

Instituciones Financieras y Sector Corporativo | Colombia

# Emisiones con garantías parciales, otra opción en el mercado de deuda de Colombia

25 de noviembre de 2020

Las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales 2019 denotan como una necesidad apremiante que los participantes en el mercado, desde los emisores, inversionistas, el regulador y demás entidades, trabajen mancomunadamente para implementar mecanismos que den profundidad, liquidez y amplitud al mercado de deuda privada.

En este contexto, las estructuras con garantías parciales constituyen un mecanismo para que las empresas accedan al mercado de capitales con emisiones de deuda que pueden tener una mejor calificación que la del emisor. A continuación, presentamos una breve descripción de los principales elementos que BRC Standard & Poor's considera para calificar instrumentos con garantías parciales.

## Elementos fundamentales

El punto de partida de la calificadora es la evaluación de la capacidad de pago del emisor, para lo cual aplica la metodología que corresponda dependiendo del sector al que pertenezca. Además, analizamos tres elementos: prioridad, con un peso del 30%, seguridad, con 50%, y restricciones financieras (*covenants*) con el 20%. Cada factor de riesgo se puntúa en una escala de 1 a 3, donde 1 es el más bajo. Consideramos que las obligaciones senior garantizadas bien estructuradas se pueden calificar hasta tres niveles por encima de la calificación senior no garantizada del emisor u originador.

La calificación de la emisión respecto de la del emisor dependerá de si la garantía mejora significativamente su probabilidad de recuperación preferencial del capital e intereses para los inversionistas. Para esta evaluación consideramos los siguientes lineamientos:

### Prioridad

El objetivo de este componente es determinar la probabilidad de que el pago de la garantía a los tenedores de la emisión se realice en cualquier circunstancia, inclusive en caso de quiebra o intervención del emisor. Evaluamos aspectos como la estructura legal y las condiciones de la garantía. De forma particular, la garantía debe ser irrevocable, incondicional y válida en cualquier circunstancia, y los pasos sobre su funcionamiento deben estar claramente definidos. Dentro de este componente se requiere el concepto jurídico sobre la legalidad, validez, vinculación y exigibilidad de los contratos relacionados con la garantía.

### CONTACTOS ANALÍTICOS

**María Soledad Mosquera**  
Bogotá  
57 (1) 390-7225  
maria.mosquera  
@spglobal.com

**María Carolina Barón**  
Bogotá  
57 (1) 390-4259  
maria.baron  
@spglobal.com

**José Alejandro Guzmán**  
Bogotá  
57 (1) 390-640  
j.guzman  
@spglobal.com

## Emisiones con garantías parciales, otra opción en el mercado de deuda de Colombia

Algunos factores que podrían llevar a una menor ponderación del factor Prioridad son los siguientes:

- Que la garantía se ejecute después de la declaratoria de incumplimiento sin un periodo de gracia.
- Que otros bonos que están respaldados por una garantía específica o general puedan enfrentar retrasos temporales en el pago (ya sea en términos de continuación de los pagos a los tenedores de bonos o de la transferencia de los activos pignorados) en espera de la confirmación del contrato por parte de un juez.

Consideramos que el concepto legal es limpio o favorable cuando los contratos relacionados con la operación permiten concluir que la garantía es irrevocable, ejecutable a primer requerimiento, válida en cualquier circunstancia, inclusive ante el evento de quiebra del emisor. Igualmente, revisamos que los contratos asociados con la garantía sean vinculantes.

Cabe mencionar, que el concepto legal lo debe otorgar un abogado independiente, es decir, que no esté vinculado al proceso de estructuración de la garantía o de las partes relacionadas.

### Seguridad

En este segundo componente, consideramos el valor de la garantía como mecanismo para aumentar el porcentaje de recuperación del principal e intereses; en otras palabras, entre más alto sea el valor de la garantía, mayor será el porcentaje de recuperación del capital e intereses para el inversionista y, por lo tanto, la emisión podrá tener un mejor nivel de calificación que el emisor. Dentro de este componente, BRC diferencia el aumento en la probabilidad de recuperación de capital y/o intereses en la medida en que deba estimar el valor de la garantía o su valor sea conocido: un porcentaje sobre el valor del capital.

