

Entrega Final del Trabajo de Grado

INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN MEZZANINE

Martha Lucia Olmos Mora

olmitos2307@gmail.com

Contenido

Resumen.....	3
1. Introducción.....	4
1.1. Situación de estudio	6
1.1.1 Contexto que origina la situación de estudio.....	6
1.1.2 Antecedentes de la situación en estudio	7
1.2 Objetivos	8
1.2.1 Objetivo general	8
1.2.2 Objetivos específicos.....	8
1.3 Justificación	8
2. Desarrollo	9
2.1. Entre la deuda y capital.....	9
2.2. Estructura de capital y diseño general deuda Mezzanine.....	11
2.3. Cómo trabaja el Mezzanine?.....	14
2.4. Tipos de Mezzanine	15
2.5. Lo Atractivo del Mezzanine.....	17
2.6. Lo más destacado.....	18
2.7. Mezzanine versus deuda sénior y capital	21
2.7.1. Una opción de Financiación.....	21
2.7.2. Mezzanine frente a financiación tradicional	23
2.8. Crédito financiero y otras formas de financiación en los mercados latinoamericanos.....	24
2.9. Alternativas para las empresas Latinoamericanas.....	26
2.10. Financiación mezzanine en EE.UU y Europa	27
2.11. Aplicación en otros sectores:	29
2.11.1. Alianza de conservación de agricultores.....	29

2.11.2.	Plains Exploration & Production Co.....	31
2.12.	Experiencia Internacional y Casos de Estudio	31
2.12.1.	Caso 1. Mythos Inc.	32
2.12.2.	Caso 2. El financiamiento mezzanine en el sector inmobiliario.....	38
2.12.3.	Caso 3. Gran Colombia Gold- Prospecto	45
4.	Conclusiones.....	50
5.	Referencias	54
6.	Anexos	56

Resumen

El instrumento mezzanine es una alternativa de financiación para las empresas, se encuentra entre la deuda y el capital toma características de ambos, permite proyectar y apoyar el financiación en las etapas de start-up, expansiones y apalancamiento para compras de empresas.

Cuando una empresa decide tomar este instrumento debe tener en cuenta sus beneficios, ventajas y desventajas, además de conocer la finalidad de la financiación debido a su mayor desventajas el alto costo. Por otro lado, el inversionista mezzanine requiere especial énfasis en el análisis de las empresas que necesitan este financiamiento, el mezzanine aunque entrega rendimientos por encima de una deuda sénior, genera riesgo debido que se encuentra subordinada.

El sector que más utiliza esta herramienta es petróleo y gas, aunque otros sectores ya se están involucrando aún hay bastante camino por recorrer al parecer debido a la falta de propagación en Latinoamérica y otras latitudes.

En el caso de Latinoamérica, a pesar que las ventajas superan las desventajas, el instrumento mezzanine no es tan utilizado para la financiación de las empresas como si lo es la financiación tradicional a través de créditos bancarios, todo ello debido a la falta de conocimiento y temor en algunos casos que lo ven como una pérdida de poder en las empresas.

Por otro lado, la financiación mezzanine ha trabajado la mayoría del tiempo en EE.UU. y Europa y se estudia con más detalle un conjunto de casos mezzanine, y se analizan los factores determinantes del mezzanine respecto al crédito tradicional.

Palabras claves: mezzanine, financiamiento, deuda sénior, capital, deuda tradicional.

Abstract

The instrument mezzanine is a financing alternative for companies is between debt and capital takes characteristics of both, can support the project and financing stages of start-up, expansion and leverage for buyouts.

When a company decides to take this instrument should consider the benefits, advantages and disadvantages, besides knowing the purpose of funding due to its high cost greater disadvantages. Furthermore, the mezzanine investor requires special emphasis on the analysis of companies that need this funding, mezzanine delivery although yields above a senior debt creates risk because they are subordinate.

The sector that use this tool, oil and gas, but other sectors are involved and there is still some way to go apparently due to the lack of spread in Latin America and elsewhere.

In the case of Latin America, although the advantages outweigh the disadvantages, the mezzanine instrument is not as used to finance business as if it is the traditional financing through bank loans, all due to lack of knowledge and fear in some cases they see it as a loss of power in business.

Furthermore, mezzanine finance has worked most of the time in the U.S. and Europe and studied in more detail a set of cases mezzanine and mezzanine determinants are analyzed for traditional credit.

Key Words: mezzanine financing, senior debt, equity, traditional debt.

1. Introducción

En un mercado dinámico y cambiante la necesidad de financiamiento se hace apremiante para poder obtener beneficios tangibles para enfrentar a la competencia que cada día es más especializada y está en la búsqueda de metodologías y herramientas que la mantengan con un gran porcentaje en el mercado.

Por otro lado la crisis financiera del 2008, mostró la complicada situación económica que debían enfrentar las empresas y al mismo tiempo sus necesidades de crecimiento y expansión, esta misma crisis financiera generó en los inversionistas temor económico haciéndolos más adversos al riesgo por lo tanto acceder a crédito por parte de las empresas se tornó más difícil.

De acuerdo a un estudio realizado por la firma “Stangl” en Colombia se encontró que el 45% de las causas para que una empresa entre en quiebra se debe a situaciones financieras que pueden ser generadas por problemas de mercado y que además no son solucionadas rápidamente convirtiéndolas en problemas financieros muy complejos de resolver, otras situaciones financieras que pueden provocar crisis en las empresas se pueden encontrar en las bajas rentabilidades relacionadas con los altos costos producidos, que pueden ser generados por la obsolescencia tecnológica, una mala administración de la recuperación de

la cartera, inventarios o activos fijos excesivos, variables que corresponden al manejo de la liquidez de la compañía. (HermannStangl, 2011).

Lo anterior nos lleva a reflexionar sobre nuevas formas que necesitan las empresas para financiarse, aunque los instrumentos mezzanine al parecer no son muy conocidos en el medio Latinoamericano permiten observar las ventajas que traerían, veremos más adelante que estos instrumentos financieros tienen una serie de requisitos estrictos para su acceso, además de unos objetivos claros en las diferentes etapas del ciclo de vida de la empresa, sin embargo si llegado el caso y hecho de forma preventiva acceder a este instrumento con sus ventajas permitiría a las empresas tomar acciones a este tipo de situaciones financieras.

El objetivo principal del instrumento mezzanine es cubrir el gap entre el préstamo tradicional y el aporte de los socios, aunque no es muy conocido por su mercado potencial, y al parecer es prácticamente inexistente en el mercado Latinoamericano, estos instrumentos financieros cuentan con la característica de “flexibilidad” que lo hace más atractivo que sus pares.

Por otro lado, logra ajustarse a las necesidades de financiación de acuerdo al país y al sector en que se desenvuelva cada empresa, además de dar incentivos a los inversores.

Este documento describirá de forma general el concepto, características, ventajas, desventajas y generalidades del instrumento mezzanine, además de mostrar la aplicabilidad en diferentes mercados.

1.1. Situación de estudio

1.1.1 Contexto que origina la situación de estudio

Las empresas para cumplir con sus labores diarias tanto internas como externas, tienen un grado de exigencia en sus recursos financieros, ya sea para cumplir con el cubrimiento de la operación o planes estratégicos, debido a ello es necesario contar con los recursos suficientes para suplir con cada uno de estos proyectos, en muchas ocasiones estos recursos no se encuentran disponibles por lo cual se hace necesario acudir a las diferentes fuentes de financiación que tienen los mercados.

Estas fuentes requieren de diferentes requisitos y en muchos casos generan barreras de acceso, haciendo el financiamiento hacia los proyectos limitado creando en las empresas mayores costos y saldos en rojos en sus estados de resultado.

Hay diversas fuentes de financiación que van desde el capital propio, préstamos de los socios, endeudamiento tradicional o a través del mercado de capitales, entre otros, cada una de estas fuentes tiene ventajas y desventajas que deben ser evaluadas en detalle y manteniendo el objetivo claro del financiamiento.

Una de las herramientas que se ha transformado y se ha vuelto útil para el financiamiento de las empresas y debido a sus grandes ventajas es el financiamiento “Mezzanine”, el cual a través de las siguientes páginas se mostrará de una manera general.

1.1.2 Antecedentes de la situación en estudio

A nivel mundial todas las empresas independientemente de su clasificación, sean micro, mediana y gran empresa podrían enfrentar problemas de liquidez al momento de querer cubrir su operación, realizar una expansión o compra de otra compañía para generar una estructura financiera sólida.

Por lo anterior la falta de financiación ajustada presenta en las empresas una de sus mayores dificultades, una posible falla es la no utilización de las herramientas financieras que brinda el sistema por parte de los dueños, accionistas, gerentes financieros, etc., y podría deberse por diferentes razones: falta de desconocimiento, interés, inseguridad hacia el sistema financiero, capacidad financiera, garantías y la aversión al riesgo. Además algunos administradores ven desventaja en financiarse de manera externa, se cree que con los recursos propios generan mayor rentabilidad y menos riesgo, generando destrucción de valor. Algunos expertos mencionan que más del 50% de las empresas quedan en la etapa de madurez o antes y mueren, esta etapa muestra la realidad de competitividad en el mercado, que podría obedecerse al bajo perfil profesional de los empresarios, a una baja visión

futurista, o simplemente trabajan en base a su empirismo. (Sánchez, A. E., Morales Cano, J. R., & Salas, L. V., 2001).

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo general

Conocer el instrumento de financiación “Mezzanine” que permita un apalancamiento más atractivo para las compañías.

1.2.2 Objetivos específicos

- Presentar ventajas y desventajas del financiamiento mezzanine versus la deuda tradicional.
- Analizar de forma general diferentes casos de financiamiento Mezzanine en diferentes sectores económicos.
- Analizar el concepto mezzanine desde el punto de vista empresarial

1.3 Justificación

Hoy en día, en un mundo cambiante y competitivo se hace necesario que cada compañía dentro de sus actividades incluya diferentes planes estratégicos de financiación que le permitan garantizar su permanencia en el mercado en el mediano y largo plazo.

Se puede decir que una de las principales causas para que una empresa no cuente con recursos suficientes que le permita generar inversión y desarrollo, es la falta de ejecución de nuevos proyectos debido al poco capital, o en algunos casos es la ejecución de nuevos proyectos con financiamiento tradicional, lo que conlleva en algunas ocasiones a ahogar los flujos de caja generados por el proyecto creando iliquidez en la compañía. La alternativa de financiamiento “Mezzanine”, ayuda a los empresarios a desarrollar nuevos proyectos en algunos casos eliminando las barreras de acceso al financiamiento tradicional permitiendo aumentar la rentabilidad de la empresa, sin asfixiar los flujos de caja, ya que esta alternativa de financiación permite reinvertir los flujos de caja de manera periódica.

Por último este documento se realizó con dos finalidades una tener mayores herramientas al momento de dar opiniones profesionales acerca del financiamiento corporativo y la segunda finalidad es obtener el título de magister en administración financiera.

2. Desarrollo

2.1. Entre la deuda y capital

Pero, ¿qué es el financiamiento mezzanine?, ¿Por qué se utiliza? y ¿qué se debe hacer?, a manera de introducción se puede decir que es un nivel en la estructura de la empresa entre

deuda y capital y que permite impulsar el apalancamiento a niveles más profundos (Bean, 2008).

La palabra “mezzanine” (del “mezzanino” italiano) significa el nivel intermedio entre un piso a otro, denotando la arquitectura de una edificación, que equivale a estar entre la deuda y el capital, “hay tres tipos de mezzanine, la deuda subordinada sénior, la deuda subordinada convertible y las acciones preferentes, todos estos instrumentos tienen prioridad en caso de quiebra”. (Eric Novinson, 2014), que forman las capas de estructura de capital de una empresa, (Figura 1).

