



## گزارش های دوره ای

تأمین مالی میانه (Mezzanine Financing): بدهی میانه چیست و

چگونه استفاده می شود؟

## فهرست مطالب

۳	.....مقدمه
۳	.....تامین مالی میانه چگونه عمل می کند؟
۴	.....ساختار تامین مالی میانه
۵	.....سررسید، بازخرید و قابلیت انتقال
۵	.....مزایا و معایب تامین مالی میانه
۷	.....مثال
۷	.....جمع بندی

## تأمین مالی میانه (Mezzanine Financing): بدهی میانه چیست و چگونه استفاده می‌شود؟

### مقدمه

تأمین مالی میانه نوعی از تأمین مالی ترکیبی است که شامل بدهی و سرمایه‌گذاری سهام می‌شود و به وام‌دهنده این حق را می‌دهد که در صورت عدم پرداخت، بدهی را به یک سهم از شرکت تبدیل کند. معمولاً این تبدیل بعد از پرداخت به شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و سایر وام‌دهندگان ارشد انجام می‌شود. این نوع از فاینانس، از نظر ریسک تأمین مالی میانه در بین بدهی و سهام قرار دارد. بدهی میانه دارای ابزارهای سهام نهفته‌ای است که معمولاً به عنوان "warrant" شناخته می‌شوند و ارزش بدهی فرعی را افزایش می‌دهند و انعطاف‌پذیری بیشتری در تعامل با دارندگان اوراق قرضه فراهم می‌کنند. تأمین مالی میانه اغلب با خریدها و تصاحب‌ها مرتبط است و ممکن است برای اولویت دادن به مالکان جدید نسبت به مالکان فعلی در صورت ورشکستگی استفاده شود.

### نکات کلیدی:

- تأمین مالی میانه روشی است که به شرکت‌ها این امکان را می‌دهد تا برای پروژه‌های خاص یا کمک به خریدها، از ترکیبی از بدهی و سرمایه‌گذاری سهام برای جمع‌آوری سرمایه استفاده کنند.
- وام‌دهی میانه همچنین در صندوق‌های میانه که سرمایه‌گذاری‌های تجمیع‌شده‌ای مشابه با صندوق‌های مشترک هستند، به کار می‌رود و تأمین مالی میانه را به کسب‌وکارهای بسیار واجد شرایط ارائه می‌دهد.
- این نوع تأمین مالی می‌تواند بازدهی بیشتری برای سرمایه‌گذاران نسبت به بدهی‌های شرکتی معمولی فراهم کند و معمولاً بین ۱۲٪ تا ۲۰٪ در سال پرداخت می‌کند.
- وام‌های میانه بیشتر در گسترش شرکت‌های تأسیس‌شده استفاده می‌شوند تا به عنوان تأمین مالی برای استارت‌آپ‌ها یا مراحل اولیه.
- هم تأمین مالی میانه و هم سهام ممتاز ممکن است در صورت کاهش قابل توجه نرخ بهره بازار، فراخوانده شده و با تأمین مالی با نرخ بهره پایین‌تر جایگزین شوند.

## تأمین مالی میانه چگونه عمل می‌کند؟

تأمین مالی میانه فاصله بین تأمین مالی بدهی و تأمین مالی سهام را پر می‌کند و یکی از پرریسک‌ترین انواع بدهی به شمار می‌آید. این نوع تأمین مالی نسبت به سرمایه‌گذاری خالص دارای ارجحیت است، اما نسبت به بدهی خالص فرعی محسوب می‌شود. تأمین مالی میانه همچنین یکی از بالاترین بازده‌ها را برای سرمایه‌گذاران در بخش بدهی نسبت به سایر انواع بدهی ارائه می‌دهد، زیرا معمولاً سرمایه‌گذاران نرخ‌های بین ۲۰٪ تا ۳۰٪ در سال و گاهی حتی تا ۴۰٪ را دریافت می‌کنند. تأمین مالی میانه می‌تواند به عنوان بدهی بسیار گران یا سهام ارزان‌تر در نظر گرفته شود، زیرا نرخ بهره تأمین مالی میانه بالاتر از بدهی است که شرکت‌ها معمولاً از طریق بانک‌های وام‌دهنده دریافت می‌کنند، اما از نظر هزینه کلی سرمایه، به مراتب کمتر از سهام

هزینه دارد. همچنین این نوع تأمین مالی تأثیر کمتری بر رقیق شدن ارزش سهام شرکت دارد. در نهایت، تأمین مالی میانه به یک کسبوکار اجازه می‌دهد تا سرمایه بیشتری جذب کند و بازده خود بر روی سهام را افزایش دهد.

