



CURSO/GUÍA PRÁCTICA RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR

MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE

489 págs.





Todos los derechos reservados. No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, por ningún medio, ya sea informático, electrónico, mecánico, fotocopia, grabación, o cualquier otro, así como su préstamo, alquiler o cualquier otra forma de cesión de uso, sin previa autorización por escrito de los titulares de los derechos de propiedad intelectual.

Esta obra se ha elaborado con fines didácticos, por lo que el editor, autor, o cualquier persona relacionada con la misma se exoneran de toda responsabilidad resultante de las actuaciones de cualquier clase realizadas en base a esta obra, así como de cualquier error u omisión que pudiese contener.

Copyright © inmoley.com

Índice

¿QUÉ APRENDERÁ?	25
Introducción.	27
PARTE PRIMERA.	29
MARCO DE LA RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: OBJETIVO, LÓGICA ECONÓMICA Y MAPA DE RIESGOS	29
Capítulo 1: Qué es recapitalizar para refinanciar y cuándo tiene sentido (mezzanine / preferred equity / equity cure)	29
1. Definición operativa y objetivos: liquidez, extensión de vencimientos, “covenant reset” y control.	29
a. Refinanciación vs recapitalización: qué cambia en el stack y por qué.	29
b. Señales típicas: estrés de caja, DSCR, ICR, LTV y calendario de deuda.	30
c. Resultados buscados: estabilidad, valor, gobernanza y opcionalidad de salida.....	32
2. Dónde encaja: del préstamo promotor a deuda de inversión; puente, mini-perm y deuda estabilizada.	33
a. Momentos del ciclo: construcción, lease-up, estabilización y rotación.	33
b. Rol del inversor, del promotor y del asset manager.	34
c. Impacto sobre el plan de negocio, la gestión y la trazabilidad del reporting.	35
3. Principales “drivers” y restricciones: coste de capital, covenants, garantías y calendario.....	35
a. Precios, fees y estructuras de remuneración.	35
b. Restricciones de la deuda senior y de los acuerdos existentes.	36
c. Limitaciones de mercado (España vs LATAM): profundidad, moneda y apetito de riesgo.	37
4. Matriz de riesgos: subordinación, liquidez, ejecución, conflicto de intereses y enforcement.	38
a. Riesgo de subordinación y “priming”.	38
b. Riesgo de liquidez y “cash trap”.	38
c. Riesgo legal: intercreditor, garantías y eventos de incumplimiento.	39
5. Roles y contraparte: quién decide, quién bloquea y quién captura valor	40
a. Sponsor/promotor, senior lender, mezz lender, preferred investor, nuevos equity.	40
b. Agentes, security trustee, servicers y asesores.	41
c. Gobernanza: consent rights, vetos, información y auditoría.	41
6. Casos de tres patrones recurrentes de recapitalización.	42
a. “Equity cure” para evitar default técnico.	42
b. Mezzanine para completar repago y costes de cierre.	42
c. Preferred equity para financiar capex, leasing y estabilización.	43
Capítulo 2: Arquitectura del capital stack tras la recapitalización: prioridades, incentivos y control	44
1. El capital stack antes y después: senior, mezzanine, preferred equity, equity y cuasi-equity..	44
a. Prioridad económica y legal: pagos, garantías y rangos.....	44
b. Qué significa “subordinación” en práctica.	45
c. “Structural subordination” (holdco/opco) y efectos en España/LATAM.	46
2. Waterfall y “value break”: dónde se rompe el valor y quién asume el downside.	48

a. Capas de retorno: current pay, PIK, accrual, catch-up y preferred return.	48
b. Triggers: cash sweep, cash trap y lockboxes.	49
c. Sensibilidades: tipo de interés, ocupación, capex y plazos.	50
3. Control rights y governance: quién controla el activo cuando hay tensión.	51
a. Derechos de veto por capex, leasing, refinanciación y ventas.	51
b. Step-in, reemplazo de gestor y cambios de business plan.	52
c. Información: KPIs, reporting, auditoría y monitorización.	52
4. Coste total de capital (TCO) y coste efectivo: comparativa real de alternativas.	53
a. Fees, OID, comisiones, break costs y gastos de documentación.	53
b. Costes de gestión, reporting y compliance.	54
c. Comparación con ampliación de capital “pura” y venta parcial.	54
5. Diseños habituales de recapitalización: plantillas de mercado.	55
a. Mezz “unitranche-like” vs mezz “true second lien”.	55
b. Preferred equity con “current pay + PIK” y “redemption premium”.	56
c. Equity cure con “temporary funding” y posterior recap.	57
6. Errores típicos que destruyen valor en el stack.	57
a. Incentivos desalineados (promotor vs inversor vs senior).	57
b. Definiciones ambiguas (EBITDA, NOI, cash flow disponible).	58
c. Subestimación de costes y tiempos de ejecución.	59
PARTE SEGUNDA.	60
MEZZANINE PARA REFINANCIAR: DISEÑO, PRECIO, GARANTÍAS Y MECÁNICAS (PIK, SWEEPS, CURES)	60
Capítulo 3: Mezzanine debt en recapitalización: usos, estructuras y pricing real	60
1. Usos del mezzanine en recapitalización para refinar.	60
a. Gap de repago, costes de cierre y aportación de liquidez.	60
b. Capex crítico para estabilización (leasing, reformas, eficiencia).	61
c. Compra de tiempo: extensión con hitos y milestones.	63
2. Estructuras: second lien, unsecured/contractual subordination, holdco mezz.	64
a. Second lien: garantías y reglas de intercreditor.	64
b. Subordinación contractual: pagos permitidos y bloqueos.	65
c. Holdco mezz: dividendos, upstream y riesgos estructurales.	66
3. Pricing y remuneración: margen, OID, fees, PIK y “exit fee”.	67
a. Componentes del coste: qué comparar y cómo.	67
b. PIK parcial: lógica, límites y riesgos.	68
c. Incentivos: “equity kicker”, warrants y participación en upside.	68
4. Covenants del mezz: protección sin ahogar la operación.	69
a. Tests: DSCR/ICR/LTV y métricas operativas.	69
b. Reporting reforzado y auditorías.	70
c. Negative covenants: endeudamiento, capex, ventas, leasing.	71
5. Eventos de incumplimiento y enforcement: qué se negocia de verdad.	72
a. Defaults: payment, covenant, cross-default, material adverse change.	72
b. Remedios: cure periods, waivers, amendments y fees de waiver.	72
c. Interacción con senior: standstill, acceleration y control.	73
6. Casos prácticos: mezzanine como “puente” a deuda de inversión.	74
a. Lease-up retrasado y reprogramación del cash flow.	74



b. Subida de tipo de interés y rediseño del sweep.....	75
c. Revisión de tasación y reequilibrio del LTV.	75

Capítulo 4: Intercreditor aplicado al mezzanine: subrogación, standstill, enforcement y “release & replace” 77

1. Qué regula un intercreditor en una recapitalización con mezzanine.....	77
a. Prioridad de pagos y ranking de garantías.	77
b. Derechos de voto y consent rights.	78
c. Limitaciones de acciones y periodos de standstill.	79
2. Standstill y enforcement: la caja negra del control	80
a. Quién puede acelerar y cuándo.	80
b. Cómo se ejecutan garantías sin destruir valor.	81
c. Step-in y sustitución de gestor/servicer.	82
3. “Permitted payments” y bloqueos: cuándo el mezz puede cobrar	83
a. Pagos permitidos, cash trap y cash sweep.	83
b. Restricciones a upstream, dividendos y management fees.	84
c. Interacción con cuentas pignoradas y waterfall de cuentas.....	85
4. “Release & replace” de garantías: refinanciación ordenada sin fugas.....	86
a. Cancelación y nueva constitución: coordinación documental.	86
b. Condiciones precedentes críticas y documentación “must have”.	87
c. Riesgos operativos: timing, registros, notificaciones y cierres parciales.	87
5. Tratamiento de reestructuraciones: amendments, extensions y “reinstatement”	88
a. Mayorías y umbrales: qué bloquea cada clase.	88
b. Repricing, PIK toggles y resets.	89
c. Reglas para nuevas inyecciones (“new money”).	90
6. Checklist de negociación del intercreditor (visión práctica).....	91
a. 20 puntos rojos típicos de senior.	91
b. 20 puntos rojos típicos de mezz.	91
c. Propuestas de redacción “market-friendly”.	92

Capítulo 5: Cash sweep y PIK en mezzanine: diseño de triggers, límites y efectos colaterales95

