

# Criterios

Criterios | Empresas | General

## Criterios para calificar empresas 2008: Calificación de emisiones

Fecha de publicación global (inglés): 15 de abril de 2008

Fecha de revisión global (inglés): 9 de mayo de 2016

Fecha de publicación en español: 19 de mayo de 2017

**Contacto principal:**

Anne-Charlotte Pedersen, Nueva York (1) 212-438-6816; [anne-charlotte.pedersen@spglobal.com](mailto:anne-charlotte.pedersen@spglobal.com)

**Contacto secundario:**

David W Gillmor, Londres (44) 20-7176-3673; [david.gillmor@standardandpoors.com](mailto:david.gillmor@standardandpoors.com)

**Oficial de criterios global – Calificaciones de empresas:**

Mark Puccia, Nueva York (1) 212-438-7233; [mark.puccia@standardandpoors.com](mailto:mark.puccia@standardandpoors.com)

## Índice

---

CALIFICANDO CADA EMISIÓN .....	3
NOTCHING (AJUSTE POR NIVELES) HACIA ABAJO; NOTCHING HACIA ARRIBA ..	4
REFLEJO DEL NIVEL DE RECUPERACIÓN (RECUPERO) EN LAS CALIFICACIONES DE EMISIÓN .....	6
METODOLOGÍA DE RECUPERACIÓN (RECUPERO) PARA EMPRESAS INDUSTRIALES .....	12

# Criterios para calificar empresas 2008: Calificación de emisiones

*(Nota del Editor: Originalmente publicamos este artículo de criterios el 15 de abril de 2008. Lo estamos republicando tras nuestra revisión periódica que completamos el 1 de enero de 2016. Como resultado de nuestra revisión, actualizamos la lista de contactos. El 9 de mayo de 2016, republicamos estos criterios para aclarar la primera frase después del subtítulo “Aplicación de los lineamientos”)*

*Este artículo fue parcialmente reemplazado por los siguientes criterios:*

- Metodología: Evaluaciones para clasificar jurisdicciones, 20 de enero de 2016;*
- “Metodología: Uso de las calificaciones crediticias de emisión ‘C’ y ‘D’ para instrumentos de capital híbrido y pago en especie”, publicado el 24 de octubre de 2013;*
- “Lineamientos de criterios para calificaciones de recuperación de deuda de emisores corporativos con calificación de grado especulativo”, 10 de agosto de 2009;*
- “Update On Rating Methodology For Debtor-In-Possession Loans With Noncash Pay Features”, 30 de Julio de 2009, y*
- “Notching Of U.S. Investment-Grade Investor-Owned Utility Unsecured Debt Now Better Reflects Anticipated Absolute Recovery”, 10 de noviembre de 2008,*

*Este artículo reemplaza a “Criterios para calificar empresas 2008” publicado el 15 de abril de 2008. La sección titulada “Reflejo del nivel de recuperación en las calificaciones de emisión” reemplaza el artículo “Securitization’s Effect On Corporate Credit Quality”, publicado el 28 de noviembre de 2005).*

## Calificando cada emisión

Asignamos dos tipos de calificaciones crediticias, una a los emisores corporativos y otra a las emisiones individuales de deuda corporativa (u otras obligaciones financieras). La primera se denomina calificación de riesgo crediticio de Standard & Poor’s. Es nuestra opinión actual sobre la capacidad general de un emisor de pagar sus obligaciones financieras, es decir, su calidad crediticia fundamental. Esta opinión se centra en la capacidad y voluntad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros en tiempo y forma. Generalmente indica la probabilidad de incumplimiento respecto de todas las obligaciones financieras de la empresa porque, en la mayoría de los países, las compañías que incumplen en un tipo de deuda —o solicitan la bancarrota—prácticamente siempre suspenden el pago de todos sus tipos de deuda.

La calificación de riesgo crediticio de una empresa no refleja ninguna prioridad o preferencia entre las obligaciones de la misma. En el pasado, publicábamos la “calificación implícita más senior” de los deudores corporativos —un término diferente precisamente para el mismo concepto. “Calificación de riesgo de incumplimiento” y “calificación natural” son maneras adicionales de referirse a esta calificación del emisor.

(En general, publicamos una calificación de riesgo crediticio para todas las empresas que tienen calificaciones de emisiones, además de las compañías que no tienen emisiones calificables pero solicitan contar solamente con una calificación de riesgo crediticio. Cuando están vinculadas, se asignan calificaciones de emisor en moneda local y en moneda extranjera).

