

Instrumentos financieros híbridos

Instrumentos financieros híbridos

Tapia, Gustavo N.

1. Introducción. Esquemas no convencionales

El mercado de financiamiento debe incorporar agresivamente ingenierías innovativas (esquemas de originación, titulización, estructurados híbridos, esquemas de capital mixtos).

Los esquemas de financiamiento estructurado se presentan como una alternativa válida para el desarrollo de proyectos de infraestructura porque permiten superar las restricciones de descalses de plazos, moneda y mecanismos de ajuste, favorecen la validación de estructuras de capital con distintos perfiles de participantes y optimizan la participación pública y privada.

Resulta clave el diseño de soluciones y los esquemas de articulación público-privado para el financiamiento, la instrumentación y operación de proyectos de infraestructura. En muchos de estos esquemas el sector público, los organismos multilaterales, las agencias de promoción, etc., pueden participar como articuladores institucionales, estructuradores, sponsor, desarrolladores, cofinanciadores, avalistas.

Las fuentes convencionales de oferta financiera a la actividad productiva son las bancarias, comerciales, el mercado de capitales, los no regulados, los socios estratégicos y los inversores privados. En estos últimos encontramos el capital semilla, el venture capital -VC- y los private equity -PE-.

En los VC y en los PE hay una participación activa en el proceso de inversión y la marcha del negocio. Se invierte en capital o en préstamos subordinados (usualmente convertibles en acciones), tienen un horizonte de inversión definido y buscan altos rendimientos; el énfasis está puesto en equipo gerencial y los inversores más exigentes consideran en los convenios Due Diligence, la participación en acciones, la transferencia de riesgos y los mecanismos de control. En este sentido se trata de inversores intromisivos.

Ante estos cursos de acción de la financiación, el sector productivo debe:

— Diseñar el negocio sobre tres componentes debidamente articulados:

- * Estrategia competitiva y lógica del modelo de negocio.
- * Ingeniería financiera y exposición de riesgos.
- * Management, recursos y posicionamiento.

— Pensar estrategias de financiamiento sobre la base de:

* ingenierías innovadoras que permitan minimizar riesgos y captar inversores a medida del riesgo a asumir.

* Lograr un producto de inversión flexible

* Ofrecer al inversor una alternativa de rendimiento variable (acompañando la potencialidad de ganancias y de revalorización del negocio)

II. La financiación mezzanine (Préstamos participativos)

La financiación mezzanine o préstamos participativos, se define como una operación de préstamo subordinado a largo plazo, que comparte características de deuda y de capital, donde los intereses generados se componen de una parte variable y otra fija. En los países en los cuales funciona van acompañadas de medidas fiscales y de liberalización en la actividad económica [\(1\)](#).

Generalmente, las empresas Pymes tienen alta dependencia de recursos a corto plazo, dificultad de acceso a la financiación de largo plazo y limitadas garantías reales para aportar a los préstamos tradicionales. A partir de esto, se presenta el préstamo participativo como un instrumento de financiación lógico para este tipo de circunstancia. Los criterios de concesión para un préstamo de este tipo, se enmarcan dentro de cuatro parámetros: a) la necesidad de financiar un proyecto de inversión integral, b) estar dirigido por un equipo gestor competente, c) tener fondos propios superiores al préstamo que se solicita y d) contar con Estados Financieros auditados.

El ciclo de las empresas transita entre el nacimiento, el crecimiento, la madurez y la terminación. Este tipo de financiación está orientada a la etapa de desarrollo en la cual las empresas han logrado alcanzar madurez y se enfrentan a la necesidad de fondos para financiar proyectos de inversión viables. En Europa las características financieras de este tipo de préstamo son: montos de cien mil a un millón de euros, plazo de 5 a 10 años, período de gracia para el pago de capital. La principal ventaja que tiene esta herramienta para la empresa tomadora es que no se considera el nivel de endeudamiento ni la estructura de sus pasivos.

Respecto de los intereses que devenga este tipo de créditos, se componen de dos partes: la primera, a tipo fijo, correspondiendo al interés mínimo pactado para un plazo no superior a un año y, generalmente, está ligado a una tasa de referencia más un diferencial que suele ser inferior al de mercado; la segunda, a tipo variable, pagadero año vencido, aplicándose en función de la evolución de la empresa. Cabe resaltar la importancia de este tramo variable, debido al provecho que la empresa puede conseguir al diferir a un año el pago, consiguiendo un costo nulo de los intereses variables a lo largo de este periodo.

Las empresas tienen la obligación de elaborar informes y presupuestos periódicos y realizar auditorías, crear una reserva de préstamos participativos y dotarla, con cargo a la parte de beneficios que se establezca en el contrato.

Por su parte, los derechos del prestamista se resumen en la asistencia a la dirección de la empresa prestataria, con voz pero sin voto, y la visita a la sociedad deudora, permitiendo de este modo, un continuo seguimiento de la ejecución de los planes puestos en marcha por la misma.

Así, es que los beneficios que se desprenden de los préstamos participativos son significativos, en la financiación de fusiones y adquisiciones, en los procesos de crecimiento orgánico, en la refinanciación de deuda existente, es decir, en procesos de expansión del negocio. A la vez, se presentan como instrumento alternativo de financiación ante las limitaciones de acceso a la deuda tradicional.

