

Introducción

En tiempos recientes el mercado de deuda mexicano ha visto un creciente interés por las emisiones o transacciones estructuradas que cuentan con garantías parciales. El interés ha sido impulsado principalmente por la inclinación entre los organismos multilaterales y otras instituciones financieras para ofrecer tales garantías y fomentar el crecimiento del mercado de deuda. Los emisores, por otro lado, también han mostrado interés en el uso de estas garantías porque les permiten alcanzar una mejor calificación de crédito, a un costo menor que si trataran de obtener una garantía completa. Una calificación más alta, a su vez, le permite a los emisores recaudar fondos a tasas de interés competitivas y con vencimientos de mayor plazo.

El propósito de incluir una garantía parcial en cualquier emisión o estructura es alcanzar una mayor calificación de crédito mediante el apoyo financiero de otra entidad independiente (conocida como garante), que cuente con una mejor calidad crediticia. Por su parte, las calificaciones de emisiones o estructuras que cuentan con una garantía total reflejan generalmente la calificación de la institución que actúa como garante, por lo que la calificación fundamental del emisor (si bien sigue siendo un insumo importante) podría recibir una menor ponderación dentro del análisis.

En el caso de una estructura con garantía parcial, la calificación de la transacción considera la calidad de crédito tanto del emisor como del garante. La lógica detrás de estas transacciones es que el ahorro en los gastos por intereses sobre la deuda contraída con una mejor calificación (que refleje la mayor solidez de la emisión o estructura), debe más que compensar el costo incremental de la obtención de la garantía. La experiencia nos muestra que cada vez más los bancos, fondos e instituciones financieras (IF) prefieren suscribirse a instrumentos de deuda que cuenten con calificaciones que se encuentren en las categorías de mayor seguridad. Sin embargo, no muchas entidades corporativas son capaces de alcanzar estas calificaciones de manera independiente y esto restringe severamente su capacidad para recaudar fondos a tasas de interés competitivas. Verum considera que el mecanismo de garantía parcial proporciona un apoyo a los planes de financiamiento de las entidades corporativas, al tiempo que también sirve para incrementar la profundidad del mercado de deuda primaria.

Metodología de Calificación

Las calificaciones de crédito asignadas por Verum son opiniones sobre la calidad crediticia de emisores o emisiones que son una función de dos factores fundamentales: la probabilidad de incumplimiento y la severidad de la pérdida. El proceso de calificación de una emisión o transacción estructurada con garantía parcial sigue un patrón similar al proceso de calificación de una emisión corporativa. La diferencia radica en que en el primer caso, Verum evalúa la calidad crediticia del garante además de la calidad crediticia del emisor/originador de una estructura o emisión. La calificación final

Analistas

Daniel Martínez Flores

T (52 81) 1936 6692

M daniel.martinez@verum.mx**Ignacio Sandoval Jáuregui**

T (52 81) 1936 6694

M ignacio.sandoval@verum.mx**Jesús Hernández de la Fuente**

T (52 81) 1936 6693

M jesus.hernandez@verum.mx**Jonathan Félix Gaxiola**

T (52 81) 1936 6693

M jonathan.felix@verum.mx

también incorpora una opinión jurídica sobre las características de la estructura de la garantía. Es importante señalar que las calificaciones que cuentan con garantía parcial incorporan una opinión sobre la posible pérdida esperada para el inversionista, la cual es atenuada precisamente por la garantía parcial con la que cuenta.

Como criterio general se deben de considerar dos aspectos en el análisis y la asignación de este tipo de calificaciones: la garantía parcial contribuye de manera directa a reducir en un porcentaje predeterminado la severidad de la pérdida de los inversionistas en caso de incumplimiento y, al mismo tiempo, generalmente se convierte en un factor que estimula al emisor a hacer un esfuerzo adicional para cumplir adecuadamente con su compromiso financiero en tiempo y forma. Sin embargo, dado que este segundo aspecto es difícil de cuantificar, la calificación corporativa del emisor prevalece como el punto de partida dentro del proceso de análisis de las emisiones. Esto significa que la probabilidad de incumplimiento de una emisión o estructura no cambia con la incorporación de una garantía parcial; sin embargo, ésta sí mitiga directamente la severidad de la pérdida sobre la emisión en caso de incumplimiento, por lo que las calificaciones asignadas a estas emisiones mejoran exclusivamente por esta razón.