El objetivo de estos instrumentos es contribuir al capital que está entre los aportes de los socios y las obligaciones financieras que adquiere una empresa a lo largo de su ciclo de vida, y en la mayoría de las veces se tienen con las entidades financieras, es decir, busca cubrir lo que las entidades financieras no alcanzan, permitiendo mejorar la rentabilidad de la empresa al evitar que se reduzca drásticamente y de forma crítica. Actualmente, los instrumentos mezzanine se encuentran fuertemente consolidados entre los fondos de pensiones y las compañías de seguros. (William J Torpey and Jerry A. Viscione, 1987).

A menudo estos instrumentos se utilizan para crecimiento de las empresas en ampliación de la planta, nuevos canales de distribución, nuevas líneas de producto, adquisiciones, etc.

2.2. Estructura de capital y diseño general deuda Mezzanine

La nueva estructura financiera con el concepto mezzanine se puede describir de la siguiente manera:

- **Deuda Sénior:** Es la deuda tradicional adquirida por la empresa de bajo costo y tiene la prioridad de pago en el momento de una liquidación.
- **Deuda Mezzanine:** 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, flexible y “preferencial en relación con los aportes de capital en caso de reparto de dividendos o liquidación de la compañía deudora por cualquier causa” (portafolio, 2010).
- **Capital:** Aporte por lo socios, de alto riesgo y alto costo. Véase en detalle (Figura 2).

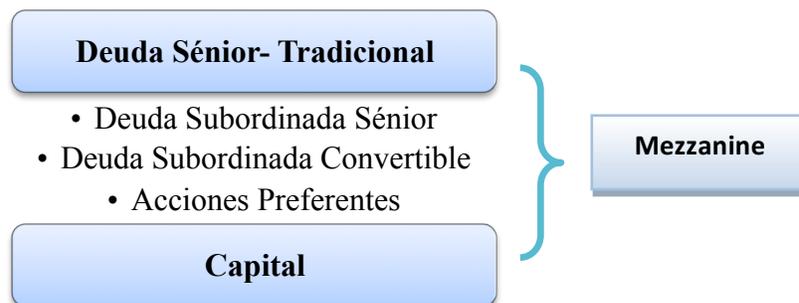
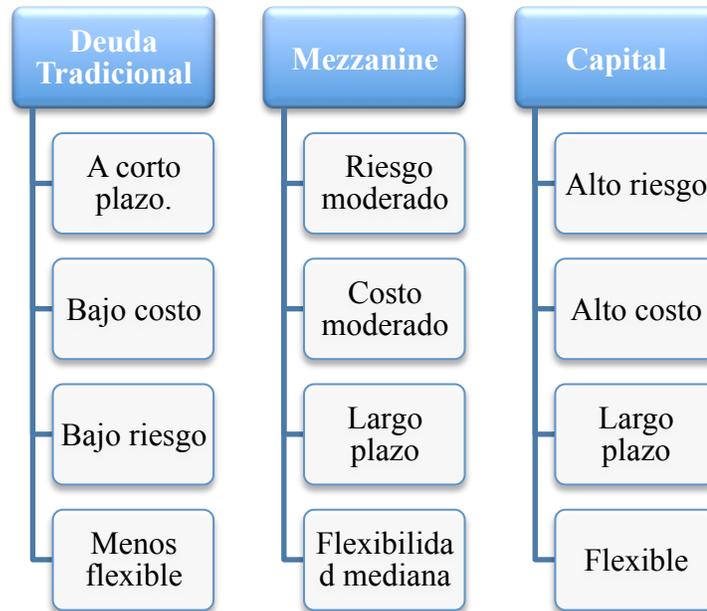


Figura 1. Deuda mezzanine cierra la brecha entre la deuda y capital.

Fuente: Silbernagel, C., Vaitkunas, D., Mezzanine Finance, Bond Capital, Jan. 2006.

La nueva estructura de capital tiene sus propias características, mostrando sus riesgos y beneficios.



Deuda Tradicional

- Primer lugar de financiación usada por las empresas.
- Mas barato
- Prioridad en caso de liquidación.

Mezzanine

- En caso de liquidación la deuda mezzanine está subordinada a la deuda tradicional pero tiene prioridad a las acciones ordinarias de capital.
- Retorno más alto que la deuda principal.
- Menor riesgo potencial de retorno de capital.

Figura 2. Características principales

Fuente: Giurca Vasilescu Laura, Mezzanine Debt: Benefits Or Draw backs For Firm's Financing? Revista Tineril or Economist (The Young Economists Journal), April 1, 2009.

Tabla 1: Cuadro comparativo de las principales características de la deuda sénior, mezzanine y capital.

Descripción	Deuda Sénior	Mezzanine	Capital
Estructura Típica	Amortización de Deuda	Deuda bullet, Ko. Preferente	Ko. Prest. Participativo
Tolerancia Riesgo	Mínima	Media	Máxima
Expectativas retorno	5%-8%	12%-18%	> 25%
Garantías	Primer Rango	Subordinada	No
Covenants	Ajustados	Flexibles	No
Plazo	Corto	Mediano	Largo
Cupón	Euribor+ diferencial	Euribor +diferencial+ PIK	Dividendo
Participación capital	No	Warrants	Capital
Cancelación anticipada	Sin Comisión	Con Comisión	No Aplicable
Recuperación en default	Alta	Media	Baja
Estructuración	Estándar	Flexible	Flexible
Dilución accionistas	No	Baja	Alta
Proveedores	Bancos	Capital Privado Institucional	Capital Privado

Fuente: Oquendo Cápita

El monto del préstamo es el resultado del análisis de las características del destino de la inversión además de la tolerancia al riesgo del prestamista mezzanine, de acuerdo a ello existe un mercado identificado, los pequeños inversionistas van desde USD 1 millón hasta USD 5 millones, los prestamistas de gama media van desde USD 2 millones hasta USD 15 millones y los inversores de más grandes van desde los USD 15 millones hasta los USD 200 millones, aunque pueden existir algunas excepciones.(Weissenberg, 2003).

2.3. Cómo trabaja el Mezzanine?

El financiamiento mezzanine 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, entregando flexibilidad a la empresa.

De igual forma, brinda una alta rentabilidad al prestamista, con un riesgo más bajo que el capital directo debido a su riesgo ajustado que lo hace más relevante y así mismo entrega al deudor un precio más accesible a largo plazo (William j. Torpey and Jerry A Viscione, 1987).

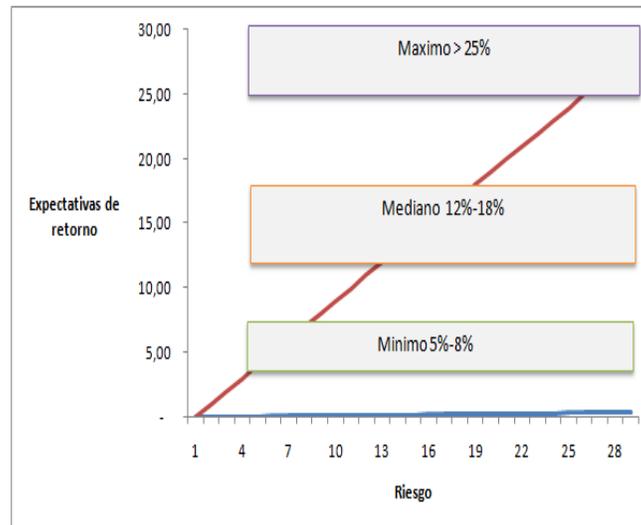


Figura 3: Riesgo/ Nivel de apalancamiento- estructura estimada de rentabilidad versus riesgo.

Fuente: Oquendo Cápita, Fitch Ratings

Sin embargo y de acuerdo a la figura 3, los inversionistas mezzanine tienen la tasa de retorno entre un 20% al 30%, pero muchos inversionistas demandan entre un 45% y 60% en un periodo de 3 a 5 años, pero la base cambia de acuerdo al riesgo del sector, de la empresa y de la estructura de financiación, contando con un mercado primario con ventas entre los 5 millones de dólares y 100 millones de dólares y un nivel de riesgo que disminuye, el tiempo viene dado por la fase de puesta en marcha y su proceso de crecimiento (William J. Torpey and Jerry A Viscione, 1987”).

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.

2.4. Tipos de Mezzanine

El Mezzanine más utilizado hasta el momento es la deuda subordinada, la cual consiste en que el prestamista mezzanine comparte las garantías con la deuda sénior, en una posición subordinada a esta, por lo cual se hace más riesgosa y requiere de tasas altas de retorno, la subordinación es debido a que el prestamista mezzanine toma una segunda garantía sobre los activos o incluso tendrá derecho a las participaciones del patrimonio de los propietarios, lo que hace que no se requieran garantías al empresario, en caso de

incumplimiento el prestamista mezzanine tiene la opción de convertir la deuda en acciones para proteger su posición, se estructura a largo plazo y los proveedores de esta deuda reciben a cambio una tasa de interés fija (Giurca, 2009). Otras formas de mezzanine son los préstamos participativos en el que el beneficio del prestamista está ligado a los beneficios de la empresa que obtiene el préstamo. (Herrero, 2011).

Y también hay bonos convertibles (que además de recibir los intereses y la amortización se tiene derecho a adquirir acciones, ejecutable en un tiempo determinado) e instrumentos de renta variables así como con vínculos con garantías que son los derechos de suscripción que se negocian de manera independiente a los bonos. Los bonos convertibles permiten que al finalizar el periodo definido el tenedor pueda convertir en capital el bono adquirido ya que tienen el derecho de comprar las acciones de la empresa en lugar de recibir el valor del bono comprado, tienen como derecho la participación en las utilidades del negocio pero no a voto.

Otro instrumento de financiación mezzanine es el bono con warrants, muy parecido a los bonos convertibles pero que su diferencia radica en que los warrants son separados del bono y por lo tanto pueden ser negociados de forma independiente.

2.5. Lo Atractivo del Mezzanine

El movimiento del mercado de crédito y los problemas económicos presentados en los años 2008 y 2009 debido a la crisis financiera internacional llevo a las empresas a buscar opciones de financiamiento mostrando la importancia del instrumento mezzanine, ampliando su horizonte, lo cual generó el interés a las instituciones financieras a ingresar en este mercado.

La financiación mezzanine cierra el gap entre un préstamo tradicional seguro de bajo riesgo e intereses de capital de mayor riesgo, por lo tanto los inversionistas reciben una mayor rentabilidad en comparación con los préstamos bancarios, casi siempre con un mecanismo de participación de capital, como hemos mencionado anteriormente.

Un aspecto importante es la forma que el mezzanine toma con una tasa cupón de interés cercanos a las del mercado, y debido al alto rendimiento, el inversionista puede demandar menor capital (William j. Torpey and Jerry A Viscione, 1987).

“Los instrumentos de deuda mezzanine pueden entregar un cupón en efectivo con un tipo de interés fijo, que puede ser pagaderos en forma semestral o trimestral, otros llevan una tasa de interés variable o emisores dan la opción de pagar intereses en especie (mediante la emisión de deuda mezzanine adicional) en ciertas circunstancias.” (Arthur D. Robinson, 2010).