La financiación mezzanine, al tener una duración mayor a la deuda tradicional, deja entrever una ventaja, pues los recursos generados por la compañía pueden ser reinvertidos en la

misma para el desarrollo y el crecimiento del negocio. De igual forma, la empresa puede mejorar la estructura del pasivo, gracias a la existencia del periodo de carencia y la duración del préstamo. De este modo, un instrumento financiero como este, que desencadena las ventajas expuestas, puede ser de gran utilidad para las Pymes dentro del contexto económico actual, liberando a las empresas de su dependencia frente a los recursos de corto plazo y, la dificultad de acceso que encuentran a la hora de utilizar la financiación habitual a largo plazo.

El préstamo mezzanine puede ser similar a una segunda hipoteca con una variación importante. En lugar de ser garantizado con hipoteca real, estos préstamos están garantizados por las acciones que se lleva a cabo por la empresa propietaria de los bienes raíces. Los bienes inmuebles que la empresa posee se pudieron haber utilizado para asegurar la primera hipoteca o el préstamo principal (2). De hecho si la empresa no efectúa los pagos conforme lo comprometido, el prestamista puede ejecutar la hipoteca de la propiedad, apoderarse de la población. Si el prestamista tiene el control de la población, el prestamista tiene el control de la empresa y de la propiedad o bienes inmuebles.

El titular de los préstamos mezzanine, puede tomar más de las acciones de la compañía, lo que implica que el prestamista puede vender la propiedad a pesar de que todavía tendría que pagar o cumplir con la hipoteca inicial.

Esta estrategia proporciona una ejecución hipotecaria simplificada que toma mucho menos tiempo que la ejecución de una hipoteca estándar en una hipoteca.

¿Por qué alguien necesita para obtener un préstamo de estas características en lugar de una segunda hipoteca convencional? En muchos casos, los términos del primer préstamo se oponen a gravamen posterior o una segunda hipoteca sobre la propiedad. Por lo tanto, el préstamo participativo entra en juego, ya que no implica la retención real de bienes raíces y posibilita que el prestatario tenga acceso a los fondos adicionales que no estarían disponibles de otra manera.

La primera hipoteca siempre tiene prioridad y el préstamo mezzanine siempre ocupa el segundo lugar. Para el prestatario, una de las ventajas es la capacidad de obtener fondos adicionales sin el uso de la propiedad como garantía. El prestatario puede cumplir con las metas financieras con los fondos adicionales proporcionados por los prestamistas. Esto no sería posible con los préstamos convencionales, debido a los términos dispuestos en la primera hipoteca.

Además esta práctica garantiza que el prestamista pueda adquirir el control total de la población o interés en el proyecto en caso de incumplimiento del préstamo. El control parcial podría inhibir la capacidad de vender la propiedad a fin de realizar la devolución del préstamo.

La deuda mezzanine se utiliza normalmente por las empresas para financiar proyectos más riesgosos o para financiar los costos operacionales no previstos. Esta deuda para los prestamistas es más segura, en tanto cobran una tasa de interés más alta que en instrumentos de deuda usual. Para algunas empresas, sobre todo, las empresas más riesgosas, la diferencia en la tasa de interés puede ser importante y como consecuencia en este caso, las empresas buscarán otras fuentes de financiación menos caras antes de adquirir préstamos participados.

Se la puede utilizar ampliamente como capital financiero en empresas endeudadas. Normalmente, las empresas de capital de riesgo, al adquirir una empresa, utilizan una cantidad

inicial de capital de empresa y, potencialmente, una capa de menos costosa deuda tradicional. El restante financiamiento a menudo tiene forma de deuda participativa.