1. Cash sweep: definición, finalidad y tipos.....	95
a. Sweep por exceso de caja vs sweep por eventos.	95
b. Sweep parcial, escalonado y con “floors”.	96
c. Sweep condicionado a DSCR/ICR/LTV.	97
2. Cash trap, lockbox y cuentas: ingeniería de caja	98
a. Cuentas operativas, reservas y cuentas pignoradas.....	98
b. Reservas de capex y leasing.	99
c. Orden de pagos y protección de continuidad operativa.	99
3. PIK: cuándo aporta valor y cuándo lo destruye	100
a. PIK puro, PIK parcial, PIK toggle y accrual.	100
b. Capitalización de intereses y “compounding”.....	101
c. Riesgo de bola de nieve y límites contractuales.	101
4. Triggers y cures: cómo se gestionan desviaciones sin default.....	102
a. Cure de ratio: cash cure vs equity cure.	102
b. Cure de tasación: aportación, amortización o reset.	102
c. Cure operativos: ocupación, ingresos, capex mínimo.	103

5. Documentación: definiciones y métricas (donde se gana o se pierde el deal)	104
a. “Cash flow disponible”: ajustes, exclusiones y ventanas de cálculo.	104
b. Definición de NOI/EBITDA y normalizaciones.	104
c. Tratamiento de extraordinarios, seguros y litigios.	105
6. Casos prácticos de diseño sweep/PIK (España y LATAM)	105
a. Moneda dura vs moneda local: protección y conversiones.	105
b. Inflación y tipos variables: escaladores y caps.	106
c. Riesgo de cobro/impago de rentas y reservas.	106
PARTE TERCERA.	108
PREFERRED EQUITY PARA REFINANCIAR: ESTRUCTURAS, RETORNOS, CONTROL Y SALIDAS	108
Capítulo 6: Preferred equity en recapitalización: por qué se usa y cómo se estructura	108
1. Qué es preferred equity y cómo se diferencia de mezzanine	108
a. Prioridad económica sin ser “deuda” (según diseño).	108
b. Remuneración: preferred return, catch-up y participaciones.	109
c. Ventajas y riesgos para promotor e inversor.	110
2. Estructuras típicas: opco preferred, holdco preferred y híbridos	112
a. Preferente a nivel activo vs a nivel holding.	112
b. Protección ante upstream y leakage.	113
c. Interacción con la deuda senior y restricciones.	114
3. Retornos y mecánica: current pay, accrual, PIK-like y redemption	114
a. Preferred return y acumulación.	114
b. Redención obligatoria, opcional y por eventos.	115
c. Penalizaciones, premiums y make-whole económicos.	116
4. Control: consent rights, “major decisions” y remedios	117
a. Veto sobre venta, refinanciación, capex, leasing y cambios de gestor.	117
b. Remedios por incumplimiento: sustitución, step-in, bloqueo de caja.	118
c. Derechos de información y auditoría reforzada.	119
5. Salidas: refinanciación posterior, venta del activo o buy-back del promotor	119
a. Ventanas de salida y “call options”.	119
b. Rights of first offer/refusal y tag/drag.	120
c. Conflictos de valoración y mecanismos de resolución.	121
6. Caso práctico: preferred equity para financiar capex y estabilización.	122
a. Plan de leasing y capex por fases.	122
b. Triggers de rendimiento y reportes.	122
c. Salida vía refinanciación a deuda de inversión.	123
Capítulo 7: Intercreditor y preferred equity: acuerdos de subordinación, pagos permitidos y protección de garantías	125
1. Cómo se coordina preferred equity con senior y (si existe) mezzanine	125
a. Subordinación contractual y limitación de pagos.	125
b. Definición de “distributions” permitidas.	126
c. Consentimientos: mayorías, clases y vetos.	127
2. Waterfall con preferred: orden real de cobros y reservas	128
a. Opex, capex, reservas y senior debt service.	128
b. Preferred current pay/accrual y catch-up.	129

c. Equity residual y distribución.....	129
3. Cash sweep y lockbox con preferred: diseño y límites	130
a. Sweeps por desempeño y por eventos.	130
b. Reservas de capex y leasing: blindaje.....	131
c. Penalizaciones por incumplimiento.....	131
4. Governance y conflictos: control sin asfixia.....	132
a. “Major decisions” y umbrales.	132
b. Plan de negocio: cambios permitidos y límites.	132
c. Sustitución del asset manager y supervisión.	133
5. Default y remedios: qué se puede ejecutar y cómo	133
a. Defaults económicos y de información.	133
b. Remedios: bloqueo, step-in, venta forzada y buy-sell.	134
c. Coordinación con enforcement del senior.	134
6. Casos prácticos: fricción entre preferred y senior en escenarios de estrés.....	135
a. Caída de ingresos y activación de cash trap.	135
b. Capex urgente vs restricciones de caja.	135
c. Disputa de valoración para salida.	136
Capítulo 8: Modelos económicos de preferred equity: retornos, participaciones y escenarios	137
1. Preferred return y catch-up: diseño y propósito.....	137
a. Tasas, acumulación y prioridades.	137
b. Catch-up parcial/total y límites.	138
c. Alineación con upside: participación escalonada.	139
2. Participación en plusvalía: promote, hurdles y escalones	140
a. Hurdles por IRR/EM (múltiplo).	140
b. Ventanas temporales y penalizaciones por salida temprana.	141
c. Protección frente a “volatilidad” de valoración.....	142
3. Opciones: calls, puts y mecanismos de buy-back.....	143
a. Call del promotor: precios, ventanas y condiciones.....	143
b. Put del inversor: triggers y protección.	144
c. Valoración: experto, fórmulas y arbitraje.....	144
4. Protecciones: covenants y reporting en preferred	145
a. Tests operativos (ocupación, NOI, capex).	145
b. Limitaciones de endeudamiento adicional.....	146
c. Cláusulas de información, auditoría y compliance.	146
5. Implicaciones contables y fiscales (enfoque comparado España/LATAM).....	147
a. Clasificación económica: deuda vs patrimonio (por sustancia).....	147
b. Tratamiento de retornos y fees.....	147
c. Riesgos de doble imposición y retenciones (visión práctica).....	148
6. Caso práctico: rediseño del preferred para evitar conflicto de incentivos.....	149
a. Ajuste de retornos y triggers.	149
b. Reequilibrio de control rights.....	149
c. Plan de salida compatible con senior.	150
PARTE CUARTA.	152
EQUITY CURE PARA REFINANCIAR: MECÁNICA, DOCUMENTACIÓN Y EFECTOS SOBRE EL CONTROL	

.....	152
Capítulo 9: Equity cure: concepto, modalidades y uso táctico para evitar default	152
1. Qué es un equity cure y qué problemas resuelve	152
a. Cure de covenant financiero (DSCR/ICR/LTV) vs cure de liquidez.	152
b. Cure “one-off” vs cure recurrente.....	153
c. Equity cure como puente a recapitalización mayor.	154
2. Modalidades: cash cure, deemed cure, prepayment cure y cure con subordinación	155
a. Aportación a cuentas pignoradas.	155
b. Amortización extraordinaria de deuda.	156
c. Aportación subordinada con límites de devolución.	156
3. Reglas de uso: frecuencia, ventanas y límites	157
a. Número de cures por periodo.	157
b. Plazos para ejecutar cure tras test fallido.	158
c. Efectos sobre cálculos futuros (carry-forward / carry-back).	158
4. Documentación: definiciones, mecánica y evidencias.....	159
a. Qué cuenta como “equity” y qué no.	159
b. Pruebas: origen de fondos, timing y aplicación.....	160
c. Interacción con cash sweep y cash trap.	160
5. Impacto en control y gobernanza: quién manda después del cure	161
a. Derechos de información y monitorización reforzada.	161
b. Condiciones adicionales (fees, márgenes, reservas).	161
c. Revisión del business plan y milestones.	162
6. Caso práctico: equity cure para salvar una covenants breach por retraso de lease-up	163
a. Diseño del cure y asignación a reservas.	163
b. Recalibración de tests y reporting.....	163
c. Preparación de recap posterior (mezz/preferred).....	164
Capítulo 10: Equity cure y su coordinación con intercreditor, cash sweep y PIK.....	166
1. Equity cure dentro de un paquete senior: “cure mechanics” y restricciones	166
a. Cure periods y waivers automáticos.	166
b. Tratamiento del cure en el cálculo de ratios.	167
c. Penalizaciones y costes por cure.	168
2. Equity cure con mezzanine: conflictos y soluciones	169
a. Prioridad de aplicación: senior first vs proporcional.	169
b. Efectos en PIK y accrued interest.	170
c. Condiciones para permitir pagos al mezz tras cure.	170
3. Equity cure con preferred equity: distribución y derechos	171
a. Aportación como equity adicional vs pago preferente.	171
b. Protección de preferred return y catch-up.	172
c. Ajustes de governance por nueva inyección.	173
4. Equity cure y cash sweep: evitar que el cure “se lo coma” el sweep.....	173
a. Reservas protegidas y ventanas sin sweep.....	173
b. Definiciones de “excess cash” y exclusiones.	174
c. Triggers de reactivación del sweep.....	174
5. Documentación comparada: redacciones típicas y trampas.....	175
a. Definiciones de EBITDA/NOI y normalizaciones.	175