También asignamos calificaciones crediticias a emisiones específicas. De hecho, la vasta mayoría de las calificaciones crediticias corresponden a emisiones específicas de deuda. Las calificaciones de emisión de largo plazo son una mezcla del riesgo de incumplimiento (al que a menudo se refieren como “puntualidad”) y de las expectativas de recuperación (LGD, siglas en inglés para *Loss Given Default* –Pérdida tras incumplimiento) asociadas con la deuda específica que se está calificando. La deuda con perspectivas de recuperación relativamente buenas –en especial, la deuda bien garantizada– se califica por arriba de la calificación de riesgo crediticio; la deuda con perspectivas de recuperación relativamente bajas considerando la LGD –especialmente la deuda junior– se califica por debajo de la calificación de riesgo crediticio del emisor. El ajuste en la diferenciación de niveles de calificación (*notching*) no se aplica a las calificaciones de corto plazo (véase la sección de “Papel comercial”).

Las calificaciones de recuperación (recupero) se agregaron en 2003. Estas calificaciones abordan solamente las expectativas de recuperación, utilizando una escala de uno a seis, en lugar de las letras de las calificaciones.

## **Notching (ajuste por niveles) hacia abajo; notching hacia arriba**

La práctica de diferenciar la calidad crediticia de las emisiones en relación con la del emisor se conoce como “*notching*” (ajuste por niveles). Las emisiones se ajustan al alza o a la baja desde el nivel de la calificación de riesgo crediticio de una empresa. El pago oportuno de acuerdo con lo prometido es de suma importancia para todas las emisiones de deuda. El potencial de recuperación en caso de incumplimiento –es decir, la recuperación final, aunque retrasada– también es importante, pero la primera consideración es que tan oportuno es el pago. Esto explica porque las calificaciones de emisión todavía están ancladas a la calificación de riesgo crediticio. Se ajustan –hacia abajo o hacia arriba (*notching down o notching up*)– respecto de la calificación de riesgo crediticio del emisor de acuerdo con los lineamientos establecidos, que explicamos aquí.

A medida que el riesgo de incumplimiento se incrementa, la preocupación sobre lo que puede recuperarse toma mayor relevancia y, por consiguiente, mayor importancia para la calificación. De acuerdo con ello, se da más peso al aspecto LGD de las calificaciones a medida que uno se mueve a la baja en el espectro de calificaciones. Por ejemplo, la deuda subordinada puede tener una calificación de hasta dos niveles (*notches*) por debajo de la calificación de riesgo crediticio en grado de no inversión, pero de solamente un nivel cuando mucho si la calificación de riesgo crediticio de la empresa es de grado de inversión (En el mismo sentido, las emisiones de empresas con calificaciones de ‘AAA’ no necesitan ajustarse en absoluto).

Para las empresas calificadas en grado de inversión, buscamos diferenciar aquellas obligaciones financieras que se considera tienen expectativas de recuperación materialmente inferiores por el hecho de no estar garantizadas o ser subordinadas, ya sea contractual o estructuralmente. La prioridad en la quiebra se considera en términos generales; no se trata de especificar un escenario de incumplimiento.

En las categorías de calificación de grado especulativo, buscamos prever los niveles de recuperación específica con base en la modelación de escenarios de incumplimiento totales. Considerando que cualquier incumplimiento presumiblemente se situaría a menos distancia en el tiempo para las empresas con calificaciones de grado de inversión, es más razonable analizar un escenario de incumplimiento anticipado específico, con una mezcla de activos asociados y valores realizables. Cuando se lleva a cabo tal análisis riguroso de recuperación, asignamos una calificación de recuperación y basamos el ajuste (*notching*) sobre el resultado específico. Nos enfocamos en una tendencia central de aproximadamente 50%. Por consiguiente, las emisiones con tasas de recuperación significativamente superiores a 50% reciben una calificación por arriba de la calificación de riesgo crediticio de la empresa; por el contrario, las emisiones con recuperaciones significativamente inferiores a 50% se califican por debajo de la calificación de riesgo crediticio de la empresa.

Las calificaciones de emisiones subyacentes de las relaciones de *notching* están sujetas a revisión y cambian cuando los acontecimientos difieren de las expectativas. Los cambios en el *notching* no necesariamente tienen que estar acompañados de cambios en el riesgo de incumplimiento.

Los lineamientos de *notching* son una función de la ley de quiebras y de las prácticas en la jurisdicción legal que rige un instrumento específico. Por ejemplo, distinguir entre la deuda senior y subordinada puede no tener sentido en India donde se permite a las empresas continuar pagando incluso dividendos comunes al mismo tiempo que están en incumplimiento de sus obligaciones de deuda; por consiguiente, el *notching* no se aplica en India. La mayoría de los sistemas legales siguen de manera general las prácticas contenidas en nuestros criterios para el *notching*, pero siempre es importante estar consciente de los matices de la ley a la que está sujeta cada emisión.