Por lo tanto, los parámetros que Verum considera para obtener una calificación de una emisión o transacción estructurada con garantía parcial son los siguientes:

1. Calificación corporativa individual del emisor.
2. Calificación del garante(s).
3. Correlación de la probabilidad de incumplimiento entre el emisor y el garante, en caso de existir.
4. El mecanismo y estructura de la garantía, incluyendo cualquier restricción legal para ejecutarla.

Cada uno de estos parámetros se describe a continuación.

1. Calificación corporativa individual del emisor

La calificación corporativa individual del emisor es una opinión que refleja la calidad crediticia de éste, así como la posible pérdida esperada del instrumento que haya emitido. Lo que a su vez es una función de la probabilidad de incumplimiento del emisor y la severidad de la pérdida que sufriría el inversionista en caso de suscitarse esta situación. El enfoque de calificación de Verum emplea herramientas analíticas que incorporan múltiples factores cuantitativos y cualitativos. Nuestras calificaciones reflejan una evaluación de la situación financiera actual de la organización, así como del desarrollo que se espera tenga en el futuro.

La probabilidad de incumplimiento es una función del tiempo y aumenta conforme el plazo es mayor. Esto es, para instrumentos con una misma calificación, la probabilidad de que un instrumento con un vencimiento más corto incumpla es más baja que la de uno que cuenta con un vencimiento de mayor plazo. Verum utiliza datos históricos referentes a las tasas de incumplimiento de pago y cifras de severidad de la pérdida

tomada de la base de datos histórica de incumplimiento para todos los niveles de calificación.

2. Calificación del garante

Un análisis similar al mencionado anteriormente se hace para el garante. Sin embargo, ya que en la mayoría de las transacciones los garantes cuentan con calificaciones que se encuentran en las categorías más altas y de mayor seguridad, la probabilidad de incumplimiento generalmente es muy baja. Por lo tanto, el riesgo de pérdida de los inversionistas debido a un incumplimiento por parte del garante es generalmente bajo. En los casos en los que el garante sea calificado en un nivel inferior al máximo, este nivel sería considerado como un límite superior o techo para la calificación final de la estructura.

3. Correlación de Incumplimiento

Un factor importante en la calificación de estructuras con garantías parciales es la correlación de incumplimiento que pudiera existir entre el emisor y el garante. En ciertos casos podría existir una alta correlación de incumplimiento entre las dos entidades, producto de una serie de razones. Por ejemplo, ambos podrían pertenecer a la misma industria, podría tener en común ciertas materias primas o mercados o podrían pertenecer a un mismo grupo empresarial. Además de estos factores específicos, una correlación de incumplimiento puede existir entre todas las empresas que participan en una misma región o zona económica. Sin embargo, para las estructuras que son garantizadas por organismos multilaterales, regularmente se considera que no existe ninguna correlación de incumplimiento con los emisores. Una mayor correlación entre las entidades significa una exposición a riesgos comunes, lo que regularmente puede llegar a debilitar la estructura de la garantía.

4. Mecanismo y Estructura de la Garantía

El mecanismo para la ejecución de una garantía es un criterio importante para la calificación, ya que puede afectar la pérdida esperada para el inversionista. Existen diversas estructuras que se pueden utilizar en una emisión o transacción y se diferencian principalmente en la forma en que las garantías se ejecutan. El principal impacto que tiene la estructura de la garantía parcial se refleja en el valor presente de la cobertura que brinda a la emisión o estructura correspondiente y, en última instancia, en la protección hacia los inversionistas. Algunas de estas se describen a continuación:

- **Garantía de principal e intereses vs garantía de principal:** La garantía parcial podría fijarse como una proporción del total de los intereses así como del pago del principal de la emisión, o solamente como una proporción del monto del principal. Para calcular el valor presente Verum descontará los flujos proporcionados por la garantía (de principal o intereses) a una tasa de descuento acorde a la calidad crediticia del garante.