b. Tratamiento de extraordinarios y seguros.	176
c. Cláusulas anti-abuso y transparencia.	176
6. Caso práctico: cure encadenado + renegociación de covenants (“covenant reset”)	177
a. Plan en tres etapas.	177
b. Ajustes de pricing y reporting.	178
c. Resultado y lecciones aprendidas.	178
PARTE QUINTA.	180
NEGOCIACIÓN Y CIERRE DE LA RECAPITALIZACIÓN: TERM SHEET, DUE DILIGENCE Y	
DOCUMENTACIÓN CRÍTICA	180
Capítulo 11: Term sheet de recapitalización para refinanciar: puntos no negociables y	
palancas reales	180
1. Estructura del term sheet: cómo se lee y cómo se negocia	180
a. Partes económicas (precio, retornos, fees).	180
b. Partes jurídicas (garantías, intercreditor, covenants).	181
c. Condiciones precedentes y calendario de cierre.	182
2. Palancas de negociación por instrumento (mezz / preferred / equity cure)	183
a. Pricing vs control rights.	183
b. Sweep/PIK vs flexibilidad operativa.	183
c. Cures y waiver fees vs estabilidad de negocio.	184
3. Condiciones precedentes críticas: lo que rompe el cierre.....	184
a. Auditorías, tasación, DD legal y técnica.	184
b. Consents del senior y terceros.	185
c. Documentación corporativa y poderes.	185
4. Paquete de garantías y estructura societaria.....	186
a. Pledges, hipotecas, cuentas pignoradas, cesión de rentas.	186
b. Holdco/opco: riesgos y mitigación.	186
c. Seguridad en España y LATAM: principios prácticos.	187
5. Reporting y covenants post-cierre: diseñar para operar, no para sufrir	188
a. KPIs, frecuencia y formatos.	188
b. Eventos de información y auditoría.	188
c. Plan de comunicación y gestión de incidencias.	189
6. Caso práctico: term sheet que parecía barato y terminó siendo carísimo	189
a. Fees ocultos y definiciones.	189
b. Sweep mal diseñado.....	190
c. Correcciones y resultado final.	190
Capítulo 12: Due diligence y underwriting para recapitalización: foco en caja, control y	
ejecutabilidad.....	192
1. Underwriting del cash flow: estabilidad, sensibilidad y stress tests	192
a. Ingresos, ocupación, churn y riesgo de cobro.	192
b. Opex, capex y reservas.	193
c. Sensibilidades de tipo de interés y moneda.	194
2. Due diligence legal: contratos, garantías, litigios y permisos.....	195
a. Arrendamientos, contratos clave y cláusulas de terminación.....	195
b. Estructura societaria, poderes y restricciones.	196
c. Contingencias y planes de mitigación.....	196

3. Due diligence técnica: estado del activo, capex y riesgos de operación	197
a. MEP, estructura, seguridad, compliance operativo.	197
b. Capex plan y coste total.	197
c. Riesgos de plazo y contratación.....	198
4. Tasación y valor: cómo se negocia la base del LTV	198
a. Metodologías y supuestos.	198
b. Escenarios y “valuation adjustments”	199
c. Disputas de valoración: mecanismos y tiempos.	199
5. KYC/AML y trazabilidad de fondos (especialmente relevante en recap)	200
a. Origen y destino de fondos.	200
b. Controles internos y evidencias.	200
c. Coordinación con bancos y auditores.....	201
6. Caso práctico: DD revela “leakage” y obliga a rediseñar la operación.....	201
a. Identificación de fugas de caja.	201
b. Nuevo lockbox y covenants.	202
c. Impacto en pricing y control.	202
Capítulo 13: Documentación contractual: del intercreditor a los anexos operativos	204
1. Documentos troncales por instrumento.....	204
a. Mezz: facility agreement, security, intercreditor.	204
b. Preferred: investment agreement, shareholders agreement, waterfall.	205
c. Equity cure: amendment, cure letter, side letters.....	206
2. Anexos operativos: donde vive la operación	207
a. Modelos de reporting, KPIs y plantillas.	207
b. Presupuestos y capex plan.	208
c. Cuentas, reservas y procedimientos de pagos.	208
3. Definiciones críticas: vocabulario que cambia dinero	209
a. “Cash flow disponible”, NOI/EBITDA, capex.....	209
b. “Permitted payments” y leakage.	209
c. Eventos de default y materialidad.	210
4. Condiciones precedentes y closing mechanics.....	210
a. CP checklist y secuenciación.....	210
b. Release & replace de garantías.	211
c. Notificaciones y registros.....	211
5. Side letters: uso, riesgos y control	212
a. Qué se permite y qué debe evitarse.....	212
b. Coherencia documental.	212
c. Evidencias y auditoría.	213
6. Caso práctico: conflicto por una definición ambigua resuelto mediante anexo técnico.....	213
a. Problema detectado.	213
b. Solución contractual.....	213
c. Lecciones aprendidas.....	214
PARTE SEXTA.	215
GESTIÓN POST-CIERRE: COVENANTS, CURES, MONITORIZACIÓN, REESTRUCTURACIÓN Y SALIDAS	215
Capítulo 14: Covenants, reporting y “performance management” tras recapitalizar	215

1. Diseño de covenants operativos y financieros.....	215
a. DSCR/ICR/LTV y métricas operativas (ocupación, NOI, capex).....	215
b. Umbrales, ventanas y materialidad.....	216
c. Frecuencia de tests y calendario.	217
2. Reporting: qué, cómo y cuándo	218
a. Reporting mensual/trimestral y “red flags”.	218
b. Certificaciones y conciliación de caja.	219
c. Auditorías y verificaciones.	219
3. Cures y remedios: toolkit de gestión del estrés	219
a. Cure periods, equity cure, cash cure.	219
b. Waivers, amendments y fees.	220
c. Reprogramación del plan de negocio.	221
4. Cash management: lockbox, sweeps, reservas y control de fugas	221
a. Procedimientos de pagos.	221
b. Reservas protegidas.	221
c. Gestión de incidencias.	222
5. Gobierno y cambios: cómo modificar el plan sin disparar defaults.....	222
a. Consentimientos y mayorías.	222
b. Gestión de proveedores y contratos críticos.....	223
c. Transparencia y trazabilidad de decisiones.	223
6. Caso práctico: “covenant stress” gestionado con cures escalonados y reset de reporting	223
a. Diagnóstico.	223
b. Medidas adoptadas.	224
c. Resultado.	224
Capítulo 15: Salidas y estrategias de refinanciación posterior: de recap a estabilidad (y a deuda barata).....	226
1. Estrategias de salida: refinanciación senior, unitranche, venta o recap II	226
a. Cuándo conviene cada salida.	226
b. Señales de mercado.	227
c. Preparación documental.	228
2. Camino a deuda de inversión: requisitos y narrativa	229
a. Estabilización: ocupación, ingresos y capex completado.	229
b. Reporting y track record.....	229
c. “Covenant reset” y simplificación del stack.....	230
3. Tratamiento de PIK, sweeps y accrued returns en salida	230
a. Cálculo y liquidación.	230
b. Penalizaciones y premiums.	231
c. Negociación de “payoff letter”.	231
4. Gestión de conflictos en salida: valoración, control y tiempos	232
a. Mecanismos de resolución (experto, arbitraje).	232
b. Derechos de preferencia y bloqueos.....	232
c. Coordinación entre clases.....	233
5. Consideraciones internacionales España/LATAM: moneda, jurisdicción y ejecución.....	233
a. Riesgo de tipo de cambio y coberturas.	233
b. Cláusulas de jurisdicción y enforcement práctico.	234
c. Riesgos regulatorios y mitigación operativa.	234