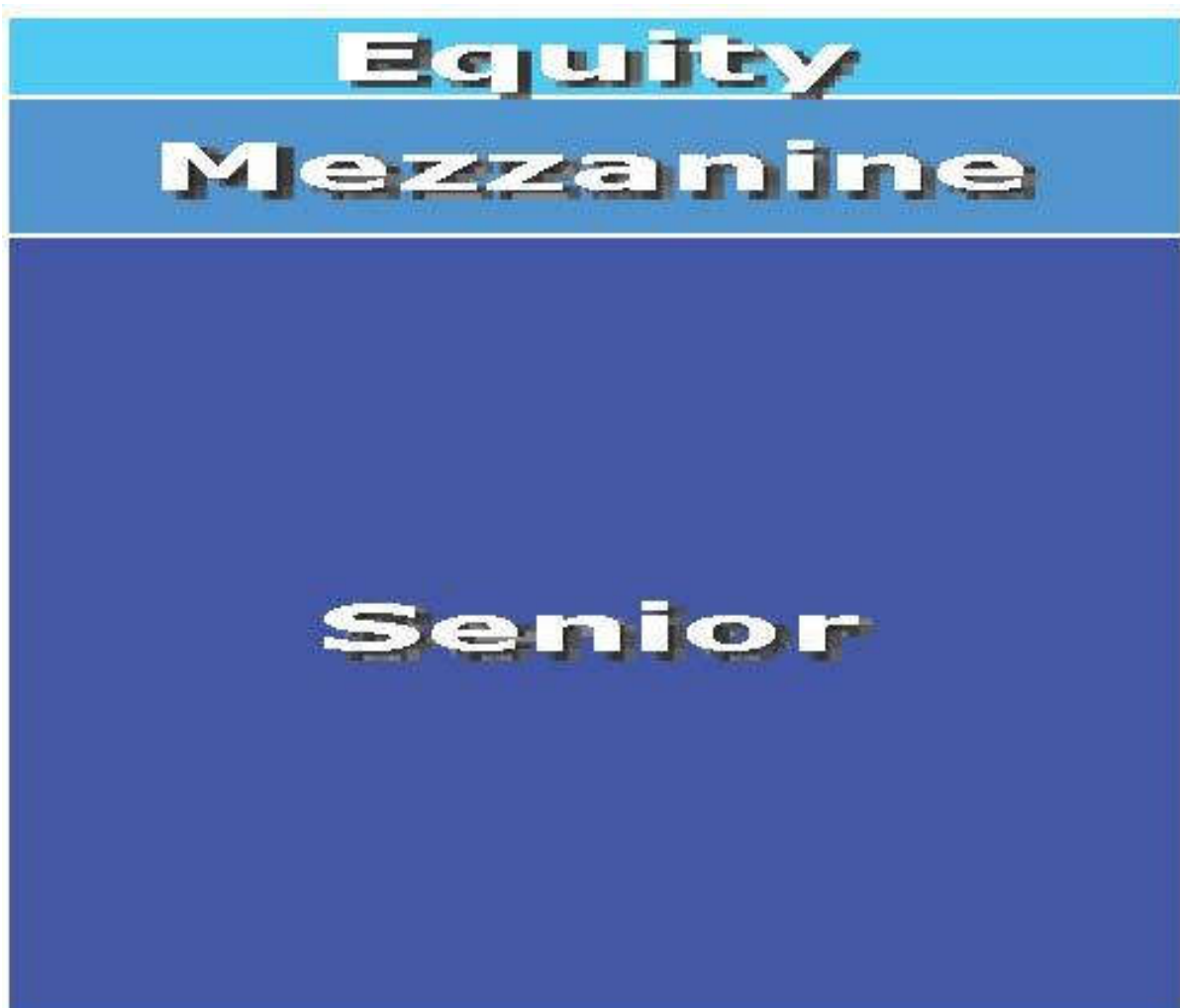
Las obligaciones de deuda colaterales constituyen una forma de empaquetar el riesgo del crédito en una única estructura. Conforman entonces una cartera de instrumentos financieros que se dividen en tramos en función de las pérdidas potenciales por insolvencia. Estos tramos pueden asignarse a diferentes inversores. Por otro lado se puede distinguir entre los operadores que venden protección -que recibe un spread determinado periódicamente-, y los que compran protección que lo pagan para cubrirse de posibles pérdidas.

Típicamente se distinguen a nivel general tres tramos:

- * El tramo equity es el que recogerá las primeras pérdidas que se produzcan en la cartera debido a los posibles defaults. En general cubre hasta un 5% de las pérdidas.

- * El tramo mezzanine que cubre las pérdidas comprendidas entre el 5 y el 10% de las pérdidas totales

- * El tramo senior representa el 90% restante y cubrirá cualquier pérdida que no hayan cubierto los tramos anteriores.



Cada tramo queda totalmente definido con los siguientes parámetros: a) el attachment point 1): Primer punto de intervención; y b) el ancho del tramo: que representa el porcentaje de

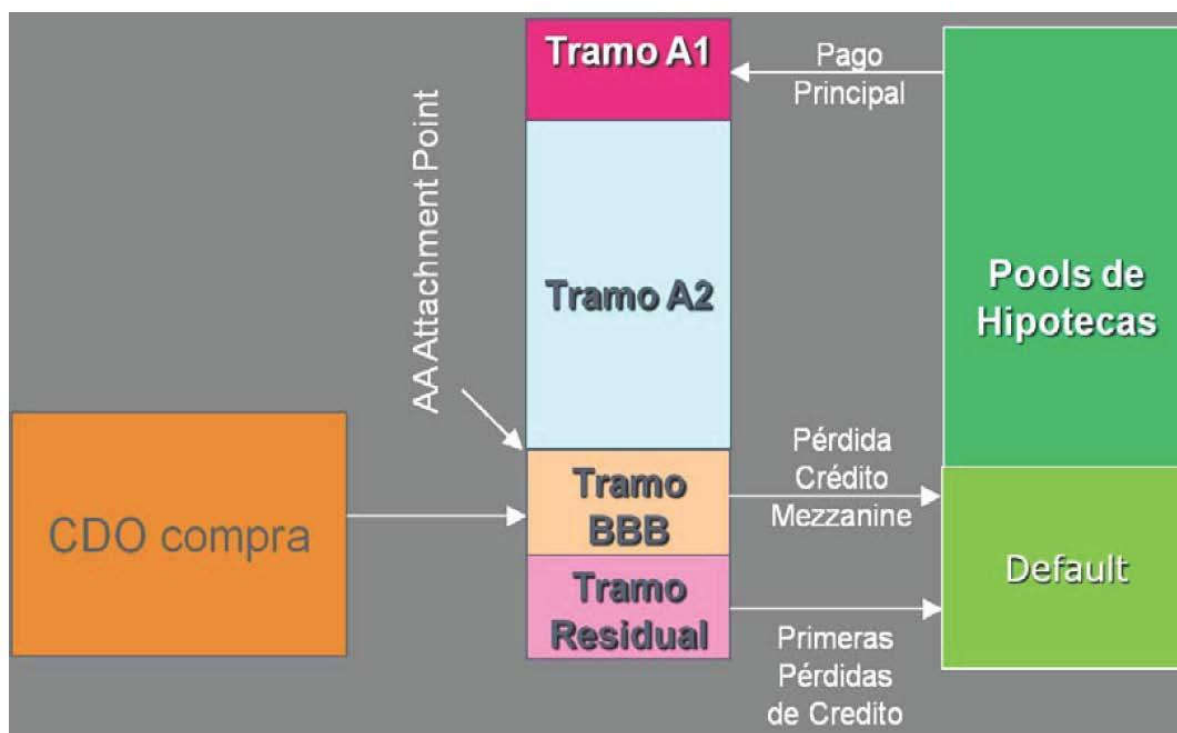
pérdidas que puede cubrir.