- **Estructuras aceleradas vs no aceleradas:** Lo más común en las estructuras de garantía parcial es que el mecanismo de ejecución de los pagos sea normal (no acelerada). En estos casos, la garantía no se acelera y los montos garantizados se van pagando de acuerdo al calendario de pagos de intereses y amortizaciones pactado cuando existe una situación de incumplimiento. Sin embargo, ciertas estructuras pueden contar con mecanismos de ejecución que aceleren los pagos de la garantía en el caso de que el emisor llegue a una situación de incumplimiento. En estos casos la ejecución de la garantía se aceleraría y el monto total garantizado se pagaría por completo a los inversionistas, mejorando así la cobertura efectiva del instrumento. Por este motivo, las garantías con una estructura acelerada no requieren un ajuste en su valor presente.

Verum también evalúa el impacto que tendría este tipo de aceleración de la garantía sobre la calidad crediticia del garante, lo cual se incluye en el proceso de evaluación del garante.

- **Garantía fija vs garantía en descenso:** La garantía podría ser por una cantidad fija (como porcentaje del monto de la emisión), por lo que se mantendría igual en términos absolutos, incluso cuando el instrumento de deuda comience a amortizar. Por lo tanto, el importe de la garantía como proporción de la suma adeudada total se incrementará conforme la deuda vaya amortizando. La otra opción es definir el monto de la garantía como un porcentaje fijo de la deuda a pagar. En este caso, el importe absoluto de la garantía se reduce conforme avanza la amortización del instrumento, aunque en términos proporcionales se mantenga igual.
- **Garantías cargadas hacia el final de la emisión:** Como el elemento de incertidumbre asociado a la estimación de los flujos de efectivo aumenta con el tiempo, algunas estructuras de garantía parcial se cargan hacia el final para lograr una mejor calificación. El garante no adquiere ningún compromiso de respaldar los pagos programados durante el periodo inicial, o lo hace sólo para una parte de los pagos en esta etapa, pero sí garantiza todos los pagos más allá de un determinado punto en el tiempo. Estas estructuras son preferidas por emisores cuyo perfil crediticio de corto plazo es relativamente fuerte pero que su desempeño en el largo plazo es más incierto.

Además de analizar el mecanismo de garantía, Verum revisa todos los documentos relacionados con la garantía para determinar si ésta es incondicional e irrevocable. Adicionalmente, se evalúa la presencia de mecanismos de activación para detonar la garantía. De la misma forma, cuando se considera prudente se solicita la opinión legal de despachos de abogados externos de reconocido prestigio para corroborar que no existen riesgos ocultos en las transacciones.

Determinación de la calificación con la garantía

Para asignar una calificación a una emisión o estructura que incorpora una garantía parcial, Verum parte del supuesto de que el escenario base de recuperación de una emisión no garantizada tras un incumplimiento para los inversionistas es de 40%, cifra

acorde a los resultados obtenidos en diversos estudios internacionales de recuperación e incumplimiento de deuda.

Verum analiza las características de la garantía parcial (calidad crediticia del garante, monto y estructura de la garantía, entre otros) con el objetivo de determinar el valor presente de la protección final para los inversionistas en última instancia. Verum considera que para incrementar en un nivel la calificación en escala nacional se debe contar con un porcentaje de garantía (otorgada por un garante de la máxima calidad crediticia) que fluctúa entre 10% y 15%, estableciendo como máximo un incremento de 6 niveles, sin que la calificación de la emisión o estructura con garantía parcial sea mayor a la del garante.

Es importante mencionar que este rango porcentual se brinda únicamente como un indicador inicial de la expectativa de recuperación adicional que podría tener un acreedor sobre las obligaciones de un emisor. Sin embargo, cabe destacar que un gran número de factores podrían afectar el porcentaje real de recuperación que tenga un acreedor, muchos de los cuales rebasan el alcance de un proceso de calificación (e.g. el precio de compra de un mismo activo puede ser diferente para los acreedores e impactar el grado de recuperación final tras un incumplimiento).