2.6. Lo más destacado

Las empresas que deseen involucrarse con este instrumento financiero deberán contar con flujos de efectivo constantes (posición financiera sana), compañías con alto potencial de crecimiento, empresas pequeñas o medianas en etapa de expansión, posibilidad de llevar a cabo adquisiciones, empresas con alto endeudamiento, una base de clientes consolidada y diversificada un producto o servicio patentado, un mercado y/o una tecnología de punta, un equipo de gestión experimentado, unas perspectivas de desarrollo positivas ,(estrategias centrada del negocio) y un balance capitalizado (financiación adecuada, contabilidad e información abierta) sin olvidar la idea en que el equipo directivo haga parte importante de la empresa para asegurar la motivación en el crecimiento de la empresa (Abbasi, 2004), todo ello significa una transacción mezzanine “ideal”, por lo cual las empresas que realmente quieran acceder a este instrumento financiero deberán hacer grandes esfuerzos en cada una de las áreas o departamentos para lograr innovar, mantener o sanear. (Giurca, 2009).

Las empresas que dentro de sus planes estratégicos quieran aumentar el capital, expandirse, hacer una adquisición, crecer en tecnología, o prepararse para enfrentar situaciones de mercado críticas como las ocurridas en la crisis del 2008 o en su ciclo de vida empresarial por ejemplo fase inicial start-up, es muy probable que salgan a los diferentes mercados a conseguir apalancamiento que los lleve a obtener estos recursos, en este punto también debe considerarse los fondos de capital privado (un crecimiento

adecuado de la empresa logra atraer capital de riesgo) pero depende de la etapa en la que se encuentre la empresa desde su creación, no es lo mismo una empresa en etapa pre-operativa que una que necesita dinero para un proyecto de expansión, más aun si el crecimiento se desea hacer mediante la compra de una o varias empresas públicas o privadas, por lo que se va a necesitar de un alto apalancamiento financiero.

Entonces, ¿cuándo una empresa podría necesitar este instrumento financiero?, en este punto podemos hablar del financiamiento mezzanine, con beneficios tales como un enfoque flexible de capital además de poder ser utilizados no solo en este tipo de compras sino que pueden ser adquiridos para la gestión financiera de proyectos de crecimiento de otras proporciones.

¿Y porque una empresa necesitaría este instrumento financiero?

- Permite mejorar la estructura de capital
- El efecto del uso del instrumento financiero a través de un inversionista mezzanine mejora la imagen de la compañía, por lo cual la empresa puede apalancarse en la solicitud de nuevos préstamos.
- Mantener la libertad financiera y de gestión, en el financiamiento mezzanine limitar al inversor mezzanine para la toma de decisiones, aunque este último por lo general no requiera ser consultado.

- Fortalece el patrimonio de la compañía debido a que no es necesario salir a utilizar instrumentos como la venta de acciones.
- Muchos de los préstamos tradicionales trabajan a corto plazo lo cual genera dentro del balance y la gestión financiera desgaste en consecuencia de la búsqueda de tasas accesibles para el momento que vive la empresa, el instrumento mezzanine brinda estabilidad debido a sus periodos de largo plazo.
- Los instrumentos mezzanine tienen la misma característica que las deudas sénior sobre el efecto tributario lo cual permite realizar la deducción de impuestos, en este punto hay que tener muy presente la legislación en el país donde se esté realizando el financiamiento mezzanine con el fin de conocer cuánto la empresa podría en determinado momento llegar a deducir de su impuesto de acuerdo a los intereses pagados por préstamos.
- Debido a que los instrumentos financieros son de largo plazo, por lo general entre 5 a 7 años tienen la característica de reembolso anticipado, sin embargo estos a menudo trabajan hasta su vencimiento a diferencia de la deuda sénior que se trabaja con una constante de amortización, por lo cual el instrumento mezzanine entrega este flujo de dinero al negocio lo cual puede ser reinvertido en el mismo.
- Para las empresas, es necesario e importante examinar en detalle las principales formas de financiamiento en cuanto a ventajas y desventajas, ver anexo 1.
- Efecto de apalancamiento, ver Figura 4

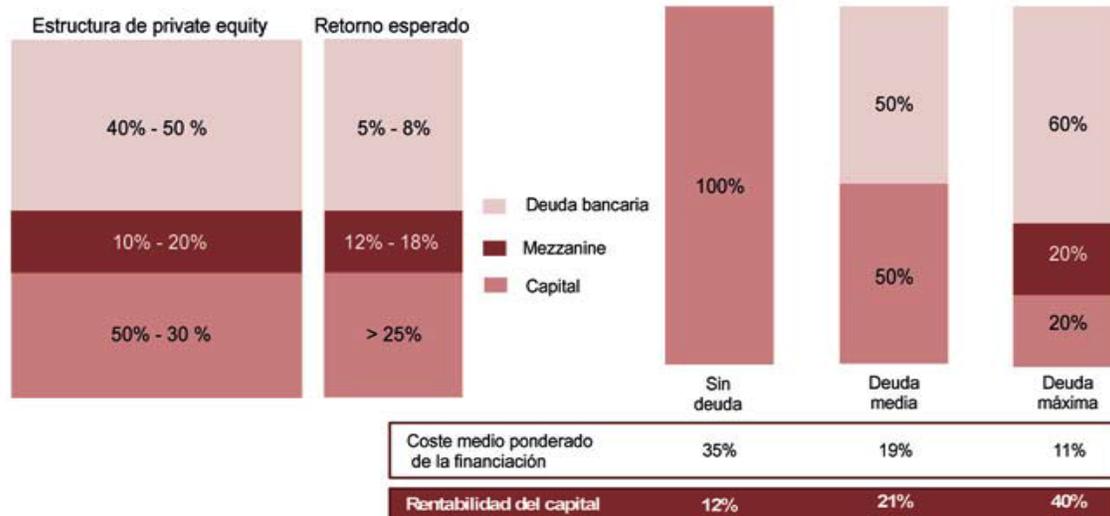


Figura 4. Efecto LBO de la incorporación de deuda mezzanine
Fuente: Oquendo Cápita, Bond Capital

En la Figura 4, se observa que en una estructura de capital con financiación mezzanine, la deuda sénior exige retornos esperados muchos menores a los de la deuda sénior y capital, sin querer decir que por ello sea la mejor para el tipo de financiación que se requiere, por otro lado, si se mira con más detalle, el costo de financiación de trabajar con financiamiento mezzanine es mucho menor y la rentabilidad genera un gap muy amplio, que trabajar con solo capital o con deuda sénior, ventajas muy atractivas a la hora de tomar una decisión de financiación.

2.7. Mezzanine versus deuda sénior y capital

2.7.1. Una opción de Financiación

Los mezzanine normalmente se utilizan para financiar opciones de crecimiento, adquisiciones, nuevos productos o canales de distribución o ampliación de capacidad instalada (Giurca, 2009).

Una característica considerable es que tanto inversionista mezzanine como deudor pueden trabajar en construir el instrumento mezzanine (de aquí su mayor característica “flexibilidad”) que se ajusta a las necesidades de rentabilidad para el inversionista mezzanine, y que la empresa pueda responder ante esta nueva obligación todo ello basándose en las proyecciones, crecimiento y demás variables que se consideren pertinentes.

La flexibilidad, como se mencionaba anteriormente, viene dada por la estructura de capital de sus diferentes componentes que pueden utilizarse en combinación y con diferentes grados para construirlo y que se determina de acuerdo a las necesidades de cada empresa y al acuerdo que se llegue con el inversionista mezzanine, esta flexibilidad permite tener diferentes maneras de pago, intereses y amortización, proporcionando soluciones efectivas.

Por ejemplo, se puede construir una garantía a la inversión de rendimiento mínimo de intereses más rentabilidad de la participación.

Sin embargo la financiación mezzanine puede ser descartada por motivos como; el alto costo por la tasa de interés, porque los inversionistas mezzanine no ven interés en la empresa o porque se desea más capital que el propietario de la empresa no está dispuesto a entregar (William j. Torpey and Jerry A Viscione, 1987). O se pueden hacer otro tipo de exigencias por parte de los inversionistas mezzanine y darse una pérdida de la independencia de las decisiones de la empresa, por ejemplo, solicitar mover el mapa estratégico de la empresa entregando mayor fuerza a otras unidades que no estaban contempladas.

Además que hay que tener muy presente y es que debido a las altas tasas de interés se debe hacer un correcto manejo del instrumento ya que puede afectar considerablemente la estructura financiera, (Bean, 2008).

2.7.2. Mezzanine frente a financiación tradicional

En un préstamo bancario tradicional o en la utilización de los recursos de los accionistas el costo suele ser elevado dependiendo de la cantidad de dinero que se necesite para financiar el proyecto, la financiación mezzanine como se menciona es una deuda no garantizada que ofrece una alta rentabilidad con un riesgo moderado, pero que en caso de default esta se encuentra subordinada a la deuda sénior, por ejemplo, en caso que se necesite capital para un proyecto, el 5% es invertido por el inversionista principal, tan solo el 65% es financiado por una entidad financiera tradicional y el restante 30% se trabajara con la financiación mezzanine que dará como resultado que si el proyecto continua

generando utilidades los prestamistas no tendrán ningún problema, el prestamista mezzanine ha obtenido una tasa más alta y además asegurara su préstamo con la participación de capital, de acuerdo a lo pactado inicialmente (Bean, 2008).

El mezzanine compete en un mercado de alto nivel como fuente para adquisiciones y recapitalizaciones y aunque se hace en este tipo de mercado las perspectivas para este instrumento financiero son muy buenas. (Bean, 2008).

2.8. Crédito financiero y otras formas de financiación en los mercados latinoamericanos

En el contexto latinoamericano, al 2010 y en general el acceso por parte de las pequeñas empresas al crédito bancario es muy bajo con referencia a las grandes empresas, (Cohen & Baralla, 2012). Lo cual puede observarse en la figura siguiente, Chile tiene un porcentaje por encima del 70% y Argentina, México y Venezuela están en una situación muy desfavorable.

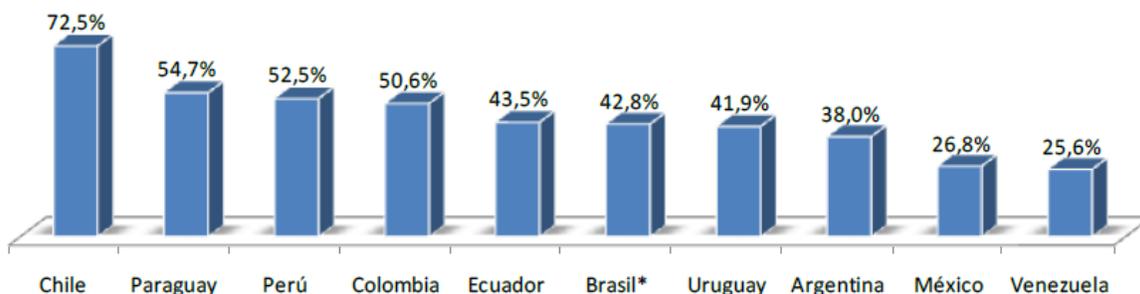


Figura 5. Empresas con créditos bancarios o líneas de crédito (2010)- Porcentaje de pequeñas empresas que acceden a préstamos bancarios (2010).

Fuente: IERAL Sobre la base de banco mundial

Por otro lado las empresas medianas muestran mejores indicadores al acceso al crédito, y aunque México muestra un retroceso con un 36,7%, el resto de países está por encima del 50%, destacando a Chile y Perú con acceso al crédito por encima del 80%, Figura 6.

