finance para la conformación de proyectos de infraestructura de países en desarrollo, estudio de caso del sector energético en Colombia* (tesis de Maestría). Universidad EAFIT, Medellín. Disponible en <http://hdl.handle.net/10784/5309>

Nevitt, P., & Fabozzi, F. (2000). *Project Financing* (séptima ed.). Londres: Euromoney Books.

Nijs, L. (2014). *Mezzanine financing: Tools, Applications and Total Performance*. Croydon: John Wiley & Sons Ltd.

Novoa, C., González, E., Arévalo, D., y Vera, A. (2013). *La Gran Encuesta Pyme: primer semestre 2013*. Anif, BID, Banco de la República y Bancóldex. Recuperado de http://www.anif.co/sites/default/files/encuestas_pyme/2016/07/gran_encuesta_pyme_i-2013.pdf

Olarte, H. (2014). *Uso de instrumentos financieros Mezzanine para apalancar Pymes en fase de crecimiento y expansión: revisión bibliográfica* (tesis de Maestría). Universidad EAFIT, Medellín. Disponible en <http://hdl.handle.net/10784/5132>

Olmos, M. (2015). *Instrumentos de financiación mezzanine* (tesis de grado). Universidad EAFIT, Medellín. Disponible en

https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/5119/MarthaOlmos_2014.pdf?sequence=2

Pinzón, G., y Rodríguez, J. (2000). *Project finance* (tesis de grado). Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá. Disponible en <http://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/derecho/dere2/Tesis18.pdf>

Silbernagel, C., & Vaitkunas, D. (2012). *Bond Capital. Mezzanine Finance*. Disponible en <http://www.bondcapital.ca/wp-content/uploads/pdfs/2016-bond-capital-mezzanine-finance-white-paper.pdf>

Superintendencia Financiera de Colombia (2010). Decreto 2555 de 2010. Por el cual se reconocen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones.

Torpey, W., & Viscione (mayo, 1987) Mezzanine Money for Smaller Businesses. Harvard Business Review, 116-117. Disponible en <https://hbr.org/1987/05/mezzanine-money-for-smaller-businesses>

Unidad de Gestión para México y Colombia (2008). *Financiamiento bancario para las pequeñas y medianas empresas (pymes)*. Oficina regional para Latinoamérica y el Caribe. Recuperado de <http://siteresources.worldbank.org/>

Urrea, L., y Abello, W. (2011). *Análisis sobre la internacionalización de las pymes en Colombia* (trabajo de especialización). Universidad de la Sabana, Chía. Disponible en <https://intellectum.unisabana.edu.co/handle/10818/1857>

Von Bradsky, F., & French, M. (2008). As credit tightens, mezzanine financing plays bigger role. Puget Sound Business Journal. Disponible en <http://www.bizjournals.com/seattle/stories/2008/06/16/focus13.html>