## Capital preferente

El capital preferente involucra un mayor riesgo crediticio que la deuda en dos maneras importantes: el dividendo es a discreción del emisor, y el carácter de preferente representa un reclamo profundamente subordinado en caso de quiebra. Antes de 1999, usábamos una escala independiente para el capital preferente. En febrero de ese año, integramos las escalas de deuda y del capital preferente.

De acuerdo con ello, actualmente el capital preferente se califica por lo general por debajo de la deuda subordinada. Cuando la calificación de riesgo crediticio de una empresa es de grado de inversión, su capital preferente se califica dos *notches* por debajo de dicha calificación. Por ejemplo, si la calificación de riesgo crediticio es de 'A+', el capital preferente recibiría una calificación de 'A-'. (En el caso de una calificación de riesgo crediticio de 'AAA', el capital preferente se calificaría 'AA+'). Cuando la calificación de riesgo crediticio no es de grado de inversión, el capital preferente se califica al menos tres *notches* (una categoría de calificación) por debajo de la calificación de riesgo crediticio. La deuda de pago diferido se trata de manera idéntica al capital preferente, dada su subordinación y el derecho a diferir los pagos de intereses.

Existen situaciones en las cuales el dividendo se ve especialmente amenazado y el *notching* excedería los lineamientos anteriores. Por ejemplo, cuando los estatutos restringen el pago si hay un déficit en la cuenta de capital. Esto puede ocurrir tras una cancelación (*write-off*), incluso aunque la empresa esté saludable y cuente con suficiente efectivo para continuar pagando. De igual manera, las restricciones financieras (*covenants*) en instrumentos de deuda pueden poner en riesgo el pago de dividendos, aunque haya capacidad para pagar.

En todos los casos, el riesgo de diferir pagos se analiza desde una perspectiva pragmática más que legal. Si una empresa difiere un pago o deja pasar un dividendo preferente, es equivalente a incumplimiento sobre las emisiones preferentes. La calificación se cambia a 'D' una vez que la fecha de pago ha pasado. Generalmente, la calificación se bajaría a 'C' mientras tanto, en la medida en que pueda anticiparse la falta de pago –por ejemplo, si la empresa fuera a anunciar que sus directivos no lograron declarar el dividendo preferente. Siempre que una empresa reanuda el pago de sus dividendos preferentes pero se mantenga retrasada respecto de los pagos que se saltó, la calificación es, por definición, de 'C'.

## Preferentes convertibles / unidades de capital

Algunos instrumentos establecen una conversión obligatoria a acciones comunes de una empresa. Tales instrumentos varían respecto a la fórmula para compartir la apreciación potencial en el valor de la acción. Mientras tanto, estos instrumentos representan una deuda subordinada o reclamo de capital preferente. Otras ofertas empaquetan una deuda de corto plazo o capital preferente con un contrato de compra diferida de capital común para lograr términos económicos similares.

Las calificaciones de la emisión abordan principalmente la posibilidad de pagos parciales y la solvencia de la empresa en el momento de la conversión para poder honrar sus obligaciones y entregar las acciones. Estas calificaciones no se ocupan del monto o valor de acciones comunes que recibirán finalmente los inversionistas. El riesgo de capital que corresponde se refleja principalmente mediante la limitación de la calificación al equivalente de los instrumentos de capital preferente de la empresa. (Antes subrayábamos este riesgo agregando el sufijo 'r' a las calificaciones de estos instrumentos híbridos, pero ahora confiamos en la familiaridad del mercado con tales instrumentos y sus términos).

## Reflejo del nivel de recuperación (recupero) en las calificaciones de emisión

Si podemos proyectar con certeza que las expectativas de recuperación rebasarán el 70% para un instrumento individual, tal emisión recibirá una calificación por arriba de la calificación de riesgo crediticio del emisor. Por el contrario, si proyectamos que la recuperación para un instrumento será inferior a 30%, normalmente calificaremos la emisión por debajo de la calificación de riesgo crediticio de la empresa. Cuando no podamos modelar con certeza una recuperación absoluta debido a temas jurisdiccionales o porque la calificación de riesgo crediticio es de grado de inversión y la emisión no está garantizada, ajustamos a la baja en los casos en que la emisión de deuda tiene una posición junior respecto a las otras emisiones de deuda de la empresa, lo que indica las expectativas de una recuperación relativamente débil.

La ponderación de los aspectos de la recuperación en las calificaciones de emisión también varía a medida que el potencial de incumplimiento se vuelve más significativo, como se explica a continuación.