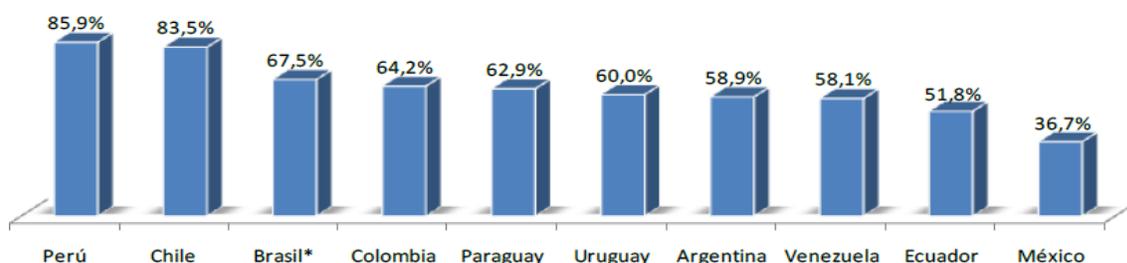


Figura 6. Empresas Medianas con créditos bancarios (2010)

Fuente: Ieralpyme.org

Los productos financieros que se ofrecen en el sector bancario en su mayoría son de corto plazo como son: tarjetas de crédito, cuentas de ahorro, cuentas corrientes y préstamos, lo que no permite tomar créditos a largo plazo, limitando los crecimientos de las empresas.

Las fuentes de financiación utilizadas se mueven de acuerdo al ciclo de vida empresarial, los requisitos son imperativos pero van cambiando de acuerdo al mercado, la necesidad, el tipo de financiamiento, el tiempo, el tamaño de las empresas, entre otros, donde está siempre latente el riesgo de quiebra o incumplimiento.

Requisitos como la estabilidad, crecimiento, flujos, etc., pueden demostrar viabilidad, en el caso de las medianas empresas, algunos altos directivos prefieren reducir la deuda reemplazándola por utilidades retenidas generadas por la operación del negocio, debido a

las restricciones bancarias, otras prefieren salir de aquellas obligaciones costosas para la organización provenientes del mercado formal o informal (Barona, 2012), generando menores utilidades, ya que esta utilidad podría ser invertida en la operación con una opción de mejor utilidad.

2.9. Alternativas para las empresas Latinoamericanas

Un crecimiento importante y sostenido en la empresa puede atraer riesgo de capital con el fin de tomar acción en planes estratégicos como una expansión, sin embargo no siempre se dará así, por lo que hay dos rutas que se puede seguir para conseguirlo, una es una gran cantidad de deuda mezzanine con una participación pequeña de capital o una gran cantidad de capital, con una pequeña cantidad de deuda de crédito tradicional, todo ello apuntando a un rápido crecimiento, a menudo se puede llegar a dar la pérdida parcial del control de la empresa en un determinado momento por la exigencia de inversionista mezzanine que direcciona a las empresas a que se tome la opción de una pequeña cantidad de capital con una deuda mezzanine mucho más grande.

Un proyecto donde el banco tradicional no está dispuesto a financiarlo, o el empresario no logra acceder al sistema financiero tradicional por las barreras antes vistas o los inversionistas de riesgo ven una tasa de crecimiento moderada que no le genera interés, pero que los propietarios desean pagar a una alta tasa de interés con el fin de no perder más capital, atraería el capital de los inversionistas mezzanine generando confianza y ventajas

económicas y como el banco ve la deuda cuasi-capital accede a proporcionar deuda sénior para la necesidades que se presentan (William j. Torpey and Jerry A Viscione, 1987).

Para usar el financiamiento mezzanine adecuadamente ya vimos que es muy importante tener las precauciones en cada caso, el enfoque para cada empresa debe ser particular, es valioso llegar a acuerdos en la construcción del mezzanine generando gana-gana y no se pierda control económico ni operativo de los proyectos y puedan ser ejecutados con éxito, sin embargo se debe tener muy en cuenta que acceder a los instrumentos mezzanine tanto los intereses y condiciones de los inversionistas mezzanine puede ser muy altos frente a la viabilidad de la empresa para responder por cada una de las obligaciones que se presenten.

2.10. Financiación mezzanine en EE.UU y Europa

Los primeros pasos de los instrumentos mezzanine fueron realizados por empresas americanas de seguros que configuraron préstamos para ofrecer a compañías privadas que participaban de la revalorización de las mismas y manejaban una garantía sobre el capital, esto atrajo cada vez a un número mayor de instituciones las cuales lograron ver los beneficios tanto del mezzanine 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 inicio a finales de los años 80 y su objetivo cambia con respecto a los financiamiento mezzanine de EEUU, ya que se utilizaba en su mayoría para transacciones buyout (adquisición de empresas).

En contraste en EEUU el instrumento financiero mezzanine trabaja del lado del capital generando tasas de retorno entre el 20% y el 25%, en cambio en Europa se encuentra del lado de la deuda entregando tasas de retorno en un intervalo de 12% al 15%.

Tabla 2. Diferencias tradicionales entre la financiación mezzanine en EE.UU. y Europa

DENOMINACIÓN	EUROPA	EE UU
Garantías	Generalmente el mismo paquete de garantías, de la deuda senior pero en segundo rango.	Preferente sobre el capital ordinario pero generalmente sin garantías reales.
Importe	Habitualmente entre el 10% y el 25% de la financiación, con importes entre €30m y €150m, aunque pueden ser tickets mucho mayores	Generalmente importes de hasta \$50m o inferiores.
Estructuración	Conjuntamente con deuda senior, y en ocasiones sindicada entre varios proveedores.	Muy habitualmente es la única financiación ajena, normalmente un único proveedor.
Expectativa retornos	TIR entre 12% y 18%	TIR entre 18% y 25%
Intereses	Interés flotante referenciado a LIBOR / Euribor más cupón PIK.	Generalmente tipo fijo, combinación de interés cash y PIK.
Warrants	Habituales en las operaciones de midmarket. No los hay en las operaciones de gran tamaño.	La mayoría de las operaciones incorporan warrants o adquisición directa de capital.
Documentación Legal	Alto grado de estandarización.	Generalmente muy flexible y con gran componente de negociación caso por caso.
Cancelación Anticipada	Comisiones de cancelación anticipada moderadas y periodos non-call limitados.	Comisiones de cancelación anticipada elevadas y largos periodos de non-call.
Covenants financieros	Generalmente los mismo que los de la deuda senior pero con un margen de holgura del 10%-15%	En caso de coexistir con deuda senior, incorporan habitualmente un margen de colchón superior a los de esta.
Modificaciones	Generalmente restricciones importantes a la modificación de las condiciones de la senior sin consentimiento del mezzanine. Puede establecerse un limite adicional reducido de endeudamiento (10%).	Restricciones impuestas por la senior a la mezzanine y viceversa negociada habitualmente con gran margen de flexibilidad según los casos.
Seguimiento	Documentación periódica. Presencia en Consejo en calidad de observador.	En ocasiones, mayor involucración en la gestión de la compañía.

Fuente: Oquendo Capital, Debevoise & Plimpton

La deuda mezzanine europea se caracteriza por:

- Incluye el uso de warrants, opciones y algunas estructuras convertibles que aumentan el potencial de rentabilidad para los inversionistas que les permite beneficiarse de un alza de la misma, y acciones de la garantía con la deuda principal.
- La deuda mezzanine pacta contractualmente mayor prioridad sobre los flujos de efectivos y activos por pago de interés y principal en todo momento, hasta que la deuda principal sea reembolsada.
- En comparación con la deuda bancaria es más costosa y los inversionistas al elegir mayor riesgos exigen mayor rentabilidad esperada después de impuestos.

Para el caso de Alemania los instrumentos financieros mezzanine aún no son muy familiares, ni muy utilizados para la supervivencia de las pequeñas y medianas empresas, por lo que se utilizan medios de financiación tradicional o patrimonio familiar.

2.11. Aplicación en otros sectores:

2.11.1. Alianza de conservación de agricultores

Se puede observar como el financiamiento mezzanine se utiliza en diferentes áreas, sin embargo donde es altamente utilizado es en el sector de petróleo y gas, pero se puede ver como es usado en otros sectores como el sector de medioambiente, con un objetivo claro de

financiación, y como a través de una invención se puede optar por el mezzanine, además de mostrar la oportunidad de mercado.

Por consiguiente la alianza de conservación de agricultores (FCA) por sus siglas en inglés, requería recaudar 1,5 millones de dólares que podría haber logrado a través de una donación tradicional sin fines de lucro, sin embargo prefirió realizarlo a través de la financiación mezzanine con la finalidad de conseguir una organización autosostenible.

El financiamiento mezzanine vendió acciones como unidades que corresponden a un beneficio medioambiental específico entregado por la FCA, todo a través de la invención Farmer Screen (un proyecto que asegura el paso de los peces para alimentar a los centros de riego), la alianza ha desarrollado su propia tecnología y su propósito es ayudar a los agricultores y al medio ambiente permitiendo mantener la seguridad en los ríos para el desvío de los riegos y los sistemas hidroeléctricos (Williams, 2012).

Por ejemplo, la alianza de agricultores venderá 30 unidades, a un precio de 25.000 dólares y donde se garantizara:

- 36 millas de río para el paso seguro de los peces
- 1,5 megavatios de energía hidroeléctrica
- Ahorro por parte de los agricultores de \$ 66.125 dólares al año.

A parte de ello, se tiene un mercado potencial con un estimado del 75% de los 300.000 ríos y dependiendo de su tamaño el costo puede cambiar de 25.000 dólares a 1 millón de dólares, en lugar de ofrecer un retorno financiero se ofreció un retorno social (Williams, 2012).

2.11.2. Plains Exploration & Production Co.

El siguiente ejemplo muestra cómo se configura la necesidad de la financiación mezzanine:

- **Objetivo:** inversión para el desarrollo de aguas profundas y la exploración de pozos.
- **Inversión Inicial,** 450 millones de dólares.
- **Acuerdos:** El inversionista mezzanine recibió una participación del 20% en las operaciones, se concertó que el inversionista recibiera acciones preferentes convertibles, se recibiría un dividendo del 6% efectivo trimestral, más un dividendo del 2% anual que podría ser diferido y/o acumulado.

2.12. Experiencia Internacional y Casos de Estudio

En las siguientes líneas se entregara al lector como se configuraron en diferentes proyectos los instrumentos mezzanine con el fin de lograr una idea general de su utilización y aplicación.

2.12.1. Caso 1. Mythos Inc.

Para el sector del petróleo y gas, el capital juega un papel importante debido a las necesidades de grandes sumas para el desarrollo de los diferentes proyectos, en exploración las características importantes son los riesgos, la producción existente y el capital requerido, los objetivos que se buscan en la financiación es el crecimiento, además de la retención del valor para los accionistas.

La financiación mezzanine se concentra principalmente en la etapa de perforación, probados y no desarrollados, que financia los activos necesarios muy a menudo con un canon, la utilidad neta de intereses y/o warrants principalmente en la participación en el capital al igual que la deuda bancaria se basa en las reservas probadas, pero con avances 2 o 3 veces más rápido, soporta el financiamiento al ritmo del proyecto y el valor del anticipo y el desarrollo generan el perfil de riesgo relativo.

El capital debe propender en generar beneficios tangibles a la hora de utilizarlo. Las características más relevantes en este tipo de proyectos son: los riesgos (probabilidad que se recupere la inversión), aunque en este punto es de mencionar

“las personas pueden ser más de la mitad el riesgo. Puede tener un gran proyecto con un potencial increíble, pero si no tiene la gente adecuada para la ejecución, no se tiene nada”. (Chris Sheehan, Hart Energy, 2013).