El spread del tramo depende del tramo y la cartera.



En relación al tramo, sobre el attachment point: cuanto más elevado, menos riesgo y por tanto spread más bajo y en cuanto al ancho del tramo, cuanto más ancho más riesgo por haber más pérdidas a cubrir.

Respecto a la cartera, incide la calidad crediticia de la cartera: cuanto más baja sea, mayor riesgo y por tanto más se valorarán los tramos en general y los porcentajes de valor que se recuperan de una obligación cuando la contraparte entra en default (recovery rates).



Ejemplo utilización por tramos de créditos

III. Instrumentos híbridos (Caso Alemania)

El Dr. Ascúa Roberto (3), ha investigado sobre la importancia que tiene estos instrumentos no convencionales para el financiamiento de empresas, en particular las Pymes, y ha hecho una comparación entre el caso de Alemania y de Argentina, a partir de las restricciones del financiamiento bancario tradicional ante consideraciones de riesgo de negocio y de insolvencia.

En Alemania, al igual que en Argentina, también las Pymes deben enfrentar dificultades en el acceso al financiamiento, aunque existen una serie de instrumentos financieros tradicionales que se han desarrollado con eficiencia como la banca estatal de fomento; los sistemas de garantía mutua y más recientemente las empresas de venture capital que hemos mencionado en el punto primero.

El acceso al financiamiento bancario de las empresas es afectado por regulaciones nacionales, regionales e internacionales. En este sentido, la aplicación de Basilea II implica para las empresas, someterse a la calificación de riesgo y la obtención de rating al momento de solicitar un préstamo. La restricción en el acceso al mercado de deuda y los requerimientos crecientes de capital propio impulsarán la utilización de este tipo de instrumentos.

Se han difundido estos instrumentos híbridos bajo la denominación de Mezzanine Kapital MK, al que ya hemos referido en el punto II de este trabajo, con el objeto de cubrir el intermedio entre capital propio y deuda.

El MK, se asimila a capital propio elevando las posibilidades de acceso al mercado de deuda a la vez, que para los inversores en el "fondeo" significa obtener rendimientos más elevados. Se hace más eficiente el canal ahorro — inversión sin discriminar a las Pymes.

El surgimiento de este tipo de instrumentos híbridos tuvo origen en los años setenta en Estados Unidos y Gran Bretaña como herramientas colaterales del negocio de los bancos -operaciones con alto rendimiento pero de elevado riesgo-. En Alemania los instrumentos híbridos han tenido un importante desarrollo convirtiéndose en la actualidad en un mercado en importancia a nivel mundial (Walther, 2003).

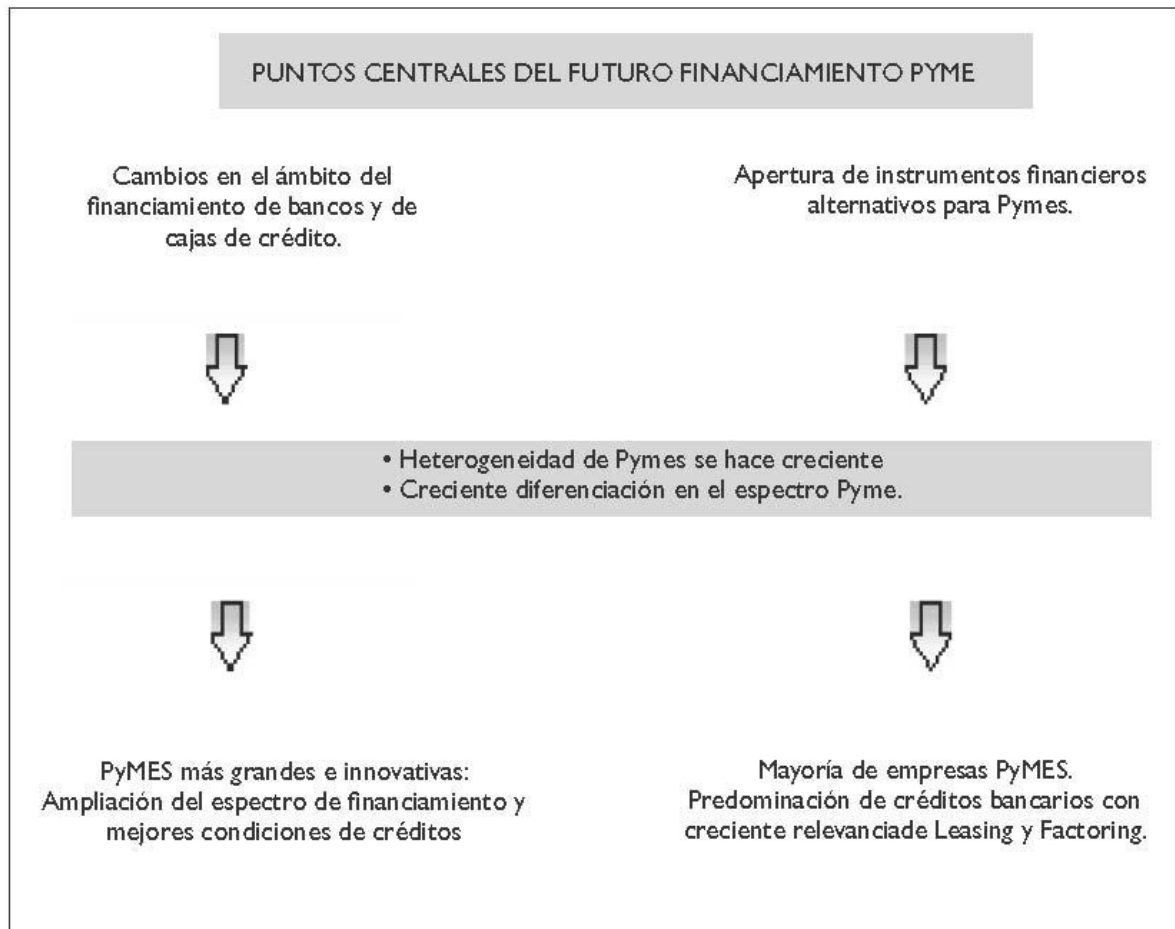
Los instrumentos híbridos cubren un espacio financiero especialmente importante para empresas no cotizantes en la bolsa de comercio ya que representan medios financieros flexibles y dinámicos. Estos instrumentos se construyen individualmente a medida de los demandantes y se constituyen en puentes de relación con potenciales inversores.

