



HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO

Bonos Híbridos de Empresas Corporativas

Criterios de evaluación

Paula Acuña

paula.acuna@humphreys.cl

FICHA TÉCNICA



¿Qué son los Bonos Híbridos?

Se entiende por bonos híbridos aquellos instrumentos que presentan particularidades asimilables a un título de deuda combinados con características más propias de los títulos accionarios. Este tipo de valores están subordinados a las obligaciones corrientes de un emisor; por tanto, por su propia naturaleza los bonos híbridos son comparativamente de mayor riesgo, cualidad que debe quedar plasmada en las categorías de riesgo asignadas. Simplificando, un título híbrido presenta una flexibilidad superior a una deuda ordinaria, pero es más inflexible que los títulos de capital.

La mayor o menor flexibilidad de un bono híbrido dependerá de los términos definidos en la respectiva escritura de emisión o documento equivalente; tales condiciones determinarán el porcentaje de la emisión que puede ser calificada como deuda y la proporción con mayor afinidad al capital.



Características de los Bonos Híbridos

- Suelen ser emitidos a largo plazo.
- Pueden ser emitidos a perpetuidad.
- Pueden establecer que bajo circunstancias preestablecidas se difiera el pago por la amortización.
- Tienden a entregar mayor libertad para la amortización anticipada.
- Suelen pagar intereses en forma permanente.
- Dan la posibilidad de capitalizar intereses.
- Posibilidad de castigar el saldo insoluto de la deuda.
- Posibilidad de ser convertibles en acciones.



Proceso de Evaluación Bonos Híbridos

1.-Asignación Deuda-Capital

Previo a cualquier calificación se debe determinar en qué proporción el bono híbrido puede ser considerado como deuda y en qué proporción como capital, lo cual dependerá de la estructuración contemplada en la emisión del bono.

Obviamente, no se puede confeccionar una métrica que dé un valor exacto a la distribución entre deuda y capital, por lo tanto, deberá recurrirse al juicio profesional para asignar porcentajes (en términos gruesos). Para ello, se deberá atender múltiples factores, tales como grados de subordinación, postergación de pagos, planes de amortización, convertibilidad, opción de recompra, severidad de *covenant* y pago de Intereses, tal como se visualiza a continuación:

Factor	Mayor Importancia Deuda	Mayor Importancia Capital
Grados de subordinación	Muy débil	Absoluta
Postergar pagos	Imposibilitado	Total flexibilidad
Plan de amortización	Anterior a bonos corrientes	Pos bonos corrientes o perpetuo
Convertibilidad en acciones	No	Si y altamente probable
Opción de recompra 1	Sí y antes de 5 años	No existe
Opción de recompra 2	Fácil de ejecutar	Casi imposible de ejecutar
Severidad de los <i>covenant</i>	Alta pbb. de declarar incumplimiento	Baja pbb. de declarar incumplimiento
Pago de Intereses	No se pueden diferir o capitalizar	Diferibles y capitalizable

Tabla 1: Factores para la asignación deuda capital

La asignación del componente de deuda (porcentaje asignado) se considera para efecto de la evaluación de los bonos corrientes.

2.-Calificación de la deuda ordinaria

La calificación de la deuda ordinaria se lleva a cabo bajo los parámetros habituales para este tipo de instrumentos, pero incluyendo el porcentaje del bono híbrido con característica más asimilable a un título de deuda común.

La categoría de riesgo asignada a la deuda corriente sirve como referencia para la clasificación de los bonos híbridos, por cuanto estos últimos, por su carácter de subordinados, son calificados con una nota inferior.

3.-Definición de requisitos para absorción de pérdidas

La definición de los requisitos para la absorción de pérdida debe estar especificada en la escritura de emisión de bono o documento equivalente.

Se estimará como más favorable para efectos de la clasificación cuando los requisitos especificados para gatillar los eventos de absorción estén adecuadamente estipulados, son razonables en el sentido que están asociados a situaciones no recurrentes y no están sujetos sólo a la discrecionalidad del emisor.

Por el contrario, se asumirá menos favorables requisitos que se cumplan fácilmente, sin implicar una efectiva necesidad de la aplicación de los mecanismos de absorción de pérdidas y, además, son susceptibles de ser interpretados libremente por el emisor.

Se debe entender que en los hechos las formulaciones y disposiciones de los contratos de emisión, y de los gatilladores de absorción de pérdidas en particular, son definiciones que abarcan diversas materias y, por lo tanto, contienen distintos preceptos que deben ser analizados en su conjunto para poder determinar si, para efectos de la clasificación del bono híbrido, pueden ser interpretadas como favorables o desfavorable y, a la vez, determinar en qué grado lo son (muy favorables, medianamente favorables, neutras, etc.).

Por ello, para poder dar una calificación en esta etapa, es importante el juicio profesional para así encasillar la operación dentro de categorías predefinidas.

4.-Impacto de absorción de pérdidas

Los mecanismos de absorción de pérdidas pueden ser, en distintos grados, beneficiosos o perjudiciales para los bonistas. Se entiende que este tipo de acciones es beneficioso cuando está orientada fuertemente a evitar que el tenedor de los bonos sufra pérdidas o, en su defecto, a atenuar la posibilidad de que tenga que aceptar cambios drásticos en la estructura de pago del bono híbrido.

Por el contrario, se entenderá el impacto como perjudicial si los mecanismos establecidos tienen un alto riesgo que impliquen pérdidas para los inversionistas, ya sea, por ejemplo, por reducciones del saldo insoluto de la deuda o conversión en acciones bajo condiciones desventajosas. También se considerará perjudicial aquellos gatilladores que conllevan a una modificación sustancial en los términos del bono híbrido, ya sea en la tasa de interés como en la tabla de amortización de la deuda.

5.-Calificación de riesgo bono híbrido

La clasificación del bono híbrido corresponderá a uno o dos *notches* menos en relación con la categoría de riesgo asignada a los pasivos corrientes.

Entre más desfavorable se califique la “definición de requisitos para absorción de pérdidas” y más perjudicial el “impacto de absorción de pérdidas”, se tenderá a que la categoría del bono híbrido sea dos *notches* inferior a la calificación de los títulos de deuda corrientes.

Disclaimer

Este Documento de Trabajo es un resumen de principales indicadores financieros que pueden ser utilizados dentro de un proceso de evaluación formal realizado por **Humphreys**, pero no puede ser considerado como una guía sobre los elementos que determinan una clasificación de riesgo asignada al emisor o a algún instrumento de oferta pública emitido por la compañía.