La producción y la intensidad de capital (el tamaño de la inversión inicial de acuerdo a sus requerimientos antes que su flujo de efectivo llegue al mercado) y que al final son estos elementos los que presionan los ajustes de flujo de capital.

Los tipos de financiación dependen en gran medida de la naturaleza del proyecto, aunque la financiación mezzanine es buena para casi cualquier proyecto, en el sector petrolero el retorno puede verse cuando los pozos entregan los pagos más rápido después de iniciada la producción, o las reservas apoyan el retorno de esa inversión, sin embargo, en un proyecto donde todo el capital debe ser invertido en su totalidad y después esperar la rentabilidad del mismo, tal vez la mejor financiación no sea el mezzanine sino el capital de riesgo o la búsqueda de un socio.

Las variables más sensibles a la hora de evaluar los proyectos son la TIR y el ROI, este último es más utilizado en las inversiones de capital de riesgo, a modo de ejemplo se puede ver que una TIR alta pero con un retorno de inversión un poco bajo no será tan atractiva para un capital de riesgo pero si para una financiación mezzanine, esto puede darse cuando se requiere de financiamiento en el corto plazo y la recuperación de la inversión no se da en

ese mismo término lo que permite adaptar la financiación mezzanine a las necesidades de los proyectos.

A modo de ejemplo tomaremos un caso real de una compañía con nombre ficticio “Mythos Inc.” propietario de un campo en su mayoría sin explotar, constituido de la siguiente manera:

Tabla 3. Características campo propiedad Mythos Inc.

Type Well		Field	
Net Reserves	572 MMcf	Producing Wells	3
Cost to drill	\$650,000	PDP PV10	\$4.4 million
R/P ratio	8.5	Production	400 Mcf/day
Life	25+ years	Drilling locations	72
		Total drilling cost	\$47 million
		IRR (drill & hold)	37%
		Potential sale price	\$78 million (30 months)

Fuente: Scott Johnson, 2006

En el cuadro anterior muestra como Mythos Inc. ha perforado 3 pozos, necesita financiar 72 con un costo de 47 millones de dólares y tiene proyectado vender los activos en 2,5 años.

Las fuentes de financiación que Mythos Inc. pudo elegir: financiación bancaria, Joint Venture, Capital Privado o deuda Mezzanine, la diferencia estaría fijada en la mejor estructura de capital que genere mejores beneficios.

Financiación Bancaria, Asume un interés del 7% y un anticipo equivalente a 60% del PDPPV10 (reservas probadas y desarrolladas), además de un endeudamiento semestral condicionados al avance.

En este tipo de financiación, la perforación se ve limitada por el banco en ampliar los fondos necesarios requeridos dependiendo de la tasa de avance, precios del commodity, etc., la administración retiene un gran porcentaje del valor creado, 26 millones de dólares, sin embargo, el valor de los pozos es menor debido a las restricciones impuestas por el banco.

Financiación a través de un socio: Se trabajaría por un porcentaje de los pozos con el requisito que Mythos financie pozos futuros y la TIR del socio se calcularía en 31% bajo los supuestos, lo cual el socio podría solicitar mejores condiciones.

Capital Privado:

- El inversor destinara 28 millones de dólares al proyecto y debe sumarse una deuda bancaria por parte de Mythos.
- Mythos captara el 14% del capital social.
- La valoración de los inversores es de 2,34 dólares por 1.000 pies cúbicos de reservas.

- 8.000 pies cúbicos por día de producción.
- TIR del 50%
- ROI del 3,4

En estos últimos tipos de financiación, se juega en contrario a la financiación bancaria, ya que logro un gran potencial en los pozos, pero la retención que se genera del valor sería entre un 20% y un 30%

Financiación Mezzanine

- Se reciben 47 millones de dólares
- Tasa cupón de 10%
- Interés del 5% con bonificación en acciones
- 2% de avance del canon pagado como anticipo
- 90% del flujo de caja para pagar capital e intereses con el 10% para cubrir gastos generales hasta el reembolso de la deuda.
- TIR 18,5%
- El ROI del 1,5 sobre 4,5 años sin venta, En el caso de una venta en 2,5 años, el proveedor mezzanine ganaría 23%.

En conclusión, el financiamiento Mezzanine tiene una ventaja mayor a las demás, la administración retiene el 80% del valor creado de los pozos, 58 millones de dólares y además genera totalmente el valor potencial completo.

En la siguiente imagen se logra ver el potencial de retención de acuerdo al modelo de financiación.

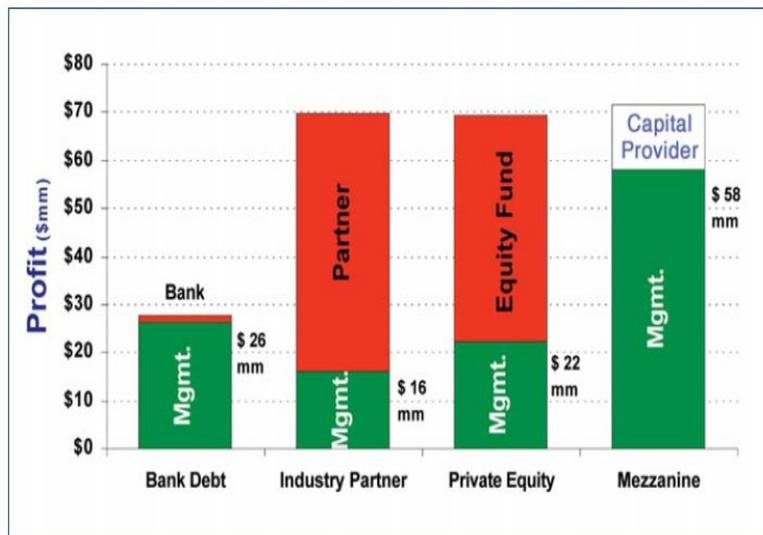


Figura 7: Comparación de varios grupos financieros
Fuente: Scott Johnson, 2006

La deuda bancaria aunque de menor costo no es la mejor alternativa ya que al requerirse más capital este no será desembolsado tan rápido como espera el proyecto y el crecimiento sería fuertemente golpeado generando mayores pérdidas.

El costo de tomar el financiamiento mezzanine supera las otras alternativas, sin embargo sus ventajas son mayores, desprendiéndose un mejor crecimiento y potencial en los pozos, permitiendo una posible venta con mejores resultados, por otro lado se podrían generar costos adicionales por no lograr una economía de escala en la compra de equipos, terrenos, etc., debido al poco capital y la necesidad del banco de recuperar el préstamo a muy corto plazo.

2.12.2. Caso 2. El financiamiento mezzanine en el sector inmobiliario

En los siguientes párrafos se tratará el uso de la herramienta mezzanine frente a la financiación tradicional por parte de un cliente de bienes raíces que desea adquirir un gran edificio de oficinas en E.E.U.U. (Stewart, 2004). **Ver Anexo 2.**

De acuerdo a los datos iniciales consignados en el anexo 2 se tienen dos opciones de financiación, préstamo mezzanine o capital, para ambos casos se cuenta con una deuda sénior del 70%, el 30% restante tiene igualmente dos alternativas: la primera obtener un préstamo mezzanine del 20% la cual junto con la deuda sénior cubriría el 90% del costo total y el 10% se cubriría con recursos propios, la segunda consistiría en cubrir el 30% restante con capital, ver tabla 4.

Tabla 4. Alternativa y Estructura de Financiación.

Estructura Mezzanine		Estructura de Capital Propio		
USOS		USOS		
Precio de Compra	97.000.000	Precio de Compra	97.000.000	
Costos de Cierre	2.000.000	Costos de Cierre	2.000.000	
Mejoras de Capital	1.000.000	Mejoras de Capital	1.000.000	
TOTAL USOS	100.000.000	TOTAL USOS	100.000.000	
FUENTES		FUENTES		
	%			%
Primera deuda hipotecaria	70.000.000	Primera deuda hipote	70.000.000	70%
Deuda Mezzanine	20.000.000	Deuda Mezzanine	-	0%
Total Patrimonio Neto	10.000.000	Total Patrimonio Net	30.000.000	30%
TOTAL FUENTES	100.000.000	TOTAL FUENTES	100.000.000	100%

Fuente: Henry Stewart publications, 2004

Con el fin de comparar las alternativas de financiamiento se toma como base la estructura de capital propio frente a cada una.

La estructura deuda tradicional y capital propio frente a una estructura 100% capital propio genera mayores beneficios, su TIR está por encima en 12,26% y sus flujos en promedio un 6,13%.

De acuerdo a lo anterior, se demuestra que el costo de capital es más alto que el costo de la deuda tradicional, por lo tanto este se convierte en beneficios para la empresa, que generan mayor rentabilidad, menores costos tributarios, etc., ver tabla 2.

Tabla 5. Modelo Flujo de Efectivo: Mejor de los casos (sin el uso de la deuda mezzanine).

Detalle	Coste del Proyecto	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Flujo de Ingresos Netos Operacionales -	100.000.000	7.000.000	7.500.000	9.000.000	10.000.000
Ingresos por ventas					117.575.758
Flujo de Caja Total	- 100.000.000	7.000.000	7.500.000	9.000.000	127.575.758
Rendimiento sin apalancamiento		7,0%	7,5%	9,0%	10,0%
TIR sin apalancamiento	11,91%				

Primer pago de la deuda hipotecaria

Detalle		Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Costo de la Deuda + 50 puntos basicos por año		5%	5,5%	6,0%	6,50%
Deuda Hipotecaria	70.000.000	- 3.500.000	- 3.850.000	- 4.200.000	- 4.550.000
Efectivo disponible de capital	- 30.000.000	3.500.000	3.650.000	4.800.000	5.450.000
Flujos netos de efectivo ingresos de la venta					47.575.758
Flujo de Caja Total	- 30.000.000	3.500.000	3.650.000	4.800.000	53.025.758
Caja sobre el retorno del dinero		11,67%	12,17%	16,00%	18,17%
TIR apalancada	24,17%				

Fuente: Henry Stewart publications, 2004

En el siguiente escenario se compara una estructura 70% deuda tradicional, 20% deuda mezzanine y 10% capital propio frente la estructura de capital propio, donde es mayor su TIR al final del proyecto quedando en 36,76%, teniendo un incremento importante de 24,85%, frente al 11,91% generado por la estructura 100% capital propio, ver tabla 3. Igualmente se genera una tasa de capitalización por la venta que depende del ingreso y que en el peor de los casos genera una ingreso neto de US\$ 7.000.000.oo

Tabla 6. Modelo Flujo de Efectivo: Mejor de los casos (con la utilización de la deuda mezzanine).