El enfoque de Basilea II se basa en los siguientes tres pilares:

- * Requerimientos mínimos de capital,
- * Proceso de supervisión bancaria sobre el nivel necesario de capital y
- * Disciplina de mercado (difusión pública).

La propuesta se orienta a la aplicación de modelos más sofisticados de medición del riesgo de manera de pasar desde un enfoque de tipo contable a otro que propicia un manejo dinámico de los riesgos por caso, para riesgo de crédito los bancos pueden elegir entre tres métodos alternativos (estandarizado, basado en calificaciones internas básico y avanzado), proponiéndose incentivos para que avancen hacia la aplicación del método más avanzado.

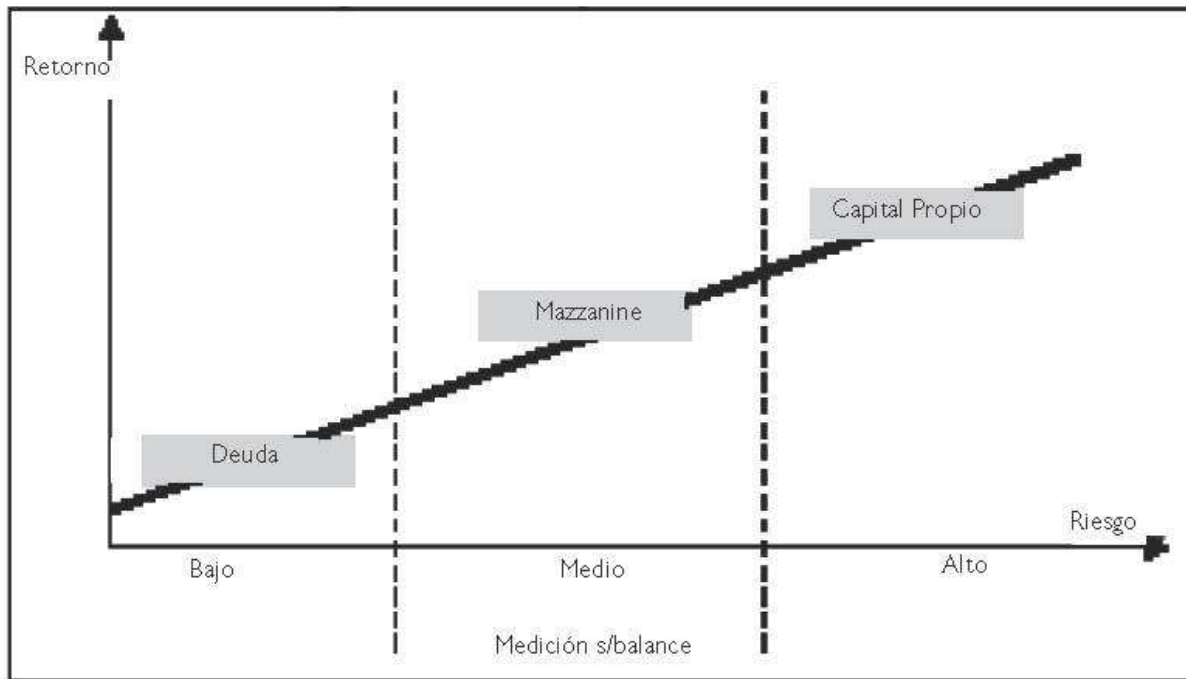
Los cambios en el ámbito del financiamiento por parte de los bancos, la apertura de nuevos instrumentos financieros, la mayor cantidad de empresas Pymes y la diferenciación por innovación y fortalezas conforman los puntos esenciales para la financiación de la empresa Pyme en el futuro inmediato.



Entre ambos extremos (deuda y capital propio) existe una gran diferencia en plazo, garantía, seguridad, etc.

MK se asimila a capital propio para las entidades financieras y por lo tanto acrecienta las posibilidades de acceso al mercado de deuda sin necesidad para la empresa pyme de ingresar directamente al mercado de capitales.