شرکت‌ها به تأمین مالی میانه روی می‌آورند تا پروژه‌های توسعه‌ای خاصی را تأمین مالی کنند یا به خریده‌ها با افق زمانی کوتاه تا میان‌مدت کمک کنند. از آنجا که هیچ پرداخت اجباری وجود ندارد، شرکت سرمایه نقدی بیشتری برای سرمایه‌گذاری در کسبوکار در اختیار دارد. حتی یک وام میانه (mezzanine loan) تنها به پرداخت‌های بهره قبل از سررسید نیاز دارد و بنابراین سرمایه آزاد بیشتری را در دست مالک کسبوکار باقی می‌گذارد.

چندین ویژگی در ساختار وام‌های میانه رایج است، از جمله:

- وام‌های میانه نسبت به بدهی ارشد فرعی هستند اما بر سهام ممتاز و سهام عادی اولویت دارند.
- این وام‌ها بازدهی بالاتری نسبت به بدهی‌های معمولی دارند.
- اغلب این بدهی‌ها بدون وثیقه هستند.
- هیچگونه استهلاک اصلی وام وجود ندارد.
- ممکن است با نرخ‌های بهره جزئی ثابت و جزئی متغیر ساختار بندی شوند.

## ساختار تأمین مالی میانه

تأمین مالی میانه در ساختار سرمایه یک شرکت بین بدهی و سهام عادی آن قرار دارد و می‌تواند به صورت بدهی فرعی یا **subordinated debt**، سهام ممتاز یا ترکیبی از این دو باشد. رایج‌ترین ساختار برای تأمین مالی میانه، بدهی فرعی بدون وثیقه (Unsecured) است.

بدهی فرعی که همچنین "زیر بدهی یا Sub-debt" نامیده می‌شود، یک اوراق قرضه یا وامی بدون وثیقه است که در رتبه‌بندی زیر سایر وام‌ها یا اوراق بهادار قرار دارد. در صورت عدم پرداخت توسط مقترض، دارندگان زیر بدهی تنها پس از پرداخت کامل تمامی دارندگان بدهی ارشد پرداخت خواهند شد. زیر بدهی بدون وثیقه به این معنی است که تنها با وعده شرکت برای پرداخت پشتیبانی شده است.

به عبارت دیگر، هیچ وثیقه یا اعتبار دیگری وجود ندارد که از این بدهی حمایت کند. سایر بدهی‌های میانه با یک وثیقه بر روی دارایی‌های ضمیمه تأمین شده‌اند و بنابراین دارای امنیت (وثیقه) هستند. پرداخت‌ها معمولاً به صورت پرداخت‌های ماهانه برای خدمات بدهی انجام می‌شود که بر اساس نرخ ثابت یا متغیر محاسبه می‌شود و مانده بدهی در تاریخ سررسید پرداخت می‌شود.

**سهام ممتاز**، به جای اینکه یک وام باشد که ممکن است بدون وثیقه یا با وثیقه تأمین شود، یک سرمایه‌گذاری در یک نهاد مالک دارایی است. این نوع سهام معمولاً نسبت به وام‌های رهنی و هرگونه وام میانه فرعی است، اما بر سهام عادی اولویت دارد. به طور کلی، این نوع سرمایه‌گذاری خطر بیشتری نسبت به بدهی میانه دارد، زیرا ریسک افزایش یافته و عدم وجود وثیقه وجود

دارد. پرداخت‌ها از طریق توزیع‌های اولویت‌دار قبل از هر گونه توزیع به دارندگان سهام عادی انجام می‌شود. برخی از سرمایه‌گذاران برای دریافت مشارکت سود اضافی مذاکره می‌کنند. اصل سرمایه در تاریخ باز خرید مشخص شده، معمولاً پس از تاریخ وام میانه باز پرداخت می‌شود. حامی مالی ممکن است گاهی برای تمدید این تاریخ مذاکره کند. با این حال، یک سرمایه‌گذار سهام ممتاز ممکن است حقوق تأیید گسترده‌تری در سطح شرکتی داشته باشد زیرا مسائل مربوط به مسئولیت وام‌دهنده را ندارد.