6. Caso práctico: salida por refinanciación a deuda de inversión tras preferred + mezz	235
a. Hitos alcanzados.....	235
b. Estructura final.....	235
c. Lecciones aprendidas.....	236
PARTE SÉPTIMA.....	237
CHECKLISTS Y FORMULARIOS DE RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE	237
Capítulo 16: Checklists de estructuración y negociación (mezzanine / preferred equity / equity cure).....	237
1. CHECKLIST. Diagnóstico inicial de viabilidad de recapitalización para refinanciar (mezzanine / preferred equity / equity cure).....	237
Sección 1. Datos generales de la operación y del activo	238
Sección 2. Caja actual, burn rate y visibilidad de ingresos	238
Sección 3. Calendario de deuda, covenants y presión de vencimientos	239
Sección 4. Garantías, ranking y ejecutabilidad	240
Sección 5. Identificación de bloqueos, consentimientos y gobernanza	240
Sección 6. Riesgos críticos y mitigaciones preliminares	241
2. CHECKLIST. Selección de instrumento: mezzanine vs preferred equity vs equity cure (criterios de decisión y efectos)	241
Sección 1. Objetivo principal y urgencia temporal	242
Sección 2. Restricciones del senior y estructura societaria	242
Sección 3. Comparativa económica y de “coste efectivo” por instrumento	243
Sección 4. Control rights y gobernanza por instrumento	243
Sección 5. Impacto en salidas	244
3. CHECKLIST. Term sheet de recapitalización: 60 puntos de control (económicos, jurídicos y operativos).....	244
Sección 1. Económicos (precio/retornos/fees)	245
Sección 2. Jurídicos (garantías/intercreditor/definiciones)	245
Sección 3. Operativos (reporting/cash management/capex)	246
4. CHECKLIST. Intercreditor: 50 puntos rojos (standstill, pagos permitidos, release & replace, reestructuraciones)	247
Sección 1. Standstill y enforcement	247
Sección 2. Pagos permitidos y bloqueo de caja	247
Sección 3. Release & replace y reestructuraciones	248
5. CHECKLIST. Cash sweep / PIK / cures: 40 puntos de diseño (triggers, evidencias, reservas) ...	248
Sección 1. Triggers y límites	248
Sección 2. Ventanas de cure y evidencias	249
Sección 3. Reservas protegidas	249
6. CHECKLIST. Cierre: CPs, closing set y plan de primeros 100 días (documentación, implementación, reporting).....	249
Sección 1. Documentación y firmas	250
Sección 2. Implementación operativa	250
Sección 3. Reporting y gobernanza (primeros 100 días)	250
Capítulo 17: Formularios técnicos “a texto completo” para ejecutar la recapitalización (plantillas editables)	252

1. FORMULARIO. Term sheet de recapitalización para refinanciar (mezzanine / preferred equity / equity cure) con anexos	252
Sección 1. Identificación de la operación y de las partes	253
Sección 2. Resumen ejecutivo y objetivo de la recapitalización	253
Sección 3. Paquete económico.....	254
Sección 4. Paquete jurídico y de garantías.....	255
Sección 5. Paquete operativo (cash management, reporting, capex y gobernanza)	256
Sección 6. Calendario, condiciones precedentes y cierre	257
Sección 7. Anexos incluidos.....	257
2. FORMULARIO. Matriz de negociación de intercreditor (prioridades, pagos, derechos, enforcement y standstill).....	258
Sección 1. Contexto de la matriz y reglas de trabajo	258
Sección 2. Prioridades y pagos	258
Sección 3. Derechos y vetos	260
Sección 4. Enforcement y standstill.....	260
3. FORMULARIO. Waterfall de caja y cuentas (lockbox) con reservas, orden de pagos y procedimientos de excepción.....	261
Sección 1. Esquema de cuentas y control	261
Sección 2. Reservas protegidas y reglas de reposición	262
Sección 3. Orden de pagos mensual (waterfall estándar).....	263
Sección 4. Triggers de cash trap, sweep y PIK relacionados.....	263
Sección 5. Procedimientos de excepción	263
Sección 6. Controles y reporting del lockbox	264
4. FORMULARIO. Covenant package y definiciones críticas (métricas, calendario de tests y cure mechanics)	264
Sección 1. Métricas principales y definiciones	265
Sección 2. Calendario de tests y reporting covenant	265
Sección 3. Cure mechanics	266
Sección 4. Negative covenants y restricciones operativas	266
Sección 5. Eventos de default y remedios graduados	267
5. FORMULARIO. CP checklist y cronograma de cierre (documentación, consentimientos y release & replace)	268
Sección 1. Datos del cierre y objetivos.....	268
Sección 2. CP checklist legal, técnica y financiera con estado.....	268
Sección 3. Responsables, entregables y ruta crítica	269
Sección 4. Cronograma de cierre por semanas (ejemplo)	270
Sección 5. Release & replace secuenciado	270
6. FORMULARIO. Reporting mensual y early warning dashboard (KPIs, conciliación de caja, alertas y plan de acción)	271
Sección 1. Portada y resumen ejecutivo	271
Sección 2. KPIs operativos y comerciales	271
Sección 3. KPIs financieros, covenants y sensibilidad	272
Sección 4. Conciliación de caja y movimientos de cuentas.....	272
Sección 5. Reservas, capex y leasing	272
Sección 6. Alertas tempranas y plan de acción	273
Sección 7. Anexos del reporte (referencias).....	274
Capítulo 18: Biblioteca de cláusulas y redactados “market-ready” (intercreditor, sweeps, PIK, cures)	275



1. FORMULARIO. Cláusula de cash sweep por exceso de caja (sweep estándar con exclusiones y “floor” operativo)	275
Sección 1. Texto de la cláusula	275
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	276
Sección 3. Notas de uso y negociación	276
2. FORMULARIO. Cláusula de cash sweep por eventos (event-driven sweep con “cure window”)277	
Sección 1. Texto de la cláusula	277
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	277
Sección 3. Notas de uso y negociación	278
3. FORMULARIO. Cláusula de cash sweep escalonado por DSCR/ICR/LTV (step-up sweep con “floors” y “caps”).....	278
Sección 1. Texto de la cláusula	278
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	279
Sección 3. Notas de uso y negociación	279
4. FORMULARIO. Cláusula PIK parcial (porcentaje fijo con obligación de “de-PIK” en salida)	279
Sección 1. Texto de la cláusula	279
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	280
Sección 3. Notas de uso y negociación	280
5. FORMULARIO. Cláusula PIK condicionado a desempeño (PIK toggle por DSCR y “PIK cure”) .	280
Sección 1. Texto de la cláusula	280
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	281
6. FORMULARIO. Cláusula anti-bola de nieve en PIK (cap de capitalización y “hard stop”)	281
Sección 1. Texto de la cláusula	281
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	282
7. FORMULARIO. Cláusula de equity cure de ratios (frecuencia, ventanas, efectos y anti-abuso)	282
Sección 1. Texto de la cláusula	282
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	283
Sección 3. Notas de uso y negociación	283
8. FORMULARIO. Cláusula de cure de tasación (LTV cure por aportación o amortización)	283
Sección 1. Texto de la cláusula	283
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	284
Sección 3. Notas de uso y negociación	284
9. FORMULARIO. Cláusula de cure de liquidez (cash cure con reserva protegida y exclusión temporal de sweep).....	284
Sección 1. Texto de la cláusula	284
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	285
Sección 3. Notas de uso y negociación	285
10. FORMULARIO. Cláusula de standstill y acciones permitidas (intercreditor con carve-outs operativos).....	285
Sección 1. Texto de la cláusula	285
Sección 2. Carve-outs	286
Sección 3. Notas de uso y negociación	286
11. FORMULARIO. Cláusula de reestructuraciones y mayorías por clase (intercreditor con “class voting”)	286
Sección 1. Texto de la cláusula	286
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	287

Sección 3. Notas de uso y negociación	287
12. FORMULARIO. Cláusula de release & replace con CPs (secuenciación sin ventanas de riesgo)	287
Sección 1. Texto de la cláusula	287
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	288
Sección 3. Notas de uso y negociación	288
13. FORMULARIO. Cláusula de major decisions con vetos y umbrales (control sin asfixia)	288
Sección 1. Texto de la cláusula	288
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	289
Sección 3. Notas de uso y negociación	289
14. FORMULARIO. Cláusula de información y auditoría (reporting reforzado con límites de abuso)	289
Sección 1. Texto de la cláusula	289
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	290
Sección 3. Notas de uso y negociación	290
15. FORMULARIO. Cláusula de remedios escalonados (cures, cash trap y step-in por niveles) ..	290
Sección 1. Texto de la cláusula	290
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	291
Sección 3. Notas de uso y negociación	291
16. FORMULARIO. Cláusula de valoración para salida (experto independiente con fórmula y calendario)	291
Sección 1. Texto de la cláusula	291
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	292
Sección 3. Notas de uso y negociación	292
17. FORMULARIO. Cláusula de calls y puts con ventanas y penalizaciones (salida ordenada y protección de timing)	292
Sección 1. Texto de la cláusula	292
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	293
Sección 3. Notas de uso y negociación	293
18. FORMULARIO. Cláusula de resolución de disputas (arbitraje técnico y experto por materias)	293
Sección 1. Texto de la cláusula	293
Sección 2. Variables del ejemplo cumplimentadas	294
Sección 3. Notas de uso y negociación	294
PARTE OCTAVA	295
PRÁCTICA DE RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE	295
Capítulo 19: Casos prácticos de recapitalización para refinanciar: mezzanine / preferred equity / equity cure	295
Caso práctico 1. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un equity cure para evitar el default técnico por DSCR durante el tramo final de estabilización	295
CAUSA DEL PROBLEMA	295
SOLUCIONES PROPUESTAS	296
1. Ejecución de equity cure como "deemed cure" para recomponer DSCR sin alterar el plan operativo.	296
2. Rediseño del cash sweep para que el cure no sea absorbido por el mecanismo de barrido de caja.	297
3. Paquete de "cures operativos" y reporting reforzado como condición para el waiver y para un futuro	

covenant reset.	297
CONSECUENCIAS PREVISTAS	298
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	299
LECCIONES APRENDIDAS	300