### Grado de inversión

Para las empresas con calificaciones de grado de inversión, las relaciones de ajuste (*notching*) se basan en los lineamientos generales que combinan la consideración de la protección de activos y su clasificación. Los lineamientos están diseñados para identificar desventajas importantes para una emisión en virtud de la existencia de obligaciones mejor posicionadas. El analista no busca predecir niveles específicos de recuperación, lo que precisaría conocer la mezcla exacta de activos y valores en un punto de cara al futuro. Por consiguiente, generalmente no efectuamos un análisis de recuperación fundamental, debido a la dificultad de hacer un análisis significativo de escenario de incumplimiento mientras que la empresa todavía es fuerte.

(Por ejemplo, no asumiríamos que ocurre un incumplimiento en tanto la estructura de capital de la compañía se mantenga prácticamente sin cambio –como generalmente lo hacemos en el análisis de recuperación de las empresas con calificaciones de grado especulativo. Con respecto a las entidades que actualmente son fuertes –con balances relativamente sin presiones– la aplicación de tal enfoque sería inapropiada. Por ello, normalmente por ahora no asignamos calificaciones de recuperación sobre emisiones de deuda de empresas con calificaciones de grado de inversión –excepto en el caso de los bonos hipotecarios garantizados de servicios públicos).

Más bien, usamos un enfoque general para identificar las emisiones de deuda con expectativas de recuperación inferiores –o, para considerar la posibilidad de agregar niveles (*notches*), usamos valuaciones discretas de activos si existe una garantía (con algunas modificaciones en el caso de entidades de servicios públicos regulados).

### Calificaciones por abajo de las calificaciones de riesgo crediticio de la empresa: “*Notching down*”

Cuando se considera una emisión de deuda como junior respecto de otras emisiones de deuda de la empresa, y por consiguiente que tiene unas expectativas de recuperación relativamente bajas, esa emisión se ajusta a la baja (*notched down*) desde la calificación de riesgo crediticio del emisor. Según establece la política sobre calificaciones, esta diferencia está limitada a la designación de una calificación para las categorías de grado de inversión dado el rol crítico de la puntualidad de pago para la deuda de grado de inversión. La LGD es poco menos importante en el esquema para grado de inversión, lo que le da una menor ponderación a la recuperación; los inversionistas se centran en obtener su pago en primer lugar.

Independientemente del porcentaje límite de los activos de la empresa que se usarían primero para satisfacer otros reclamos, esto se traduce en una desventaja significativa para los acreedores junior. El límite del *notching* se alcanza cuando los reclamos más senior cubren más del 20% de los activos (a menos que los activos menos valiosos constituyan la garantía o que haya factores mitigantes, como garantías de las subsidiarias).

Aunque no hacemos juicios específicos sobre el nivel de recuperación absoluta para la deuda en grado de inversión, la desventaja material de las emisiones junior está diseñada para corresponder al 30% del parámetro de recuperación absoluta que aplica para el *notching* de grado especulativo. Ocurre con más frecuencia que la deuda junior recupera menos de 30% (aunque esta cifra puede variar de acuerdo con la jurisdicción).

El nivel del umbral considera que normalmente se usa más de \$1 de los activos –valuados al día de hoy— para satisfacer \$1 de deuda prioritaria. En el caso de la deuda garantizada –que limita la prioridad al colateral comprometido— los activos restantes probablemente son todavía menos suficientes para repagar la deuda no garantizada, ya que normalmente el colateral está conformado por los mejores activos de la empresa y a menudo excede de manera sustancial el monto de la deuda.

Además, con toda probabilidad, habrá deuda adicional al momento del incumplimiento, como se indicó antes. Dado que se incurrirá en tal deuda –así como en el refinanciamiento de la deuda existente— a medida que la empresa se acerque al incumplimiento, es más probable que ocurra sobre una base garantizada (o directamente sobre la entidad que tiene los activos operativos, en el caso de una estructura de compañía operativa/controladora).

En la medida en que ciertas obligaciones tienen una prioridad de reclamo sobre los activos de la empresa, las obligaciones clasificadas más abajo están en desventaja porque estará disponible un conjunto de activos menor para satisfacer los reclamos. Como mencionamos antes, la deuda puede ser junior debido a que se encuentra contractualmente subordinada, es decir, los términos de la emisión establecen específicamente que los tenedores de esta deuda recibirán recuperación en una bancarota solamente después de que se hayan satisfecho los reclamos de otros acreedores.