Detalle	Coste del Proyecto	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Flujo de Ingresos Netos Operacionales	- 100.000.000	7.000.000	7.500.000	9.000.000	10.000.000
Ingresos por ventas					117.575.758
Flujo de Caja Total	- 100.000.000	7.000.000	7.500.000	9.000.000	127.575.758
Rendimiento sin apalancamiento		7,0%	7,5%	9,0%	10,0%
TIR sin apalancamiento	11,91%				

Primer pago de la deuda hipotecaria

Detalle	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Costo de la Deuda + 50 puntos basicos por año	5,00%	5,50%	6,00%	6,50%
Deuda Hipotecaria	70.000.000 -	3.500.000 -	3.850.000 -	4.200.000 -
Efectivo disponible de capital	3.500.000	3.650.000	4.800.000	5.450.000
Supuesto de Tasa	15%			
Servicio de la Deuda Mezzanine	20.000.000 -	3.000.000 -	3.000.000 -	3.000.000 -
Caja Disponible de Capital	- 10.000.000	500.000	650.000	1.800.000
Flujos netos de efectivo ingresos de las ventas	-	-	-	27.575.757
Flujo de Caja Total	- 10.000.000	500.000	650.000	30.025.757
Caja sobre el retorno del efectivo		5,0%	6,5%	18,0%
TIR apalancada	36,76%			

En el mejor casos- Ingreso por Ventas		En el peor de los casos - Ingreso por Ventas	
Año 4	10.000.000	Año 4	10.000.000
Tasa de Capitalización para la venta	8,25%	Tasa de Capitalización para la venta	10%
Total Ingreso por ventas	121.212.121	Total Ingreso por ventas	100.000.000
Menos el 3% del costo de ventas	3.636.364	Menos el 3% del costo de ventas	3.000.000
Total Ingresos ventas brutas	117.575.757	Total Ingresos ventas brutas	97.000.000
Menos Deuda hipotecaria	- 70.000.000	Menos Deuda hipotecaria	- 70.000.000
Menos Deuda Mezzanine	- 20.000.000	Menos Deuda Mezzanine	- 20.000.000
Total Ingresos Netos de Capital	27.575.757	Total Ingresos Netos de Capital	7.000.000

Fuente: Henry Stewart publications, 2004

En conclusión las TIR más altas corresponde a un apalancamiento financiero, sin embargo el beneficio de estar apalancado con mezzanine es superior a la deuda tradicional.

Tabla 7. Modelo Flujo de Efectivo: En el Peor de los casos (sin el uso de la deuda mezzanine).

Detalle	Costo del Proyecto	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Flujo de Ingresos Netos Operacionales	- 100.000.000	7.000.000	7.500.000	9.000.000	10.000.000
Ingresos por ventas					97.000.000
Flujo de caja total	- 100.000.000	7.000.000	7.500.000	9.000.000	107.000.000
Rendimiento sin apalancamiento		7,00%	7,50%	9,00%	10,00%
TIR sin apalancamiento	7,61%				

Primer pago de la deuda hipotecaria

Detalle		Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Costo de la Deuda + 50 puntos basicos por año		5,00%	5,50%	6,00%	6,50%
Deuda Hipotecaria	70.000.000	3.500.000	3.850.000	4.200.000	4.550.000
Efectivo disponible de capital	- 30.000.000	3.500.000	3.650.000	4.800.000	5.450.000
Flujos netos de efectivo ingresos de las ventas					27.000.000
	- 30.000.000	3.500.000	3.650.000	4.800.000	32.450.000
Caja en el retorno del dinero		11,67%	12,17%	16,00%	18,17%
TIR apalancada	12,08%				

Fuente: Henry Stewart publications, 2004

Ahora bien, si la estructura se genera 100% capital y al final de 4 año se tiene una venta por menor valor de la inversión, la TIR se ubicara en 7,61%, muy por debajo del 11.91% que se había generado en el mejor de los casos con capital propio, sin embargo mejor que la estructura mezzanine que se ubico en 6,14%, generándose un riesgo a evaluar.

Tabla 8. Modelo Flujo de Efectivo: En el Peor de los casos (con la utilización de la deuda mezzanine).

Detalle	Costo del Proyecto	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Flujo de Ingresos Netos Operacionales	- 100.000.000	7.000.000	7.500.000	9.000.000	10.000.000
Ingresos por ventas					97.000.000
Flujo de caja total	- 100.000.000	7.000.000	7.500.000	9.000.000	107.000.000
Rendimiento sin apalancamiento		7,00%	7,50%	9,00%	10,00%
TIR sin apalancamiento	7,61%				
Detalle		Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Costo de la Deuda + 50 puntos basicos por año		5,00%	5,50%	6,00%	6,50%
Deuda Hipotecaria	70.000.000	- 3.500.000	- 3.850.000	- 4.200.000	- 4.550.000
Efectivo disponible mezzanine deuda y capital		3.500.000	3.650.000	4.800.000	5.450.000
Supuesto de Tasa	15%				
Servicio de la Deuda Mezzanine	20.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000
Caja Disponible de Capital	- 10.000.000	500.000	650.000	1.800.000	2.450.000
Flujos netos de efectivo ingresos de las ventas	-	-	-	-	7.000.000
Flujo de Caja Total	- 10.000.000	500.000	650.000	1.800.000	9.450.000
Caja sobre el retorno del efectivo		5,00%	6,50%	18,00%	24,50%
TIR apalancada	6,14%				

Fuente: Henry Stewart publications, 2004

De acuerdo al análisis y resumen de los rendimientos, el rango de TIR de financiar 20% con deuda mezzanine y 10% con capital propio se encuentra entre el 6,14% y el 36,76%, y financiar el 30% con capital propio estaría entre el 7,61% y el 11,91%, reflejándose en el peor de los casos una pérdida de 1,47% y en mejor de los casos una ganancia del 24,85% en la comparación de las alternativas financieras.

Tabla 9. Resumen de los Rendimientos del Propietario – Mejor de los casos.

Detalle		Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	
Deuda Mezzanine						
Patrocinador de los Flujos de Caja	-	10.000.000	500.000	650.000	1.800.000	30.025.757
			5,00%	6,50%	18,00%	300,26%
VPN al 10%		11.683.726				
TIR sin apalancamiento		11,91%				
Patrimonio Apalancado TIR		36,76%				

Todo el capital

Patrocinador de los Flujos de Caja	-	30.000.000	3.500.000	3.650.000	4.800.000	53.025.758
			11,67%	12,17%	16,00%	372,23%
VPN al 10%		14.565.422				
TIR sin apalancamiento		11,91%				
Patrimonio Apalancado TIR		24,17%				

El peor escenario

Detalle		Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	
Deuda Mezzanine						
Patrocinador de los Flujos de Caja	-	10.000.000	500.000	650.000	1.800.000	9.450.000
			5,00%	6,50%	18,00%	94,50%
VPN a 10%	-	1.092.201				
TIR sin apalancamiento		7,61%				
Patrimonio Apalancado TIR		6,14%				

Todo el capital

Patrocinador de los Flujos de Caja	-	30.000.000	3.500.000	3.650.000	4.800.000	32.450.000
			11,67%	12,17%	16,00%	132,18%
VPN al 10%		1.789.495				
TIR sin apalancamiento		7,61%				
Patrimonio Apalancado TIR		12,08%				

Fuente: Henry Stewart publications, 2004

Veamos ventajas y desventajas que apoyaran a un más la mejor decisión.

Ventajas:

1. Tomando una deuda mezzanine del 20% se reduce el capital propio a un 10%.
2. Con deuda mezzanine se restringe la exigencia de retorno total, lo cual permite no participar luego del 100% de las utilidades totales.
3. El prestamista mezzanine no tendrá derecho sobre la participación de las decisiones o propiedad de la compañía.
4. Al tomar participación de la deuda mezzanine se incrementa el rendimiento de las acciones.

Desventajas:

1. Hay un horizonte de tiempo más corto de la deuda mezzanine frente al plazo con los socios de capital.
2. La subordinación completa de todos los retornos actuales de capital para la deuda mezzanine.
3. Existen mayores dificultades y retos en los procesos de cierre para lograr acuerdos entre los acreedores tanto de deuda sénior y deuda mezzanine.

De acuerdo a las ventajas y desventajas y a la evaluación del proyecto se logra visualizar que efectivamente la mejor opción es tomar la deuda mezzanine entregando una TIR muy por encima de las otras estructuras financieras. Por otro lado se tiene una ventaja importante ya que el aporte de capital sería del 10%, y no del 30% o el 100%.

2.12.3. Caso 3. Gran Colombia Gold- Prospecto

Empresa canadiense con sede en Toronto, es la mayor productora de oro y plata, su actividad principal es la explotación, desarrollo y producción, su más grande operación se encuentra concentrada en Colombia, cuenta con seis minas subterráneas en funcionamiento y está en desarrollo de una mina de oro y plata en marmato, ubicado en el departamento de Caldas.

A continuación describiremos un prospecto de la compañía Gran Colombia Gold, con las siguientes características:

El siguiente ejemplo establece pagos semestrales y acumulados en efectivo en un monto nominal de 1000 dólares.

Notas vinculadas- Plata

Atractivo vehículo de inversión que ofrezcan exposición de plata con mezzanine, oportunidad retorno:

Multinivel Oportunidad de Inversión	
1.	5% de descuento pagaderos semestralmente (Junio & Diciembre) En la actualidad cotiza a un descuento (EE.UU. \$ 650 * Por nota)- TIR de Inversionista 19% * Sin apalancamiento
2.	plata Exposición de plata en 33%- Prima actual precio precio de contado (spot); principal vinculado a EE UU \$ 15/oz la plata precio de contado (spot)- valor actual de la nota aproximadamente EE UU \$ 1530, o 66,07 oz, un gramo por nota
3.	en EE UU \$ 20/oz g + cupón. TIR del inversionista 27% * Con el apalancamiento de plata. Oportunidad para la estrategia de cobertura de plata. Combine con posicion corta en ETF parcialmente. Cubrir el
4.	riesgo y añadir más apalancamiento.

Figura 8. Multinivel oportunidad de inversión

Fuente: www.grancolombia.com

Estructura de Nota			
1.	U\$ 78,6 M en notas senior no garantizadas de plata ligada sobresaliente		
2.	7 años plazo de vencimiento del bono, para una fecha del 11 de agosto de 2018. Reembolso principal en la época de EE.UU \$ 66,7 oz g el mayor: 1. gramo precio actual (spot); EE UU \$ 15/oz g (
3.	retorno más bajo EE UU \$ 1000+ cupón).		
4.	Programación de pagos: 11 de Agosto		
	2015	10%	o equivalente EE UU 6,7 oz ag
	2016	20%	o equivalente EE UU 13,3 oz ag
	2017	30%	o equivalente EE UU 20,0 oz ag
	2018	40%	o equivalente EE UU 26,7 oz ag
5.	Propiedad privilegiada 4%.		

Figura 9. Estructura de Nota

Fuente: www.grancolombia.com

Rendimiento anualizado estimado

La compra de notas en el descuento ofrece rendimientos altos

Tabla 10. Precios de mercado de notas en EE UU

		Precio de mercado de notas en EE UU				
		\$ 400	\$ 500	\$ 600	\$ 800	\$ 1.000
Plata spot	\$ 40	65%	55%	47%	37%	29%
	\$ 35	60%	50%	43%	33%	25%
	\$ 30	54%	46%	39%	28%	21%
	\$ 25	48%	40%	33%	23%	17%
	\$ 20	42%	33%	27%	18%	11%
	\$ 15	34%	26%	20%	11%	5%

Fuente: www.grancolumbia.com

Para fines ilustrativos - asumiendo precio EE.UU. \$ 650 de notas y un precio de la plata constante de 20 dólares EE.UU. por onza (todas las cifras en dólares EE.UU.).



Figura 10. Silver spot prices

Fuente: www.grancolumbia.com

De acuerdo a la información anterior se realizó, el flujo de caja de la nota del prospecto Gran Colombia Gold, tomando el precio spot de la plata con fecha 23 de mayo de 2014.