Caso práctico 2. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un mezzanine con PIK parcial para cubrir el gap de repago y evitar un "cash trap" permanente.301

CAUSA DEL PROBLEMA	301
SOLUCIONES PROPUESTAS	302
1. Estructurar un mezzanine "new money" con PIK parcial y calendario ligado a hitos operativos (milestones).	302
2. Negociar un intercreditor completo con standstill, "permitted payments" y reglas claras de "release & replace" en salida.	303
3. Reprogramar el cash sweep del senior para proteger capex y evitar que el nuevo dinero sea "aspirado" por el lockbox.	303
4. Introducir un "equity cure" limitado como herramienta de contingencia (backstop) para proteger el DSCR durante 2 tests críticos.	304
5. Plan de salida preacordado ("take-out plan") para refinanciación a deuda de inversión, incluyendo tratamiento del PIK acumulado.	304
CONSECUENCIAS PREVISTAS	305
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	306
LECCIONES APRENDIDAS	307

Caso práctico 3. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un preferred equity con "current pay + accrual" para financiar capex, desbloquear el senior y evitar dilución inmediata del promotor.309

CAUSA DEL PROBLEMA	309
SOLUCIONES PROPUESTAS	310
1. Estructurar una inversión de preferred equity a nivel opco, con "current pay" limitado y "accrual" acumulable, destinada a capex y a un "buydown" parcial del senior.	310
2. Rediseñar la waterfall de caja y las cuentas del lockbox para permitir capex protegido, evitar fugas ("leakage") y definir "distributions" permitidas al preferred.	311
3. Coordinar un acuerdo de subordinación/intercreditor "ligero" para preferred equity, centrado en pagos permitidos, consent rights y remedios escalonados sin primar garantías.	312
4. Implantar un paquete de covenants operativos y financieros específicos del preferred, con "cures" predefinidos para desviaciones (sin gatillar defaults prematuros).	312
5. Definir desde el inicio un mecanismo de salida: call del promotor, put del preferred, y valoración por experto independiente con fórmula y plazos.	313
CONSECUENCIAS PREVISTAS	314
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	315
LECCIONES APRENDIDAS	316

Caso práctico 4. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un intercreditor tenso con standstill y "release & replace" para cerrar una recapitalización con mezzanine y PIK toggle sin perder el control operativo.318

CAUSA DEL PROBLEMA	318
SOLUCIONES PROPUESTAS	319
1. Estructura de mezzanine a nivel holdco con PIK toggle y destino doble: buydown senior + capex protegido.	319
2. Intercreditor y acuerdo de subordinación con standstill, reglas de enforcement y coordinación de "release & replace" para la refinanciación final.	320
3. Rediseño del lockbox: cash sweep escalonado, carve-outs para capex y ventanas de cure para evitar defaults en cadena.	321

4. Paquete de gobernanza post-cierre: reporting reforzado, auditoría selectiva y control de "leakage" para alinear promotor, senior y mezz.	322
CONSECUENCIAS PREVISTAS	322
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	324
LECCIONES APRENDIDAS	325

Caso práctico 5. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un covenant breach por definición de NOI y riesgo de tipo de cambio resuelto con cures, rediseño de sweep y PIK condicionado.

CAUSA DEL PROBLEMA	326
SOLUCIONES PROPUESTAS	328
1. Cure inmediato (cash cure / equity cure) para superar el test y ganar tiempo, con trazabilidad KYC/AML reforzada.	328
2. Enmienda de definiciones: separar NOI operativo (España) de ajustes FX y fijar un tratamiento objetivo para "FX Variations" y extraordinarios.	328
3. Rediseño del cash sweep: sweeps condicionados a desempeño real del activo y carve-outs para capex crítico, evitando asfixia operativa.	329
4. Recalibración de fees y control de leakage: test de "marketness" y umbrales para management fees, con auditoría selectiva.	329
5. Preparación del mezzanine programado: condicionar su entrada a un covenant reset y diseñar PIK condicionado a desempeño, para no reabrir el conflicto.	330
CONSECUENCIAS PREVISTAS	330
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	332
LECCIONES APRENDIDAS	333

Caso práctico 6. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un conflicto entre capex urgente y cash trap resuelto con preferred equity puente, mezzanine con PIK condicionado e intercreditor a tres bandas.....

CAUSA DEL PROBLEMA	334
SOLUCIONES PROPUESTAS	335
1. Preferred equity "puente" en opco para financiar capex urgente con prioridad económica, current pay limitado y accrual acumulable.	335
2. Mezzanine complementario a nivel holdco con PIK condicionado para cubrir exigencias del senior (waiver fee, reserva adicional y amortización preventiva) sin asfixiar caja.	336
3. Intercreditor/coordination agreement a tres bandas (senior-preferred-mezz) con reglas de pagos permitidos, standstill y gobierno de lockbox para evitar conflictos de control.	337
4. Rediseño del cash sweep y del cash trap del senior para priorizar capex crítico, introducir escalones por desempeño y permitir cures sin defaults en cadena.	338
5. Paquete de monitorización y trazabilidad (KYC/AML y auditoría selectiva) para cumplir exigencias internacionales y reducir el riesgo de bloqueo por sospecha de leakage.	338
CONSECUENCIAS PREVISTAS	339
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	340
LECCIONES APRENDIDAS	341

Caso práctico 7. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un "unitranche-like mezz" para simplificar el stack, introducir cash sweep por LTV y ejecutar un covenant reset sin reabrir garantías.

CAUSA DEL PROBLEMA	343
SOLUCIONES PROPUESTAS	344
1. Estructurar un "unitranche-like mezz" (tramo único subordinado) con destino: buydown del senior + repago del quasi-mezz + capex residual, y con PIK parcial para proteger caja.	344
2. Diseñar un covenant reset y un marco de definiciones "limpio" mediante un anexo técnico único, evitando la proliferación de enmiendas.	345
3. Rediseñar el cash sweep del senior para que sea principalmente por LTV (y no solo por DSCR), con	

escalones y “floors” que no ahoguen la operación.	346
4. Intercreditor simplificado: subordinación contractual, pagos permitidos, standstill y “release & replace” precordado para la salida.	346
5. Plan operativo de 12 meses: hitos de estabilización, capex residual y reporting reforzado para “vender” la historia a financiadores de deuda de inversión.	347
CONSECUENCIAS PREVISTAS	347
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	348
LECCIONES APRENDIDAS	349

Caso práctico 8. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un equity cure encadenado con cash trap y waiver fees que deriva en recapitalización mayor con mezzanine y “covenant reset”.

recapitalización mayor con mezzanine y “covenant reset”.	350
CAUSA DEL PROBLEMA	350
SOLUCIONES PROPUESTAS	351
1. Segundo equity cure táctico, pero condicionado a un “plan en tres etapas” que desemboque en recapitalización mayor y covenant reset.	351
2. Rediseño del cash management: carve-outs de leasing/capex y reducción temporal del cash sweep para no sabotear el lease-up.	352
3. Recapitalización mayor con mezzanine “bridge to take-out” y PIK parcial para financiar el plan de leasing y extender tiempo sin romper la caja.	352
4. Covenant reset formal y diseño de “cures” más inteligentes: limitar la recurrencia de equity cures y sustituirlos por toolkit escalonado (cash cure, milestone cure, covenant holiday parcial).	353
5. Paquete de gobernanza y reporting reforzado para dar confort a banco y mezz, y mantener control del promotor sin asfixia.	354
CONSECUENCIAS PREVISTAS	354
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	355
LECCIONES APRENDIDAS	356

Caso práctico 9. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un preferred equity con opción de salida que amenaza con disparar defaults y se reconduce mediante rediseño de waterfall, cures de valoración e intercreditor con “buy-back” viable.