Otro de los factores que consideramos en el componente de Seguridad es el garante y el tipo de garantía que ofrece. En este sentido, para considerar la mejora en la probabilidad de recuperación de capital para los inversionistas, dicho garante deberá contar con una calificación que sea notoriamente superior a la del emisor en escala nacional, o superior a la calificación en riesgo soberano de Colombia en escala global.

Cuando el valor de la garantía se conoce exactamente (como en el caso de una garantía parcial sobre el capital o una reserva de efectivo), es otorgada por un garante de alta calidad y/o con un flujo de ingresos muy confiable, el proceso de pago está claramente establecido y está definido cómo debe ejecutarse, y la calificación natural del emisor/originador es igual o superior a 'A-' se asigna un mayor nivel de seguridad a la garantía.

El peso asignado a la garantía es menor en los casos en que se debe estimar el valor de la garantía, el proceso de pago no está claro o es probable que haya más de un retraso mínimo en el pago, el garante no tiene una calificación muy alta, existe una probabilidad razonable de liquidación, en lugar de reorganización, y la calificación del emisor/originador es 'BBB +' o inferior.

### Restricciones financieras (covenants)

Consideramos positivo el establecimiento de restricciones para mantener la capacidad de pago del emisor y la ejecución de la garantía, siempre que tengan efecto real sobre la probabilidad de recuperación de capital e intereses del inversionista. Solo se otorga crédito cuando el paquete de restricciones tiene efecto real sobre la mejora de probabilidad y monto de recuperación de capital e intereses. Dentro de estas restricciones, se podría incluir, por ejemplo, un requisito sustancial de acumulación de reservas de deuda en caso de incumplimiento del *covenant* que solo beneficie

a la obligación calificada y que el emisor/originador tenga la capacidad/voluntad de cumplir sin declararse en quiebra. Se puede asignar una puntuación de 2,5 (puntuación ponderada de 0,50) cuando los condicionamientos aumentan moderadamente la probabilidad de una mejor recuperación en relación con otras obligaciones del emisor/originador.

### **Garantías en el mercado local**

Las garantías parciales son una herramienta para que las empresas logren una estructura de fondeo diversificada y con un plazo acorde con sus necesidades, que las hace más resistentes en un entorno adverso. Esto fue comentado en nuestro artículo “Calidad de estructuras de fondeo de largo plazo, claves para afrontar los retos del COVID-19”, publicado el 11 de mayo de 2020.

El mercado de capitales colombiano ha utilizado este tipo de garantías en emisiones realizadas por emisores con calificaciones en las categorías de las ‘A’ y ‘AA’. Las garantías las han otorgado garantes con alta calidad crediticia, en la escala nacional (como Bancóldex y Bancolombia) y global, como CAF, entre otros.

Tal vez una de las características más relevantes para analizar las garantías en el mercado local es que estas se ejecutan una vez que se ha anunciado un incumplimiento de la obligación, lo que no permite otorgar el máximo puntaje al componente de Prioridad. En la medida en que se pueda iniciar el proceso de ejecución de la garantía antes de incumplir y que para el tenedor del bono sea transparente el pago de su obligación, dicho componente tendrá un mejor resultado.

## Emisiones con garantías parciales, otra opción en el mercado de deuda de Colombia

Copyright © 2020 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no necesariamente dependen de la acción de un comité de calificación, incluyendo, pero sin limitarse a, la publicación de una actualización periódica sobre una calificación crediticia y análisis relacionadas.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P puede recibir honorarios por sus servicios de calificación y por sus análisis, los cuales normalmente pagan los emisores de los títulos o los suscriptores de los mismos o los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx), [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar), [www.standardandpoors.cl](http://www.standardandpoors.cl), [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) (gratuitos) y en [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) y [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com) (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.