Figura 11. GCM.NT.U Gran Colombia 5.0 Pct Sil Notes

Fuente: <http://www.eoddata.com/stockquote/TSX/GCM.NT.U.htm>

Tabla 11. Flujo de caja de la Nota

Fecha	Precio Futuro Plata	Abono Ko.	Oz Ag	Abono Ko. Con base al Precio Plata	Maximo	Cupon	Fecha	Flujos
							23-may-14	(510,00)
30-jun-14						50	30-jun-14	50,00
31-dic-14						50	31-dic-14	50,00
30-jun-15						50	30-jun-15	50,00
11-ago-15	19,1596	100	6,7	128,3692	128,3692		11-ago-15	128,37
31-dic-15						50	31-dic-15	50,00
30-jun-16						50	30-jun-16	50,00
11-ago-16	19,780	200	13,3	263,0740	263,0740		11-ago-16	263,07
31-dic-16						50	31-dic-16	50,00
30-jun-17						50	30-jun-17	50,00
11-ago-17	20,080	300	20	401,6000	401,6000		11-ago-17	401,60
31-dic-17						50	31-dic-17	50,00
30-jun-18						50	30-jun-18	50,00
11-ago-18	20,470	400	26,7	546,5490	546,5490		11-ago-18	546,55
Total		1.000	66,70	1.339,59			TIR	62,55%

Fuente: Elaboración del autor

De acuerdo al precio de la nota asumido en US\$650 con una tasa TIR aproximada del 19%, el precio de la nota al 23 de Mayo de 2014 presentó un valor por US\$510 generando una TIR de 62,55%

Se realizó la simulación bajo la herramienta Crystal Ball tomando el precio futuro de la plata de acuerdo a la programación de pagos de la estructura de la nota, creando así las variables sensibles al modelo, y se definió la TIR como variable pronóstico, para el flujo de caja se calculó el abono de capital con base al precio de la plata y se calculó el precio máximo entre los abonos a capital del valor nominal, la tasa cupón es del 5% sobre el valor nominal de la Nota, ver anexo 3.

Se ejecutó la simulación triangular tomándose como valor probable el precio futuro de cada vencimiento y los valores mínimos y máximos se definieron en promedio de 4 puntos y 1 respectivamente, por otro lado la simulación se configuró con 100.000 iteraciones.

En conclusión y de acuerdo al reporte generado por Crystal Ball, se evidencia que el precio de la plata futuro para los dos primeros vencimientos tienen una sensibilidad del 36,7% y 36,3% respectivamente, a la fecha el precio futuro se encuentra en 19,1596 y 19,780 lo que representa que un cambio en estos precios debe refinarse el modelo.

Con un nivel de confianza del 99,7% la TIR se encuentra en un intervalo del 53,24% al 59,98% con una desviación estandar de 1,24 mostrando una variación importante entre los precios de la plata.

4. Conclusiones

El financiamiento mezzanine se encuentra entre la deuda bancaria y el capital, es una fuente de financiación intermedia no permanente, riesgo aceptable, anticipos y tasas de retorno, es utilizado principalmente para los proyectos en etapas iniciales y buyouts, sin una única forma de construirse y además sin restricciones en el crecimiento acelerado de los proyectos, soportando rápidamente este proceso, es más barata al costo de capital sin embargo un poco más costosa que la deuda sénior, ayuda a generar valor y la administración fácilmente puede retenerlo, además no implica un puesto en la junta de accionistas, ni venta de una participación, ni dar control del mismo, estos últimos se dan de acuerdo al proceso de contrato que se pacte entre el proveedor mezzanine y la empresa.

Cuando el riesgo es moderado y bien definido el crecimiento se da por consecuencia del control dejando los mayores beneficios a los socios. Los proveedores del financiamiento mezzanine generalmente participan en los beneficios del proyecto, al tiempo que permite que los propietarios del proyecto tengan un valor creado más alto y obtenga un beneficio igual.

Una de las razones principales por las cuales se opta por tomar un financiamiento mezzanine es la necesidad de no vender los activos antes de tiempo y como los bancos no tienen la suficiente capacidad, se puede generar un riesgo de estancamiento del proyecto produciendo mayores costos.

Además, el financiamiento mezzanine permite la reducción del ratio de apalancamiento debido a que toma parte de deuda y parte de capital disminuyendo el riesgo de sobreendeudamiento, este apalancamiento permite la deducción de impuestos actuando como escudo fiscal, sin embargo no hay que olvidar que de acuerdo al país puede estar regulado el monto de deducción por pago de intereses, en Colombia solo se podrán deducir los intereses generados por deuda si no excede el resultado de multiplicar por 3 el patrimonio líquido.

El financiamiento mezzanine proporciona a las empresas recursos inmediatos para ampliar sus operaciones y aumentar la producción, potencialmente expandirse y generar el mayor beneficio, además permite generar una carta de presentación en caso de requerirse financiamiento tradicional, permitiendo que este proceso sea más ágil, el costo del financiamiento mezzanine es mucho menor comparado con el costo del financiamiento tradicional y capital, por lo tanto para generar mayor valor en las finanzas corporativas se sugiere en la medida de lo posible tomar primero el financiamiento mezzanine, luego el

financiamiento tradicional y de ser necesario tomar por último el capital, esto debido a la escala de costos que afectan las finanzas de la empresa.

Uno de los mayores beneficios de este tipo de financiamiento es que puede amortizarse anticipadamente y diseñarse una estructura de pagos adaptada al perfil de la generación de caja, minimizando el riesgo de liquidez del proyecto, esta estructura de pagos permite generar crecimiento en el proyecto y confianza por parte de los inversionistas, por otro lado si la deuda se tomara de forma tradicional no se logra una estructura de pagos adaptada.

Para aprovechar las ventajas de la financiación mezzanine con respecto al inversor se debe tener en cuenta:

- **Experiencia en el sector:** Es necesario que el inversor mezzanine conozca los riesgos del sector y pueda apoyar los proyectos mediante su experiencia.
- **Habilidades Técnicas:** es necesario que el o los requerimientos sean evaluados rápidamente y tengan razones de fondo para dar o no el aval, en proyectos de capital intensivo el tiempo en el desembolso de los recursos puede ayudar o no en la recuperación de la inversión con mayor velocidad y la TIR pactada se mantenga.

- **Capacidad de Respuesta:** Las necesidades del proyecto deben resolverse a la misma velocidad que se da el crecimiento, de acuerdo a ello la lentitud puede costar pérdida de oportunidades.
- **Costo Razonable:** El costo de financiación debe ser equitativo que ambas partes ganen pero que además le permita crecer.
- **Escala:** El inversor mezzanine debe ayudarlo a crecer y ayudarlo con el tamaño de los desembolsos requeridos, si esto no es así y aunque se pueda refinanciar, los impactos siempre serán negativos.
- **Flexibilidad:** adaptarse a las necesidades y velocidad de los cambios en los proyectos tanto en el crédito como en lo técnico.

Por otro lado, para el inversor mezzanine en caso que la empresa quiebre y aunque el pago de la deuda sénior tiene prioridad sobre el instrumento mezzanine, este presenta mayores tasas con respecto a la deuda sénior, y dependiendo del acuerdo entre las partes se pueden hacer convertible en acciones, participar en las decisiones trascendentales etc., el objetivo principal del inversor no es apoderarse de la compañía ya que no le representa beneficios importantes, por lo tanto una de sus mayores ventajas se da en la forma en que se configura por parte del inversionista y del deudor mezzanine el instrumento.

5. Referencias

Cohen, M., & 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*, pp. 18,1613-1622.

Giurca Vasilescu, L. (2009, April 01). Mezzanine debt: benefits or draw backs for firm's financing? *Revista Tinerilor Economist (The Young Economists Journal)*.

Herrero, D. (2011). Financiación mezzanine: situación actual y perspectiva. *Revista española de capital de riesgo*, 4, 03-24. Retrieved from 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.

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>.

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>.

Norman V., N. (2004). Mezzanine opens the door. If a developer can launch one or two centers on its own, mezzanine equity could allow that number to become five or six.

Novoa, C., González, E., Arévalo, D., & 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).

Portafolio, (2010) Financiación 'mezzanine', opción para compañías en crecimiento, <http://www.portafolio.co/financiacion-mezzanine-opcion-companias-crecimien>

Robinson, A. (2002). Private equity international. Much a do about mezzanine.

Rosenthal, S. (2004). Comparing mezzanine to alternative debt and equity products. *Briefings In Real Estate Finance*, 4(1), 65-73.

Sánchez, A. E., Morales Cano, J. R., & Salas, L. V. (2001, May 16). Alternativas de financiamiento para las pequeñas. retrieved May 4, 2014, from <http://www.eumed.net/eve/resum/07-enero/aes.htm>

Toal, B. A. (2006, Jan). E & p finance mezzanine money. *Oil & Gas Investor*, 26, 1, 87. DOI: oilandgasinvestor.com.

Weissenberg A.F., C. J. & Culliney, P. (2003). Mezzanine financing for hospital it y property owners. *Journal Of Retail & Leisure Property*, 3(2)(115), 121.

Williams, C. (2012, Julio 24). Farmer's conservation alliance raising \$1.5 m, Sustainable business oregon. Retrieved from, <http://sustainablebusinessoregon.com/articles/2012/07/farmers-conservation-alliance-raising.html?page=all>.

6. Anexos

Anexo 1: Ventajas y Desventajas (3 principales formas de financiación)

Financiación Mezzanine		Deuda sénior		Capital	
Ventajas	Desventajas	Ventajas	Desventajas	Ventajas	Desventajas
Adaptación a la generación de flujos de caja			Adaptación a la capacidad de pago, con intereses y amortización fija.	No hay pagos	
Posibilidad de amortización anticipada			Dependiendo de la entidad financiera se podrán hacer pago anticipados.	No hay pagos	
El mezzanine es deducible de impuestos actual como escudo fiscal		La deuda es un pasivo y los pagos de intereses son gastos deducibles de impuestos		No es deducible de impuestos	
Reducción del ratio de apalancamiento debido a que toma parte de deuda y parte de capital			No se puede disminuir el ratio de apalancamiento y por lo tanto se debe tener cuidado con el sobreendeudamiento ya que se puede caer en impagos	No funciona como un apalancamiento	
	es más costosa que la deuda tradicional	Es menos costosa que el mezzanine y el Capital			Es la fuente de financiamiento más costosa
El mezzanine en caso de quiebra tiene menor prioridad que la deuda sénior, pero tiene mayor prioridad que el capital y las acciones ordinarias		En caso de quiebra o insolvencia, los deudores tienen prioridad sobre los socios accionarios.			En caso de quiebra, los accionistas serán los últimos en recuperar la inversión