viable.	357
CAUSA DEL PROBLEMA	357
SOLUCIONES PROPUESTAS	359
1. Paquete de “stabilisation bridge” con mezzanine limitado y PIK condicionado para financiar capex pendiente, amortizar parcialmente el senior y evitar que el put sea “in-the-money” por falta de ruta de salida.	359
2. Rediseño del preferred equity para hacer “comprable” la salida: convertir el put duro en una salida por ventanas con “valuation cure”, escalado de precio y opción de buy-back financiable.	359
3. Intercreditor a tres bandas (senior–preferred–mezz) con reglas estrictas de “permitted distributions”, cash sweep compatible y standstill que impida que el preferred fuerce venta destructiva.	360
4. Reconfiguración del lockbox: cash sweep escalonado por LTV y carve-outs para capex y leasing, con cures operativos antes de declarar default.	361
5. Protocolo de valoración y resolución de disputas: evitar que la tasación se convierta en arma de negociación para activar put o bloquear call.	361
CONSECUENCIAS PREVISTAS	362
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	363
LECCIONES APRENDIDAS	364

Caso práctico 10. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un “cash sweep” mal diseñado que se come el capex y provoca caída de ocupación, corregido con rediseño de lockbox, PIK toggle y cures operativos vinculados a hitos.

corregido con rediseño de lockbox, PIK toggle y cures operativos vinculados a hitos.	366
CAUSA DEL PROBLEMA	366
SOLUCIONES PROPUESTAS	367

1. Rediseño integral del lockbox: reservas ring-fenced para capex y leasing, y definición de “exceso de caja” con exclusiones objetivas.....	367
2. Sustituir el sweep “duro” por un sweep escalonado por DSCR y desviación de NOI, con “floors” operativos y cure periods antes del cash trap total.....	368
3. Recapitalización selectiva: nuevo mezzanine (o aumento del existente) con PIK toggle acotado y “PIK cap”, destinado a financiar el gap de capex si la caja no basta.	369
4. Toolkit de cures operativos vinculados a hitos (no solo cures financieros): si falla ocupación/NOI, se activan medidas obligatorias antes del default.	369
5. Revisión de definiciones y de reporting: alinear NOI, capex, extraordinarios y seguros para evitar discusiones que paralizen disposiciones.....	370
CONSECUENCIAS PREVISTAS	370
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	371
LECCIONES APRENDIDAS	372

Caso práctico 11. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un intercreditor mal negociado que permite “priming” encubierto y bloquea disposiciones, corregido con reinterpretación de garantías, standstill efectivo y una matriz de mayorías por clases.

CAUSA DEL PROBLEMA	374
SOLUCIONES PROPUESTAS	376
1. Auditoría contractual y “reconstrucción” del intercreditor mediante una matriz de negociación (tabla) que cierre definiciones, mayorías y ámbitos de veto por clase.	376
2. Redefinir “priming” y prohibirlo explícitamente, incluyendo priming por control de cuentas, por asignación de flujos o por garantías económicas equivalentes.	376
3. Establecer un standstill efectivo y simétrico: limitar acciones del mezz y del preferred, pero también limitar bloqueos abusivos del senior en disposiciones de capex ring-fenced.	377
4. Crear un esquema de cuentas y waterfall “blindado” con carve-outs y procedimientos de excepción, evitando que el capex quede rehén de interpretaciones.	377
5. Mecanismo rápido de resolución de disputas (“expert determination”) para definiciones de NOI, capex y permitted payments, con plazos cortos.	378
CONSECUENCIAS PREVISTAS	378
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	379
LECCIONES APRENDIDAS	380

Caso práctico 12. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un “leakage” de caja detectado en due diligence que obliga a rediseñar el stack con lockbox reforzado, covenants de fugas y un equity cure condicionado a trazabilidad KYC/AML.

CAUSA DEL PROBLEMA	381
SOLUCIONES PROPUESTAS	383
1. Implementar un lockbox reforzado con “perímetro de cuentas” completo y cierre de vías de salida: todas las entradas y salidas deben pasar por cuentas pignoradas.	383
2. Covenant package anti-leakage: definir “leakage”, “permitted payments”, “related-party transactions” y penalizaciones, con auditoría y mecanismos de cure.	383
3. Consolidación y “limpieza” de deuda intragrupo: convertir préstamos dispersos en un único instrumento subordinado con reglas de pago permitidas y total trazabilidad.....	384
4. Equity cure condicionado a KYC/AML y trazabilidad: si se necesita cure, debe venir con evidencia de origen de fondos, ruta de pago y aplicación estricta.	384
5. Gobernanza y reporting reforzado: comité de caja, auditoría selectiva y dashboard mensual para que el control no se convierta en bloqueo.	385
CONSECUENCIAS PREVISTAS	385
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	386
LECCIONES APRENDIDAS	387

Caso práctico 13. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY /

EQUITY CURE." Un "covenant breach" por tasación que se gestiona con cure de valoración, amortización selectiva y rediseño del preferred return para evitar conflicto de incentivos.....389

CAUSA DEL PROBLEMA	389
SOLUCIONES PROPUESTAS	391
1. Cure de valoración (LTV cure) mediante una combinación de amortización selectiva y aportación a reserva pignorada, con ventana para re-tasación tras hitos de capex.	391
2. Reforzar el capex ring-fenced y convertirlo en condición de estabilidad del senior: sin capex crítico ejecutado, no hay mejora de valor ni salida.	391
3. Rediseño del preferred equity: ajustar preferred return y su mecánica para alinear incentivos durante cash trap, evitando que el inversor gane más si la operación se atasca.....	391
4. Ajustar cash sweep del senior a un esquema escalonado por LTV, y establecer que el exceso de caja se aplique primero a bajar LTV hasta el umbral y luego a completar capex.	392
5. Protocolo de re-tasación y resolución de discrepancias: dos tasaciones + tercero dirimente, alineadas con hitos de capex.	392
CONSECUENCIAS PREVISTAS	393
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	394
LECCIONES APRENDIDAS	395

Caso práctico 14. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un shock de tipo de cambio que activa cash sweep y PIK en cadena, resuelto con intercreditor multicapas, reservas de cobertura y cures de moneda sin primar al senior.....396

CAUSA DEL PROBLEMA	396
SOLUCIONES PROPUESTAS	398
1. Cure de moneda ("currency cure") y reserva de cobertura ring-fenced: estabilizar DSCR en euros sin manipulación contable, mediante caja real y reglas de aplicación.....	398
2. Rediseño del lockbox y del cash sweep: escalado por FX y por materialidad, con carve-outs de leasing/capex y "sweep holiday" limitado para ejecutar medidas que recuperen NOI.	398
3. Re-documentación del intercreditor (senior-mezz-preferred): standstill robusto, permitted payments claros, prohibición de priming encubierto y tratamiento específico de coberturas.....	399
4. Reconfiguración del mezzanine: introducir PIK cap, PIK toggle por desempeño real y una cláusula de "anti-bola de nieve" vinculada a la mejora de DSCR en euros.....	399
5. Ajuste del preferred equity: "cap de accrual" en estrés FX y mecanismo de incentivo a salida (reducción de premium si se refinancia antes de una ventana).	400
CONSECUENCIAS PREVISTAS	400
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	401
LECCIONES APRENDIDAS	402

Caso práctico 15. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un cure encadenado que salva el DSCR pero dispara un conflicto de control, resuelto con "cure waterfall", cash sweep compatible y un intercreditor con reglas anti-abuso y mayorías por clases.403

CAUSA DEL PROBLEMA	403
SOLUCIONES PROPUESTAS	405
1. Diseñar un "cure waterfall" (orden de aplicación del cure) con cuentas protegidas y exclusiones del cash sweep, para que el cure cure de verdad.	405
2. Convertir el equity cure en un plan escalonado ("cure plan en tres etapas") con hitos operativos y un "covenant reset" condicionado.	406
3. Ajustar el cash sweep: compatibilizar disciplina del senior con la necesidad de estabilización, introduciendo escalones por DSCR y carve-outs para leasing.	406
4. Reescribir la interacción con mezzanine y preferred: permitir que el cure desbloquee parcialmente la operación sin regalar valor, mediante reglas anti-abuso y límites de control.	407
5. Firmar un mini-intercreditor de cures (anexo específico) con definiciones, mayorías y pruebas, para evitar interpretaciones futuras.	407

CONSECUENCIAS PREVISTAS	408
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	409
LECCIONES APRENDIDAS	410

Caso práctico 16. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un term sheet que parecía barato y terminó siendo carísimo por definiciones y fees ocultos, corregido con un análisis de coste total (TCO), rediseño de sweep/PIK y un paquete de covenants operable.411