## سررسید، باز خرید و قابلیت انتقال

تأمین مالی میانه معمولاً در پنج سال یا بیشتر سررسید می‌شود. با این حال، تاریخ سررسید هر نوع بدهی یا سهامی معمولاً به سررسیدهای برنامه‌ریزی شده بدهی‌های موجود در ساختار تأمین مالی صادرکننده وابسته است. سهام ممتاز معمولاً تاریخ سررسید ثابتی ندارد اما ممکن است توسط صادرکننده در تاریخی پس از صدور آن فراخوانده شود. باز خرید معمولاً برای بهره‌برداری از نرخ‌های پایین‌تر بازار انجام می‌شود تا بدهی و سهام را با نرخ‌های پایین‌تر فراخوانده و دوباره صادر کنند. به طور کلی، وام‌دهنده در تأمین مالی میانه حق نامحدود انتقال وام خود را دارد. اگر وام شامل توزیع‌ها یا پیش‌پرداخت‌های آینده باشد، ممکن است مقترض بتواند استاندارد انتقال واجد شرایط را به عنوان محدودیتی بر حق انتقال خود مذاکره کند. در مقابل، سهام ممتاز معمولاً مشمول محدودیت‌ها یا شرایطی برای انتقال منافع خریدار در نهاد است. پس از اینکه تمام سهام ممتاز تأمین شد، نهاد ممکن است انتقال‌ها را مجاز کند.

## مزایا و معایب تأمین مالی میانه

همانند هر محصول یا خدمات مالی پیچیده‌ای، تأمین مالی میانه نیز مزایا و معایبی دارد که باید برای هم وام‌دهندگان و هم مقترضین مد نظر قرار گیرد.

مزایا

- تأمین مالی میانه ممکن است باعث شود که وام‌دهندگان یا سرمایه‌گذاران به سرعت در یک کسب‌وکار سهم داشته باشند یا گزینه‌هایی برای خرید سهام در تاریخ بعدی دریافت کنند. این موضوع می‌تواند به طور قابل توجهی نرخ بازگشت سرمایه (ROR) یک سرمایه‌گذار را افزایش دهد.
- علاوه بر این، تأمین‌کنندگان مالی میانه طبق قرارداد موظف به دریافت پرداخت‌های بهره ماهانه، سه‌ماهه یا سالانه هستند.
- مقترضین ترجیح می‌دهند که از بدهی میانه استفاده کنند زیرا بهره‌ای که پرداخت می‌کنند هزینه تجاری قابل کسر مالیاتی است و بنابراین هزینه واقعی بدهی را به طور قابل توجهی کاهش می‌دهد.

- همچنین تأمین مالی میانه از سایر ساختارهای بدهی مدیریت پذیرتر است زیرا مقتضین ممکن اند بهره خود را به مانده وام منتقل کنند. اگر مقترض نتواند پرداخت بهره برنامه ریزی شده را انجام دهد، برخی یا تمام بهره ممکن است به تعویق بیفتد. این گزینه معمولاً برای سایر انواع بدهی ها در دسترس نیست.
- علاوه بر این، شرکت های سریع الرشد ارزش بیشتری پیدا کرده و ممکن اند وام های تأمین مالی میانه را به یک وام ارشد با نرخ بهره پایین تر تبدیل کنند که در بلندمدت هزینه های بهره را صرفه جویی کند.
- به عنوان یک سرمایه گذار، وام دهنده اغلب مشوق هایی مانند سهم اضافی از حقوق صاحبان سهام یا گزینه ای برای کسب چنین سهمی دریافت می کند. گاهی اوقات، اگر پروژه بسیار موفق باشد، این افزونه های کوچک می توانند ارزش زیادی پیدا کنند. بدهی میانه همچنین نرخ بازگشت بسیار بالاتری تولید نماید. همچنین بدهی میانه پرداخت های دوره ای تضمین شده ای را ارائه می دهد که در مقابل سودهای بالقوه اما غیر تضمینی که بر روی سهام ممتاز ارائه می شود قرار دارد.