Los bancos tienden a racionar el crédito por lo que surgió el interrogante acerca si no hay alternativas al crédito bancario. Los bancos tratan de reducir el riesgo y a la vez que buscan mejorar la rentabilidad de sus negocios. Así es que han surgido chances para un sistema híbrido denominado Mezzanine Kapital

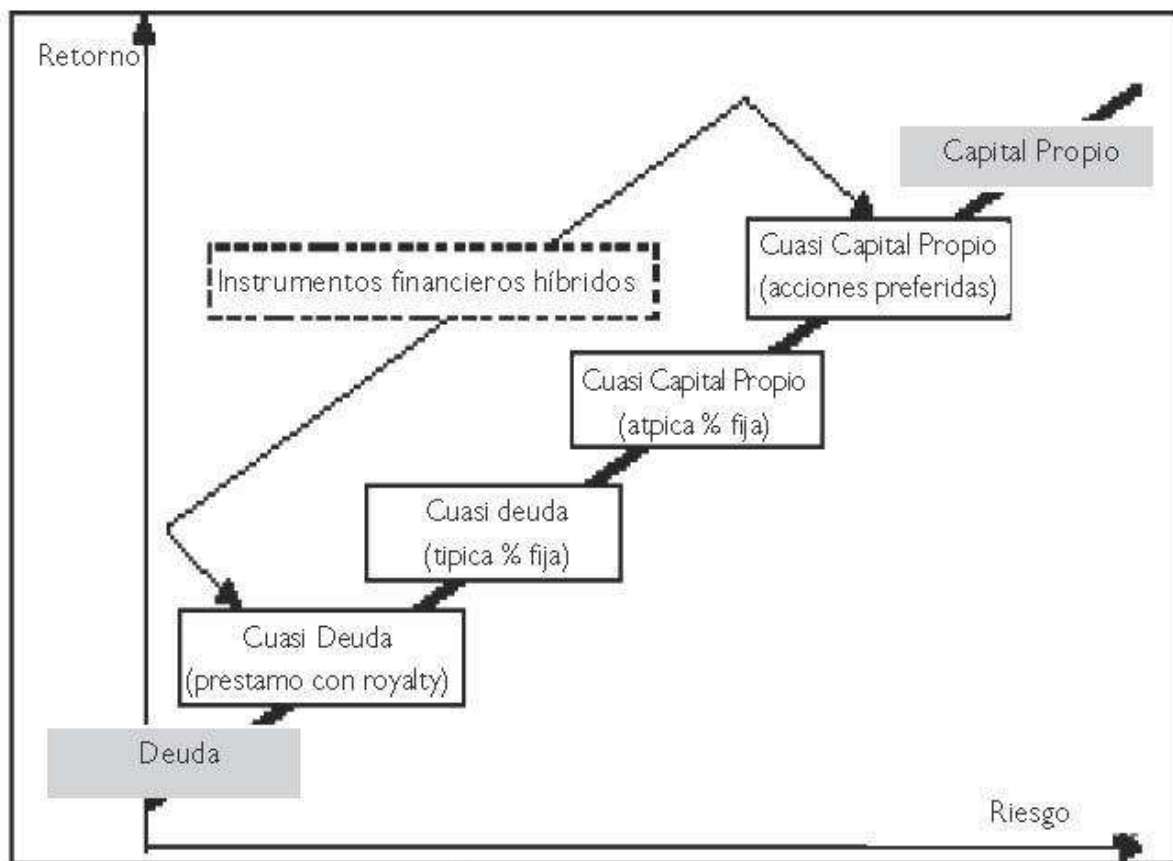


Los bancos para alcanzar un mejor ratio rendimiento-riesgo pueden ingresar en el negocio de financiar el proceso de creación de empresas Pymes, reemplazando el tradicional esquema de préstamos por la utilización de la vía de instrumentos híbridos de financiamiento. Por ejemplo, los "equity kickers" constituyen un vehículo probado para elevar el rendimiento con el correspondiente resguardo de los intereses de ambas partes, agente y principal. Bajo ciertas condiciones esto también es válido para el capital propio-inversor.

Este híbrido puede presentarse a través de por ejemplo de derecho de transformación, o sea opciones para obtener acciones preferidas. En Alemania hay instrumentos híbridos que combinan capital propio con ayuda para conseguir capital en forma de préstamos. Se pueden citar los siguientes tipos:

- 1) Distinción según formas orientadas al mercado de capitales o a los privados.
- 2) Distinción según la orientación hacia el rendimiento o a al crecimiento de valor.
- 3) Distinción según cercanía al capital propio o a la deuda.
- 4) Distinción según el ciclo de vida de la empresa.

