



Metodología Bonos Híbridos de Empresas Corporativas

Patricio Del Basto A.
patricio.delbasto@humphreys.cl

Definición bonos híbridos

Se entiende por bonos híbridos aquellos instrumentos que presentan particularidades asimilables a un título de deuda combinado con características más propias de los títulos accionarios. Este tipo de valores está subordinado 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.

Los bonos híbridos poseen una estructura que puede variar según los términos establecidos en el contrato de emisión. Entre sus características más comunes, destacan la subordinación a las obligaciones de deuda del emisor, la opción de diferir el pago de intereses o amortización bajo ciertas condiciones, y en algunos casos, la posibilidad de convertirse en acciones. Además, suelen ser emitidos a largo plazo. Por otro lado, muchos bonos híbridos incluyen una cláusula *step-up*, que ajusta la tasa de interés al alza después de un periodo inicial, para compensar el mayor riesgo para los inversionistas. Asimismo, algunos permiten la amortización anticipada y la capitalización de intereses.

Metodología de clasificación

1) Asignación deuda capital

Previo a cualquier calificación, es necesario determinar en qué proporción el bono híbrido será considerado como deuda y en qué proporción como capital, lo cual dependerá de la estructuración contemplada en la emisión del bono.

Se considerarán las alternativas: 0% capital, 50% capital y 100% capital. Así, aunque en el balance la emisión se clasificará contablemente como deuda, el análisis realizado por la calificadora variará en función de la proporción asignada como capital, de acuerdo con la metodología aplicada. Este enfoque garantiza que la clasificación refleje de manera precisa la naturaleza mixta de los bonos híbridos.

Para realizar esta clasificación, se evaluarán múltiples factores, tal como se puede observar en la Tabla 1. Al clasificar cada uno de estos factores como deuda o como capital, se podrá obtener una aproximación general de los rangos mencionados (0%, 50% y 100%).

Cabe mencionar que, para que un bono sea considerado 50% capital, se requiere cumplir con un número mínimo de factores que puedan ser clasificados como capital, quedando la decisión final sujeta al análisis y criterio del comité. Por otro lado, para que un bono sea considerado 100% capital, deben cumplirse, al menos, ciertos factores específicos en su forma más estricta, tales como la subordinación, la posibilidad de postergación de pagos de amortización e intereses y un plazo prolongado.

Tabla 1: Factores asignación deuda capital

Factor	Mayor importancia deuda	Mayor importancia capital
Grados de subordinación	Muy débil	Absoluta
Postergación de pago amortizaciones	Imposibilitado	Total flexibilidad
Postergación de pago intereses	No se pueden diferir o capitalizar	Diferibles y capitalizables
Plan de amortización	Anterior a bonos corrientes	Pos bonos corrientes o perpetuo
Convertibilidad en acciones	No convertible	Si y altamente probable
Opción de recompra 1	Sí (antes de 5 años)	No existe
Opción de recompra 2	Fácil de ejecutar	Casi imposible de ejecutar
Severidad de los covenant	Alta pbb. de declarar incumplimiento	Baja pbb. de declarar incumplimiento

2) Calificación de 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 menor *rating*.

3) Evaluación de mecanismos de pérdidas

Una vez determinada la calificación de la deuda ordinaria, e incorporado el porcentaje del bono híbrido que se considera como deuda, se debe evaluar cuántos *notches* por debajo quedará la clasificación del bono híbrido. Esta diferencia reflejará el impacto que pueden tener los mecanismos de absorción de pérdidas asociados al instrumento.

Para ello, se analiza el castigo en función de distintos elementos de la estructura del bono, tales como el grado de subordinación, la discrecionalidad para suspender pagos de intereses y de amortización, la posibilidad de pérdida de principal (*write-down*), la conversión forzosa en acciones ante eventos adversos, la existencia de *step-ups* que incentiven el rescate anticipado, cláusulas de recompra por eventos específicos y las restricciones aplicables durante los períodos de diferimiento, entre otros.

A cada uno de estos factores se le asigna un ajuste en términos de *notches*, según el nivel de riesgo que representa para el inversionista. Posteriormente, se toma en cuenta el ajuste más severo (el cual puede ser parcialmente compensado por mecanismos favorables para el tenedor, como restricciones al diferimiento de pagos, condiciones razonables de conversión o protecciones estructurales adicionales).

4) Calificación de riesgo bono híbrido

La clasificación del bono híbrido se ubicará, al menos, un *notch* por debajo de la categoría de riesgo asignada a los pasivos corrientes y la categoría final dependerá de la evaluación de los mecanismos de absorción de pérdidas del instrumento.

Cabe mencionar que, más allá de la aplicación de la metodología estándar y los criterios establecidos, la clasificación final queda sujeta al juicio y criterio profesional del comité de riesgo.