CAUSA DEL PROBLEMA	411
SOLUCIONES PROPUESTAS	414
1. Reconstrucción del term sheet con análisis de coste total (TCO) y coste efectivo: convertir precio nominal en "precio real" comparable.	414
2. Rediseño del PIK: introducir PIK cap, eliminar compounding agresivo y permitir un PIK toggle verdaderamente opcional sin penalizaciones cruzadas.	414
3. Rehacer el cash sweep: sustituir event sweeps agresivos por un sweep escalonado por desempeño y por materialidad, blindando capex y seguros de reposición.	415
4. Intercreditor "operable": definir mayorías por clases, standstill efectivo, y limitar vetos del mezz a "major decisions" reales, no a la gestión diaria.	415
5. Equity cure "válido" y protegido: que no sea barrido por sweep y que tenga reglas de aplicación y evidencias.	416
CONSECUENCIAS PREVISTAS	416
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	417
LECCIONES APRENDIDAS	418

Caso práctico 17. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Una due diligence que destapa fragilidad de cobro y riesgos de ejecutabilidad, obligando a rediseñar underwriting, lockbox, covenants y cures para cerrar una recap sin "riesgo oculto" de enforcement.419

CAUSA DEL PROBLEMA	419
SOLUCIONES PROPUESTAS	421
1. Re-underwriting del cash flow basado en cobro efectivo y stress tests, con un "NOI de crédito" y ajustes de materialidad.	421
2. Lockbox y cuentas "ejecutables": perímetro completo, alineación de arrendamientos, y waterfall de pagos con reservas ring-fenced para cobro y leasing.	422
3. Paquete de covenants de cobro y cures operativos: "arrears triggers" + cure por aportación o amortización, evitando default automático por ruido.	422
4. Intercreditor orientado a ejecutabilidad: reglas claras de upstream, permitted payments, standstill y control rights, evitando que mezz y preferred bloqueen gestión diaria.	423
5. KYC/AML como parte del cierre: "closing pack" de trazabilidad, escrow de aportación del promotor y calendario de evidencias.	423
CONSECUENCIAS PREVISTAS	424
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	425
LECCIONES APRENDIDAS	426

Caso práctico 18. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un conflicto por una definición ambigua de "cash flow disponible" que bloquea distribuciones y activa defaults, resuelto con un anexo técnico de métricas, normalizaciones y un dashboard de conciliación de caja.427

CAUSA DEL PROBLEMA	427
SOLUCIONES PROPUESTAS	429
1. Elaborar un anexo técnico de métricas y definiciones ("Cash Flow Disponible & Waterfall Definitions Schedule") con normalizaciones, exclusiones, ventanas de cálculo y evidencias.	429
2. Implantar un dashboard mensual de conciliación de caja ("Early Warning Dashboard") con tres capas:	

caja real, caja contractual y caja operativa	430
3. Procedimiento de resolución de discrepancias: comité de caja + experto independiente para definición/interpretación si persiste el conflicto.	430
4. Ajustar cash sweep y permitted payments para evitar parálisis operativa: carve-outs claros para capex/leasing y tratamiento específico de seguros.	431
5. Cure de definición ("definition cure") y waiver condicionado: si el conflicto se debe a ambigüedad, se evita default y se cobra un fee razonable ligado a cierre del anexo.	431
CONSECUENCIAS PREVISTAS	432
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	433
LECCIONES APRENDIDAS	434

Caso práctico 19. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Una reestructuración post-cierre que exige "release & replace" de garantías sin fugas, resuelta con closing mechanics por fases, condiciones precedentes críticas y un plan de primeros 100 días.

CAUSA DEL PROBLEMA	435
SOLUCIONES PROPUESTAS	437
1. Diseñar un "release & replace playbook" (manual de cierre) con secuenciación por fases, responsables y dependencias críticas.	437
2. CP checklist crítica con "must-have" documental, especialmente en garantías, cuentas, poderes y KYC/AML.	438
3. Closing mechanics por fases: "simultaneidad controlada" para evitar ventanas de riesgo.	438
4. Tratamiento de mezz y preferred en take-out: payoff claro, waivers de consentimiento y preservación de derechos residuales.	439
5. Plan de primeros 100 días post-cierre: implementar lockbox nuevo, reporting y gobernanza para operar sin sobresaltos.	439
CONSECUENCIAS PREVISTAS	440
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	441
LECCIONES APRENDIDAS	442

Caso práctico 20. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un "covenant stress" gestionado con cures escalonados, cash sweep rediseñado y reset de reporting, evitando acceleration y preservando la ruta a deuda de inversión.

CAUSA DEL PROBLEMA	443
SOLUCIONES PROPUESTAS	445
1. Diagnóstico y "stress pack" de reporting: reset de métricas, normalizaciones y frecuencia, para que las decisiones se tomen con datos consistentes.	445
2. Cure escalonado en dos capas: cash cure a DSRA + equity cure limitado, con orden de aplicación ("cure waterfall") y evidencias.	445
3. Rediseño del cash sweep: escalones por DSCR y carve-outs operativos para evitar que el sweep mate el NOI.	446
4. Ajuste del PIK toggle del mezz: limitar el modo agresivo y vincularlo a desempeño y a ejecución del plan de cures, con cap efectivo.	446
5. Waiver condicionado y "milestone remediation": evitar acceleration, pero a cambio de hitos verificables (ocupación, NOI, avance de capex).	447
CONSECUENCIAS PREVISTAS	447
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	448
LECCIONES APRENDIDAS	449

Caso práctico 21. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Una devaluación y controles de caja en moneda local que rompen el DSCR en divisa fuerte, obligando a rediseñar lockbox, covenants, sweep/PIK y cures para mantener ejecutabilidad y salida.

CAUSA DEL PROBLEMA	450
SOLUCIONES PROPUESTAS	452
1. Rediseñar el cash management con un lockbox dual: capa local operativa + capa en euros para servicio de deuda, con reglas de conversión, reservas FX y "conversion windows"	452
2. Recalibrar covenants: introducir DSCR en euros con "FX adjustment band" y un test complementario local (NOI y cobertura operativa), evitando default automático por traducción FX de corto plazo.	453
3. Rediseñar cash sweep: escalonado por DSCR y por cumplimiento del transfer test, con carve-outs locales ring-fenced para preservar NOI.	453
4. Ajustar PIK y returns para evitar bola de nieve durante shock: PIK cap efectivo, toggle moderado y "accrual cap temporal" en preferred, a cambio de control y transparencia.	454
5. Redefinir equity cure para que sea útil: permitir "cure local" con conversión diferida y "deemed cure" condicionado, más un cure en euros vía escrow si la fricción impide timing.	454
6. Intercreditor y gobernanza "anti-bloqueo": comité de caja, mayorías por clase y reglas de materialidad para decisiones bajo shock, evitando guerra de vetos.	455
CONSECUENCIAS PREVISTAS	455
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	457
LECCIONES APRENDIDAS	458

Caso práctico 22. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un conflicto de valoración que activa un "LTV breach" y bloquea la salida, resuelto con un mecanismo de experto independiente, cure mixto (amortización + equity) y un rediseño de triggers para evitar "tasación a martillazos".

CAUSA DEL PROBLEMA	459
SOLUCIONES PROPUESTAS	461
1. Activar un mecanismo de resolución de disputa de valoración con experto independiente ("expert determination") y metodología predefinida.	461
2. Cure mixto para LTV: amortización parcial + equity cure aplicado con "cure waterfall" que preserve capex crítico.	461
3. Rediseñar triggers y materialidad del LTV: banda de tolerancia y "valuation smoothing" para evitar activaciones por ruido.	462
4. Integrar el capex como protector de valor: ring-fencing contractual de capex crítico durante periodos de watchlist.	462
5. Paquete de reporting y comunicación para acreedores: demostrar control y evitar que el breach se interprete como deterioro estructural.	462
CONSECUENCIAS PREVISTAS	463
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	464
LECCIONES APRENDIDAS	465

Caso práctico 23. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Un conflicto de control por "major decisions" y sustitución del gestor que amenaza con paralizar capex y leasing, resuelto con governance escalonada, derechos de step-in proporcionales y un "plan de negocio bloqueado" con ventanas de flexibilidad.