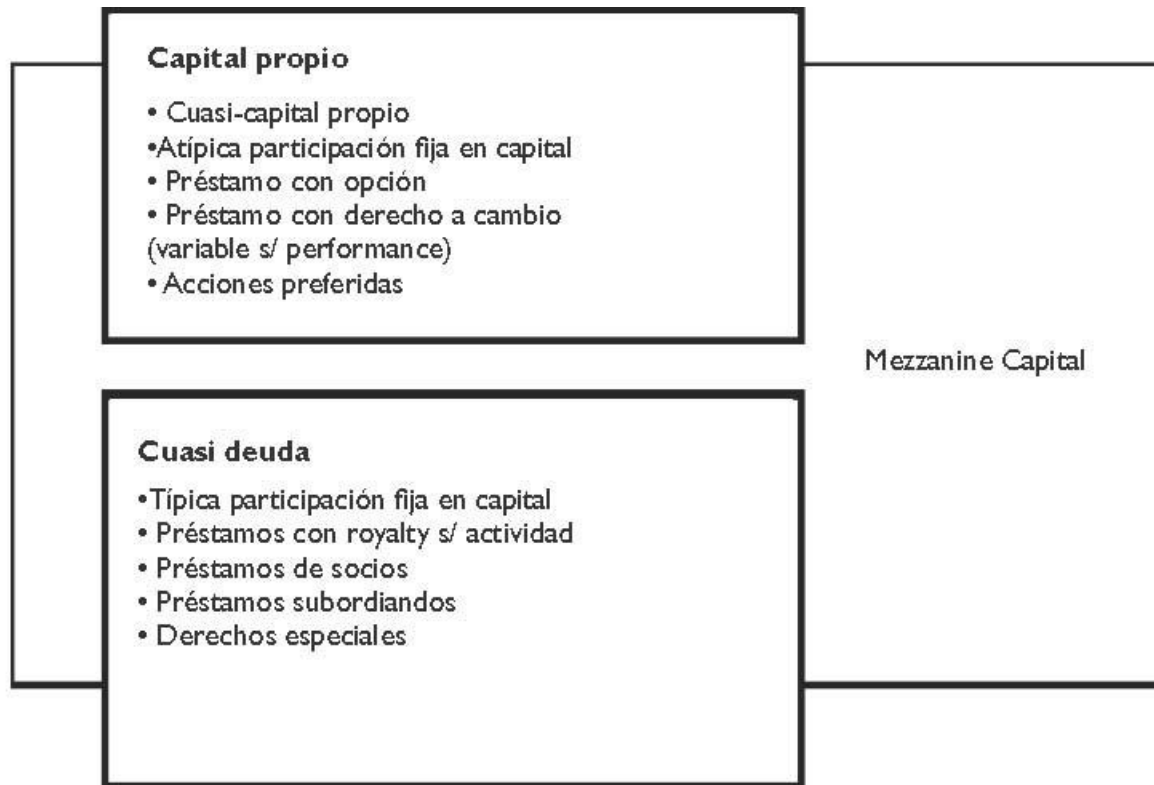
Sendero de los Instrumentos Híbridos en la Relación Riesgo/Retorno



Fuente Nathusus 2000.

En cuanto a la composición de la financiación hay algunas características más cercanas a la estructura de deuda y otras al capital propio.

Mezzanine Capital



Fuente Nathusius, 2000

A su vez, una de las tendencias actuales del desarrollo del mercado se orienta hacia una intervinculación financiera ya que el capital "propio" externo financia no sólo a las empresas sino también se transforma en proveedor de fondos del sistema MK.

Bajo estos aspectos, la ingeniería financiera del MK es un sistema derivado, sometido a la ocurrencia de algún hecho. Se compone de varios instrumentos o de la unidad o mix de posibilidades considerando los intereses y valores de cada protagonista: prestamistas, fundadores de empresas, management y socios.

La estructuración financiera es un proceso complejo cuando se trabaja con varios instrumentos financieros. Para este proceso es de interés de los intervinientes conocer de antemano las distintas alternativas antes de decidir.

Esquema de intereses

Financista	• Riesgo adecuado al rendimiento
Tomador de financiamiento (empresa)	• Financiamiento estable y de largo plazo. • No servicio de capital en las primeras fases de desarrollo de la empresa • Condiciones convenientes
Management	• Financiamiento estable y de largo plazo. • Condiciones convenientes • Atención a los principios de financiamiento • Participación en el éxito de la empresa
Socio	• Apalancamiento del capital propio mediante deuda. • Crecimiento del valor de su participación. • Evitar que se diluya su actual participación en la sociedad. • Canal de salida funcionando.

Es posible distinguir entre instrumentos financieros Mezzanine deuda, capital e intermedio considerando los intereses de los participantes.

Situación de intereses s/ forma de financiamiento

Interesado	Situación de inetereses	Instrumento financiero		
		FK	MK	EK
Financista	• Riesgo adecuado al rendimiento	-	+	+
Tomador de financiamiento (empresa)	• Financiamiento estable y de largo plazo	0	+	+
	• No servicio de capital en las primeras fases de desarrollo de la empresa.	-	0	+
	• Condiciones convenientes	0	-	+

Management	• Financiamiento estable y de largo plazo.	0	+	+
	• Condiciones convenientes	0	-	+
	• Atención a los principios de financiamiento	0	0	+
	• Participación en el éxito de la empresa	-	0	+
Socio	• Apalancamiento del capital propio mediante deuda	+	0	-
	• Crecimiento del valor de su participación	0	0	+
	• Evitar que se diluya su actual participación en la sociedad	+	0	-
	• Canal de salida funcionando	0	0	+