<p>El financiamiento mezzanine es una gran manera para que las empresas amplíen sus operaciones y aumenten la producción. Los préstamos proporcionan a las empresas los recursos inmediatos para expandirse y potencialmente generan el mayor beneficio.</p>			<p>Los préstamos bancarios son una gran manera para que las empresas amplíen sus operaciones y aumenten la producción. Los préstamos proporcionan los recursos inmediatos para expandirse y potencialmente generan un beneficio menor que el mezzanine</p>		<p>El capital no es la mejor forma para que las empresas amplíen sus operaciones y aumenten la producción aunque proporcionan los recursos inmediatos para expandirse y potencialmente generar un beneficio menor que el mezzanine, el costo es muy alto.</p>
<p>La utilización de este instrumento, aumenta la estabilidad y valoración del crédito, el cual es utilizado por los bancos al momento de valorar el riesgo de la empresa. Ser una inversión de bajo riesgo aumenta las posibilidades que una empresa pueda obtener financiamiento bancario para proyecciones futuras.</p>		<p>Las empresas que utilizan los préstamos bancarios, aumentan su estabilidad y aumentan su puntuación de crédito, el cual es utilizado por los bancos al momento de valorar el riesgo de la empresa. Ser una inversión de bajo riesgo aumenta las posibilidades de una empresa de obtener mayor financiamiento bancario,</p>			<p>El trabajar con capital no permite mostrar el historial crediticio y al momento de ingresar a solicitarlo se pueden generar barreras de entrada</p>
<p>Alineación de intereses de prestamistas (La estructuración permite a accionistas y prestamistas mezzanine) la toma de decisiones con perspectiva en el valor de la compañía</p>			<p>El crédito bancario no alinea sus intereses con los de la empresa</p>		<p>No existe</p>

a largo plazo.					
Rapidez de ejecución y certeza de fondos			De lenta ejecución y dependiente del avance del proyecto, no hay certeza de los flujos	Rapidez de ejecución y certeza de fondos	
El financiamiento mezzanine es muy flexible y no es de única forma por lo que apoya el proceso de ejecución además de no afectar el flujo de caja.			Las empresas que utilizan financiamiento bancario como instrumento de crecimiento primario puede comprometer el flujo de caja demasiado a la amortización de la deuda. Este flujo de caja negativo puede llevar a la quiebra si la empresa es incapaz de cubrir los gastos normales de funcionamiento y el pago de la deuda.	No se afectan los flujo de caja y no hay amortización a la deuda	
Los plazos oscilan entre 7-10 años, Inversiones de largo plazo			Financiación bancaria tradicional (5 años)	No hay plazos de amortización	
No interfiere en la gestión de la compañía			Dependiendo del monto puede llegar a verse afectada la gestión de la compañía por requerimientos del banco		Los inversionistas de capital accionario podrían exigir dividendos o una porción de las ganancias anuales

La financiación mezzanine ofrece una amplia variedad de instrumentos que permiten adaptar la estructura de financiación a las circunstancias particulares de compañías y proyectos de inversión.			Uno de los peligros de la utilización de la financiación bancaria es el excesivo apalancamiento de los activos de la empresa.		
Puede amortizarse anticipadamente y diseñarse con una estructura de pagos adaptada al perfil de generación de caja de cada proyecto.			Las empresas con elevados coeficientes de deuda están en riesgo de impago del préstamo debido a que sus activos no pueden cubrir los préstamos bancarios, y los beneficios comienzan a caer.	No hay amortización de la capitalización pero puede solicitarse por parte de los accionistas mayor tasa.	
No generan garantías personales			Pueden generarse garantías personales	No hay garantías personales	
Grandes cantidades de capital			Cantidades de acuerdo a las posibilidades del banco y su perspectiva		Cantidades de acuerdo a las posibilidades de los accionistas
Los recursos puede ser reinvertidos			Los recursos deberán ser llevados a amortización de la deuda	Los recursos podrían ser reinvertidos	

	Algunos prestamistas de alto nivel simplemente no les gustan préstamos mezzanine o no permitirán la cesión de las partes sociales.	Es la financiación que en mayor porcentaje buscan los empresarios, pero los requerimientos del préstamo llegan a ser engorrosos.		Por lo general, más simple y más rápida para documentar (y menos los gastos legales).	
Puede mejorar la estructura del pasivo			El sobreendeudamiento genera pasivos que pueden llegar a ser peligrosos, inclusive pueden causar la quiebra	La financiación vía capital permite mejorar la estructura.	
	Restricciones para gastar el dinero		Restricciones para gastar el dinero		Restricciones para gastar el dinero
Gran flexibilidad en la configuración de la amortización			Poca flexibilidad en la configuración de la amortización	No hay amortización	
Ofrece financiación hasta el 85% a 90%			Depende del proyecto y como este sea recibido por el Banco, sin embargo los niveles no serán tan altos como el mezzanine		Depende del proyecto y como este sea recibido por los accionistas, sin embargo los niveles no serán tan altos como el mezzanine
	Mezzanine es el apalancamiento adicional con todos sus riesgos, está subordinada a la deuda sénior.	Los riesgos son menores a los de la inversión de capital, además la deuda se encuentra en prioridad de pago.			La financiación vía capital tiene mayor riesgo para el inversor.

Dependiendo del monto se puede generar algún tipo de solicitud de accionistas.		Más capital podría resultar en mejores condiciones de los préstamos de alto nivel.			El capital accionario, diluirán su participación de propiedad en la compañía.
	margen recurrente y el potencial de crecimiento de la bonificación en acciones		Es una tasa de interés que puede llegar a ser fija y la amortización al préstamo, no permiten mayor flexibilidad		El costo de oportunidad es muy alto y por lo tanto los accionistas puede exigir mayores rendimientos

Anexo 2: Datos iniciales y evaluación de mezzanine vs. deuda tradicional

Datos Iniciales	
Descripción	Valor
Compra edificio de oficinas 250.000 pies cuadrados (23.234 m2).	U\$ 97.000.000
Costos de Cierre + Mejoras de Capital	U\$ 3.000.000
Costo Total del Proyecto	U\$ 100.000.000

Margen Neto en años	Valor
Flujo año 1	U\$ 7.000.000
Flujo año 2	U\$ 7.500.000
Flujo año 3	U\$ 9.000.000
Flujo año 4	U\$ 10.000.000

Escenarios del Proyecto	
Mejor de los casos	
Comprador Vendera el activo al final del año 4	
Tasa del 8,25%	
Precio del Activo	U\$ 121.212.121
Peor de los casos	
Comprador Vendera el activo al final del año 4	
Tasa del 10%	
Precio del Activo	U\$ 100.000.000

1o. Crédito de Hipoteca

Tasa variable del costo el cual esta disponible para el activo	70%
El costo de la deuda de interes	5%
Incremento 50 Puntos Básicos cada año	50
Comprador debera aumentar adicional	U\$ 30.000.000

El comprador tiene dos alternativas:

I	
*. Obtener un Préstamo de Mezzanine hasta el 90% del costo total	U\$ 20.000.000
*. Levantar de Capital	U\$ 10.000.000
II	
Incrementar o Aumentar de Capital	U\$ 30.000.000

Anexo 3: Informe Crystal Ball: Gran Colombia Gold

Informe de Crystal: completo

Simulación iniciada el 25/05/2014 a las 20:34

Simulación detenida el 25/05/2014 a las 20:43

Prefs ejecución:

Número de pruebas ejecutadas	100.000
Velocidad extrema	
Monte Carlo	
Inicialización aleatoria	
Control de precisión activado	
Nivel de confianza	95,00%

Estadísticas de ejecución:

Tiempo de ejecución total (seg)	23,35
Pruebas/segundo (promedio)	4,283
Números aleatorios por segundo	17,131

Datos de Crystal Ball:

Suposiciones	4
Correlaciones	0
Grupos correlacionados	0
Variables de decisión	0
Previsiones	1

Previsiones

Silver Note

Previsión: TIR

Celda: J24

Resumen:

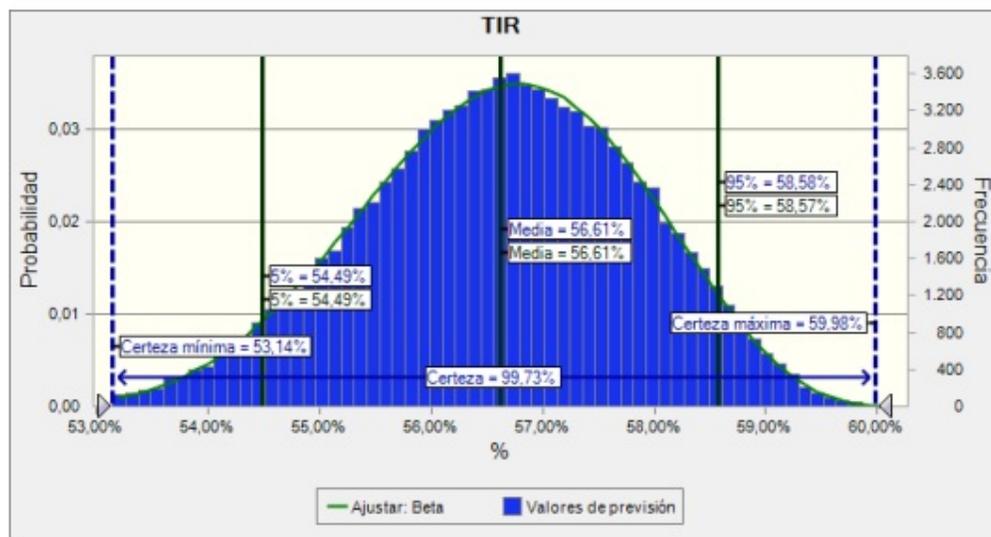
El nivel de certeza es 99,734%

El rango de certeza es de 53,14% a 59,98%

El rango completo es de 51,68% a 60,21%

El caso base es 62,55%

Después de 100.000 pruebas, el error estándar de la media es 0,00%



Previsión: TIR (contin.)

Celda: J24

Estadísticas:	Valores de previsión
Pruebas	100.000
Caso base	62,55%
Media	56,61%
Mediana	56,66%
Modo	—
Desviación estándar	1,24%
Varianza	0,02%
Sesgo	-0,1996
Curtosis	2,70
Coficiente de variabilidad	0,0219
Mínimo	51,68%
Máximo	60,21%
Ancho de rango	8,53%
Error estándar medio	0,00%

Percentiles:	Valores de previsión
0%	51,68%
10%	54,96%
20%	55,55%
30%	55,97%
40%	56,33%
50%	56,66%
60%	56,98%
70%	57,33%
80%	57,71%
90%	58,21%
100%	60,21%

Fin de previsiones

Suposiciones

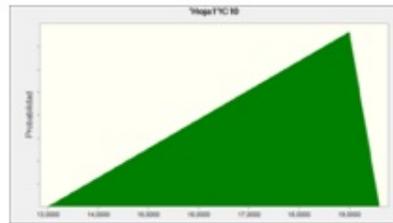
Hoja de trabajo: [silver note.xlsx]Hoja1

Suposición: C10

Celda: C10

Triangular distribución con parámetros:

Mínimo	13,0000	(=K10)
Más probable	19,0000	(=L10)
Máximo	19,6000	(=M10)

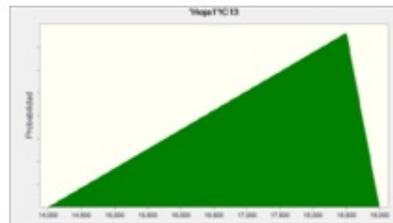


Suposición: C13

Celda: C13

Triangular distribución con parámetros:

Mínimo	14,000	(=K13)
Más probable	18,500	(=L13)
Máximo	19,000	(=M13)



Suposición: C16

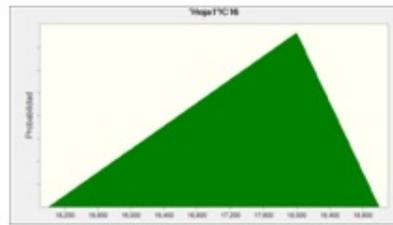
Celda: C16

Triangular distribución con parámetros:

Mínimo	15,000	(=K16)
Más probable	18,000	(=L16)
Máximo	19,000	(=M16)

Suposición: C16 (contin.)

Celda: C16

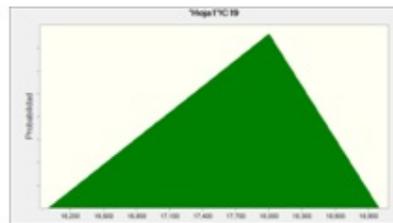


Suposición: C19

Celda: C19

Triangular distribución con parámetros:

Mínimo	16,000	(=K19)
Más probable	18,000	(=L19)
Máximo	19,000	(=M19)



Fin de suposiciones