CAUSA DEL PROBLEMA	466
SOLUCIONES PROPUESTAS	468
1. Crear un "plan de negocio bloqueado" (Business Plan Lock) con rangos de flexibilidad preaprobados para capex, leasing e incentivos, y un procedimiento rápido para decisiones fuera de rango.	468
2. Rediseñar "major decisions" con umbrales de materialidad, plazos de respuesta y regla anti-bloqueo ("deemed consent").	469
3. Gobernanza escalonada por desempeño ("performance-based governance"): cuanto peor el desempeño, más control; cuanto mejor, más autonomía operativa.	469
4. Step-in y sustitución del gestor proporcionales: procedimiento, criterios y "curas de gestión" antes de sustituir.	470
5. Modelo económico de incentivos "net-to-gross" y control de churn: demostrar que el aumento temporal	

mejora NOI neto y no solo ocupación.....	470
CONSECUENCIAS PREVISTAS	471
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	472
LECCIONES APRENDIDAS	473

Caso práctico 24. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Una fuga de caja ("leakage") detectada en due diligence post-cierre que dispara un evento de incumplimiento cruzado, resuelta con lockbox reforzado, cláusulas anti-abuso, restitución, y un paquete de compliance y auditoría para recuperar confianza.474

CAUSA DEL PROBLEMA	474
SOLUCIONES PROPUESTAS	476
1. Contención inmediata y restitución: congelar pagos a vinculadas, cerrar cuentas fuera del lockbox y restituir importes discutidos a cuentas pignoradas.	476
2. Lockbox reforzado: integración total de cuentas, reglas de firmas, y control bancario operativo ("no off-waterfall").	476
3. Redefinir permitted payments y cláusulas anti-leakage: caps, definiciones de vinculadas, reglas anti-fraccionamiento y sanciones proporcionales.	477
4. Paquete de compliance y auditoría operativa: controles internos, revisión trimestral independiente y KYC/AML interno para pagos relevantes.	477
5. Remedy package escalonado con senior/mezz/preferred: waiver condicionado, sin acceleration, a cambio de gobernanza reforzada y supervisión externa temporal.	478
CONSECUENCIAS PREVISTAS	478
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	479
LECCIONES APRENDIDAS	480

Caso práctico 25. "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE." Una salida a deuda de inversión tras una recapitalización híbrida (preferred + mezz + cures) que parecía imposible por PIK acumulado, cash sweeps y vetos cruzados, resuelta con un "payoff architecture" completo, simplificación del stack y un covenant reset creíble.....481

CAUSA DEL PROBLEMA	481
SOLUCIONES PROPUESTAS	483
1. Diseñar una "payoff architecture" completa: waterfall de salida, payoff letters cerradas y trade-offs económicos/control para cada capa.	483
2. "Equity kicker resolution": recomprar, convertir o diferir el kicker del mezz para eliminar fricción con el nuevo senior.	484
3. Reperfilado del payoff mezz: intercambio de PIK por descuento y cierre rápido ("PIK haircut for certainty"), con compromiso de standstill final.	484
4. Reperfilado del preferred: ajuste del premium de redención y sustitución de vetos por protecciones económicas (sin control) para que el nuevo senior acepte.	485
5. Covenant reset y paquete documental "investment-grade": simplificación de definiciones, reporting operativo y lockbox compatible, eliminando trampas heredadas de la recap.	485
6. Cierre operativo "release & replace" por fases con escrow: eliminar riesgos registrales, fugas y ventanas de exposición.	485
CONSECUENCIAS PREVISTAS	486
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	487
LECCIONES APRENDIDAS	488

¿QUÉ APRENDERÁ?



Lo que aprenderá con la Guía Práctica de "RECAPITALIZACIÓN PARA REFINANCIAR: MEZZANINE / PREFERRED EQUITY / EQUITY CURE"

- Entender cuándo una recapitalización aporta valor frente a una refinanciación convencional y cómo decidirlo con criterios de caja, covenants y control.
- Diagnosticar señales de estrés (DSCR/ICR/LTV, calendario de vencimientos, burn rate) y traducirlas a un plan de recapitalización ejecutable.
- Diseñar un capital stack post-recapitalización alineando prioridades económicas, garantías, incentivos y gobernanza.
- Construir y revisar waterfalls de caja, lockbox y reservas, identificando el "value break" y el reparto real del downside y del upside.
- Estructurar mezzanine debt (second lien, subordinación contractual, holdco mezz) con pricing real (margen, OID, fees, PIK y exit fees).
- Negociar y documentar intercreditor para mezzanine (standstill, enforcement, permitted payments, release & replace y mayorías por clase).
- Diseñar cash sweep, cash trap y PIK con triggers, límites, ventanas de cure y definiciones que eviten efectos colaterales destructivos.
- Estructurar preferred equity (opco/holdco/híbridos) con retornos (preferred return, catch-up, accrual, redemption) y derechos de control operables.
- Coordinar preferred equity con senior y mezzanine mediante subordinación contractual, pagos permitidos, governance y remedios escalonados.
- Aplicar equity cure (cash cure, deemed cure, prepayment cure y cure subordinado) con reglas de frecuencia, evidencias, y efectos en ratios y reporting.
- Negociar term sheets y cierres con foco en condiciones precedentes críticas, ejecutabilidad de garantías, reporting post-cierre y control de leakage.
- Gestionar post-cierre covenants, reporting, monitorización, cures y salidas hacia deuda de inversión, incluyendo tratamiento de PIK y accrued returns.



Introducción.



RECUPERAR EL CONTROL CUANDO LA DEUDA APRIETA: RECAPITALIZAR PARA REFINANCIAR CON MEZZANINE, PREFERRED EQUITY Y EQUITY CURE

En el ciclo inmobiliario, hay un momento especialmente delicado en el que el activo "vale", el plan de negocio "tiene sentido", pero la estructura de deuda deja de encajar. El tipo de interés sube, el lease-up se retrasa, la ocupación no alcanza el umbral previsto o una tasación cae en el peor momento. En ese punto, el problema rara vez es solo financiero: es de caja, de calendario, de covenants y, sobre todo, de control. Una decisión mal tomada puede transformar una tensión temporal en un bloqueo estructural, activando cash traps, barridos de caja, defaults técnicos y una negociación asimétrica donde el promotor pierde palancas justo cuando más las necesita.

Esta guía práctica está diseñada para profesionales que no quieren improvisar en ese escenario. Ofrece un método completo para estructurar recapitalizaciones orientadas a refinanciar mediante mezzanine, preferred equity y equity cure, con microespecialización en los elementos que de verdad deciden el resultado: intercreditor, cash sweep, PIK, definiciones críticas, covenants y cures. A lo largo de sus partes y capítulos, encontrará una arquitectura clara para entender el capital stack antes y después de la recapitalización, construir waterfalls y lockboxes operables, comparar el coste total de capital (TCO) de alternativas reales, y negociar el control sin asfixiar la operación. Se aborda desde el term sheet y la due diligence hasta la documentación contractual y la gestión post-cierre, con foco en ejecutabilidad, trazabilidad y salida hacia deuda de inversión.

El valor diferencial de esta guía no está en repetir conceptos conocidos, sino en convertirlos en decisiones prácticas. Aprenderá a identificar dónde "se rompe" el valor (value break) y quién asume el downside, a diseñar triggers y límites para cash sweep y PIK sin efectos colaterales, y a usar cures de forma táctica sin que el remedio se lo coma el propio lockbox. También encontrará checklists y formularios listos para usar que aceleran la preparación de la operación, mejoran la coordinación con asesores y reducen errores de cierre que acaban encareciendo el importe real de la financiación. Y, para consolidar el aprendizaje,



incluye casos prácticos estructurados por patrones recurrentes, que permiten reconocer situaciones, anticipar fricciones y ejecutar soluciones con criterio.



Para un profesional del sector, dominar estas herramientas tiene beneficios inmediatos y medibles. Significa ganar capacidad de negociación, proteger caja y capex crítico, evitar defaults técnicos innecesarios, mejorar la gobernanza y sostener una narrativa creíble para la siguiente fase: la refinanciación a deuda más barata. También significa reducir incertidumbre y tiempo de ejecución, dos variables que, en recapitalización, suelen costar más que un diferencial de tipo de interés. Y, en un entorno donde la información realmente útil es escasa y fragmentada, disponer de un marco integrado —económico, jurídico y operativo— marca la diferencia entre “sobrevivir” una reestructuración y salir reforzado.



Si su trabajo implica promover, invertir, financiar, gestionar activos o asesorar operaciones con tensión de covenants y presión de vencimientos, esta guía está pensada para usted. Adquirirla no es un gasto: es una inversión en capacidad de decisión, en control del proceso y en disciplina operativa. Cada capítulo está orientado a convertir complejidad en método, y método en cierre.

El sector premia a quienes se adelantan, no a quienes reaccionan tarde. Mantenerse actualizado ya no consiste en leer más, sino en entender mejor y ejecutar con precisión. Esta guía le propone precisamente eso: dar el siguiente paso hacia una gestión más sólida, una financiación más inteligente y una operación más controlada. Ahora es el momento de reforzar sus criterios y herramientas para convertir la recapitalización en una palanca de estabilidad y valor, no en una carrera contra el reloj.