#### معایب

- هنگام تأمین مالی میانه، مالکان ممکن است برخی کنترل ها و پتانسیل های سودآوری را به دلیل از دست دادن حقوق صاحبان سهام قربانی کنند.
- وام دهندگان ممکن است دیدگاه بلندمدتی داشته باشند و بر حضور در هیئت مدیره اصرار کنند.
- مالکان همچنین هر چه مدت زمان تأمین مالی میانه بیشتر باشد، بیشتر بهره پرداخت خواهند کرد.
- قراردادهای وامی نیز معمولاً شامل پیمان های محدودکننده ای هستند که توانایی قرض گرفتن وجوه اضافی یا تجدید ساختار بدهی ارشد را محدود کرده و نسبت های مالی را تعیین می کنند که مقترض باید رعایت کند. محدودیت هایی بر پرداخت ها به کارکنان کلیدی و حتی مالکان نیز غیرمعمول نیست.
- وام دهندگان تأمین مالی میانه در صورت ورشکستگی شرکت مقترض در معرض خطر از دست دادن سرمایه گذاری خود هستند. به عبارت دیگر، وقتی یک شرکت ورشکسته می شود، دارندگان بدهی ارشد ابتدا با تصفیه دارایی های شرکت پرداخت خواهند شد. اگر پس از پرداخت بدهی ارشد هیچ دارایی باقی نماند، وام دهندگان تأمین مالی میانه متضرر خواهند شد.
- سرانجام، مذاکرات برای ایجاد بدهی و حقوق صاحبان سهام تأمین مالی میانه ممکن است خسته کننده و دشوار باشد. بیشتر چنین معاملاتی بین سه تا شش ماه طول خواهد کشید تا نهایی شود.

#### مزایا (خلاصه)

- بدهی و "صبر" بلندمدت
- ارزان تر از جذب سرمایه خصوصی

- انعطاف پذیری ساختاری
- عدم اثر رقیق کننده بر حقوق صاحبان سهام شرکت
- تمایل وام دهندگان به بلندمدت بودن

معایب (خلاصه)

- نرخ های بهره بالا
- بدهی فرعی است
- تنظیم آن ممکن است دشوار و زمان بر باشد
- ممکن است شامل محدودیت هایی بر اعتبارهای بیشتر باشد
- مالک باید برخی کنترل ها را نادیده بگیرد

## مثال

در یک مثال از تأمین مالی میانه، بانک XYZ به شرکت ABC، تولیدکننده دستگاه های جراحی، مبلغ ۱۵ میلیون دلار وام میانه ارائه می دهد. این تأمین مالی جایگزین یک خط اعتباری ۱۰ میلیون دلاری با بهره بالاتر و شرایط بهتر می شود. شرکت ABC سرمایه کاری بیشتری به دست می آورد تا محصولات جدیدی را به بازار عرضه کند و بدهی با بهره بالاتر را پرداخت کند. بانک XYZ سالانه ۳۰٪ از پرداخت های بهره را جمع آوری خواهد کرد و در صورت عدم پرداخت شرکت، قادر خواهد بود بدهی را به سهمی از سهام تبدیل کند. همچنین، بانک XYZ توانسته است از وام گیری اضافی شرکت ABC جلوگیری کند و برخی استانداردهای نسبت های مالی را بر آن تحمیل کند.

در یک مثال از سهام ممتاز، شرکت ۱۲۳ سهام ممتاز سری B با نرخ ۱۰٪ و ارزش اسمی ۲۵ دلار و ارزش تصفیه ۵۰۰ دلار صادر می کند. این سهام در صورت وجود منابع مالی، سودهای دوره ای پرداخت خواهد کرد تا تاریخ سررسید مشخص شده فرا برسد. ارزش تصفیه نسبتاً بالا به عنوان دفاعی در برابر تصاحب عمل می کند و خرید این سهام برای چنین مقاصدی را غیرمفید می سازد.

## جمع بندی

به طور کلی، تأمین مالی وام های میانه و سهام ممتاز در موقعیت های مختلف مفید هستند. از جمله این موارد عبارتند از:

- بازسازی سرمایه یک کسب و کار موجود
- خریدهای اهرمی برای تأمین مالی خریداران

- خریدهای مدیریتی، برای اجازه دادن به مدیریت فعلی شرکت برای خرید سهام مالکان فعلی
- سرمایه‌گذاری برای رشد در هزینه‌های سرمایه‌ای قابل توجه یا ساخت تأسیسات
- تأمین مالی خریدها
- خریداران سهامداران، به ویژه برای کسب‌وکارهای خانوادگی که سعی در بازپس‌گیری کنترل سهامی دارند که ممکن است از دست خانواده خارج شده باشد تا کنترل خانوادگی بر کسب‌وکار حفظ یا افزایش یابد.
- تجدید ساختار بدهی‌های موجود برای پرداخت یا جایگزینی آنها
- تجدید ساختار ترازنامه، به ویژه با اجازه دادن به زمان برای پرداخت‌های اجباری یا عدم وجود هرگونه پرداخت اجباری.





*Santa-co.ir*



*Info@santa-co.ir*



۰۲۱-۵۸۱۵۶۱۰۰



خیابان شهید بهشتی، خیابان یکم بخارست،  
پلاک ۲۱



صنایع نانوتک آینده