Fuente Nathusius 2000

Notas FK: Deuda K: Mezzanine EK: Capital propio

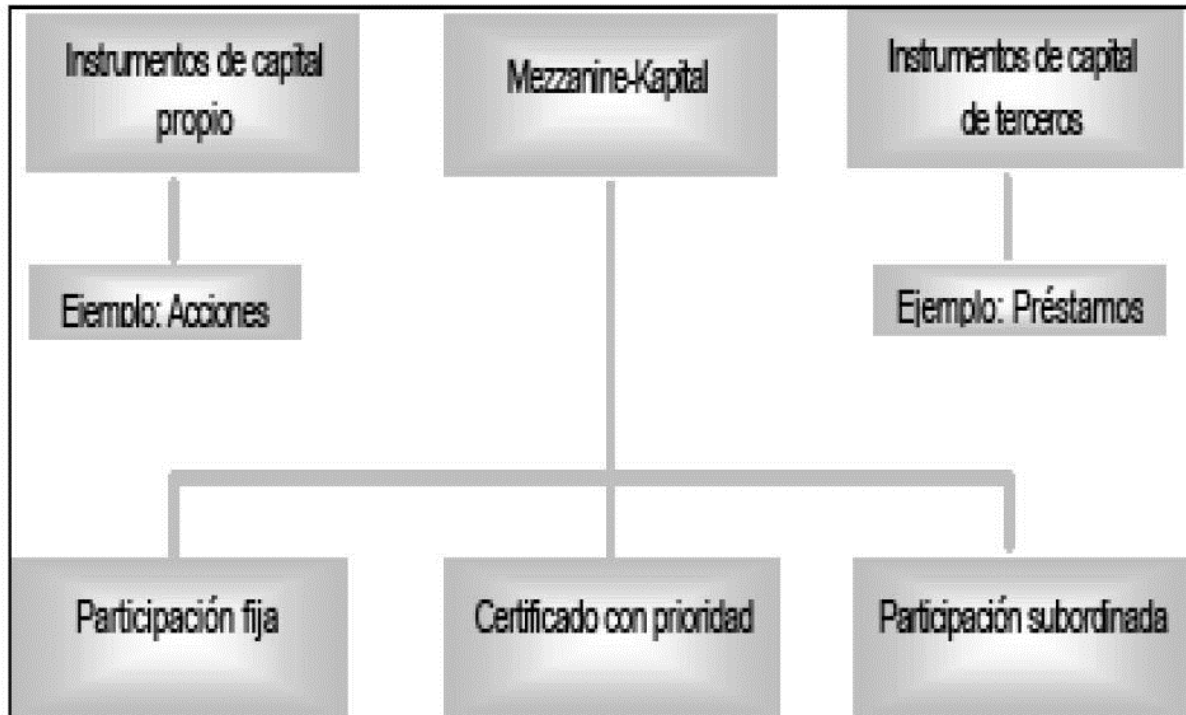
Equity Mezzanine

- * 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).
- * "Genusscheine" (acciones con premio especial).
- * Participación "segura".
- * "Sweet equity" (acciones con condiciones preferidas-MBO/MBI)

Deuda Mezzanine

- * Préstamo "patriarcal".
- * Préstamo condicionado.
- * Deuda con alto rendimiento.
- * Deuda con opción a transformarse en acciones.
- * Préstamo comercial.
- * Ganancia después de la construcción.
- * "Zero bonds"
- * Deuda con cotización pública (Ons)

Instrumentos de Capital Propio, Mezzanine Kapital, Instrumentos de Capital de terceros



Entre las ventajas del MK podemos mencionar:

- * El aumento de la proporción de capital propio.
- * El crecimiento de la Crecimiento de la calidad crediticia.
- * Mejora del rating.
- * Expansión del espacio de acceso al financiamiento crediticio.
- * Tasas de interés más bajas en préstamos.
- * Mejores condiciones de refinanciación.
- * Mejora directa de la situación de liquidez en el proceso de inversión y/o expansión.
- * Protección ante una eventual licuación de la estructura preexistente de capital.

Los instrumentos híbridos de financiamiento se inscriben en un contexto de mayor eficiencia en inversión con requerimientos de necesidades de financiación crecientes. Para las empresas tomadoras, debieran ser considerados luego de las operaciones tradicionales de financiamiento bajo un esquema de costo — beneficio en el negocio que se proyecta.

Fuentes bibliográficas

ASCÚA, R. (2001), "La revalorización del rol de las garantías en el proceso de acceso al crédito bancario de las pequeñas y medianas empresas." Centro de

Estudios Fundación Potenciar, Universidad de Ciencias Empresariales y Sociales (UCES), 6ª Reunión Anual de la Red Pymes Mercosur.

ASCÚA, R. (2005), "Financiamiento para pequeñas y medianas empresas (pyme). El caso de Alemania. Enseñanzas para Argentina" Oficina de la CEPAL en Buenos Aires — Serie Estudios y Perspectivas N° 26.

NATHUSIUS, K. (2000), "Die Eignung von Mezzanine Finanzierungen für Gründungsunternehmen". Förderkreis Gründungs-Forschung e.V. Entrepreneurship Research. Gründungsforschungs Forum 2000. Dokumentation des 4. G-Forums Wien, 5/6. Oktober 2000 Josef Eul Verlag.

PAFFENHOLZ, G. (2001), "Geld für morgen — wie die Mittelstandsfinanzierung der Zukunft aussieht" IfM Bonn.

WALTHER, S. (2003), "Die Bedeutung von Mezzanine in der modernen Finanzwirtschaft" Seminararbeit im Fach Finanzierung — FH Merseburg.

WOSSIDLO, P. R. (1990), "Finanzierung" in Pfohl, H. Ch. (Ed.) "Betriebswirtschaftslehre der Mittel und Kleinbetriebe", Berlin.

(1) En España VG, el Real Decreto-Ley 7/1996

(2) De hecho si la empresa no efectúa los pagos conforme lo comprometido, el prestamista puede ejecutar la hipoteca de la propiedad, apoderarse de la población. Si el prestamista tiene el control de la población, el prestamista tiene el control de la empresa y de la propiedad o bienes inmuebles. La ejecución respecto a un préstamo que está garantizado por el material es mucho más fácil de ejecutar la hipoteca por un préstamo que está garantizado por la propiedad de bienes raíces.

(3) Consultor externo Of. Buenos Aires de CEPAL y miembro de A&M Ciencias Económicas (Rafaela)