Otro caso es cuando la emisión no está garantizada, aunque los activos representan una parte importante del financiamiento senior con garantía de la empresa. (Si el colateral que garantiza una emisión de deuda en especial es de valor dudoso, y el colateral más valioso está comprometido con otro crédito, entonces la deuda garantizada debe ser ajustada a la baja respecto de la calificación de riesgo crediticio del emisor).

Una tercera forma de desventaja puede presentarse si la compañía realiza sus operaciones mediante una subsidiaria operativa / controladora. En este caso, si todo el grupo se va a la quiebra, los acreedores de las subsidiarias –incluyendo los tenedores incluso de la deuda subordinada contractualmente- tendrían prioridad de reclamo sobre los activos de las subsidiarias mientras que los acreedores de la matriz solamente tendrían un reclamo junior, limitado al valor residual de los activos de las subsidiarias que resten tras haberse satisfecho los pasivos directos de las subsidiarias. La desventaja de los acreedores de la matriz respecto de la estructura legal matriz/subsidiaria se conoce como “subordinación estructural”. Incluso si las operaciones del grupo se dividen entre muchas subsidiarias pequeñas, las obligaciones individuales de deuda de las que se tienen solamente expectativas de recuperación dudosa, los acreedores de la matriz todavía pueden estar en desventaja en comparación con una situación en la que todos los acreedores tendrían una prioridad de reclamo igual sobre los activos.

Si una empresa tiene una mezcla de activos atípica, el límite de 20% podría ser mayor o menor para reflejar los montos relativos de mejores o peores activos. Los créditos mercantiles (goodwill) son especialmente sospechosos, considerando su valor probable en un escenario de incumplimiento. Al aplicar los lineamientos de notching, Standard & Poor’s generalmente elimina de los activos totales los créditos mercantiles que exceden un monto “normal” –10% de los activos ajustados totales. A diferencia de un crédito mercantil, los intangibles se consideran potencialmente valiosos –por ejemplo, marcas establecidas en el sector de productos de consumo. Sin embargo, no realizamos evaluaciones detalladas de activos o intentamos hacer postulados específicos sobre cómo podrían fluctuar los valores del mercado en un escenario hipotético de estrés (excepto en el caso de la deuda garantizada).

El concepto detrás de estos límites o umbrales es para medir la desventaja material respecto de los diferentes tipos de deuda. En cada nivel, en tanto el próximo tipo de deuda todavía cuenta con suficiente cobertura de activos, no consideramos la prioridad de los tipos superiores como una desventaja real para los emisores más junior. De acuerdo con ello, es importante la naturaleza de los activos de la compañía: si una empresa tiene una mezcla de activos atípica, los límites podrían ser mayores o inferiores para reflejar los montos relativos de peores o mejores activos.

El tamaño relativo del siguiente tipo de deuda también es importante. Si la siguiente capa es especialmente grande –en relación con los activos que se supone quedarán tras satisfacer las capas más senior- entonces la cobertura se ve afectada. Hay numerosos LBOs financiados con emisiones gigantescas apenas por debajo de los tipos senior. Aunque la deuda prioritaria puede ser pequeña (por abajo de los niveles límite), tiene una desventaja real para las emisiones junior: dado lo reducido de la cobertura restante la deuda junior debería ser ajustada a la baja en su calificación respecto de la del emisor (*notched down*).



Otro tema que no debemos olvidar es que “absoluto vence a relativo”, es decir, si por razones estructurales u otras específicas de la emisión (o de la jurisdicción) podemos anticipar con confianza una recuperación de más de 30% (y de menos de 70%), igualaríamos la calificación de emisión con la calificación de riesgo crediticio del emisor independientemente del resultado del cálculo de deuda prioritaria. De manera similar, si hubiera razones estructurales, específicas de la emisión o de la jurisdicción para anticipar una recuperación inferior a 30%, calificaríamos la emisión al menos un nivel por debajo de la calificación de riesgo crediticio del emisor. Estos rangos de recuperación absoluta son similares a los que usamos para los lineamientos de calificación de emisiones en grado especulativo a las que asignamos calificaciones de recuperación.

## Aplicación de los lineamientos

Para aplicar los lineamientos anteriores, las obligaciones por arrendamiento —ya sea que se capitalicen en los reportes financieros de la empresa o que se mantengan fuera de balance como arrendamientos operativos son considerados como deuda prioritaria— y los activos relacionados se incluyen en el lado de los activos. De manera similar, se deducen la venta de cuentas comerciales por cobrar y los activos titulizados, junto con un monto similar de deuda prioritaria. Otros acreedores se encuentran en una desventaja similar por tales acuerdos de financiamiento como por la deuda garantizada. Para considerar el efectivo excedente y los instrumentos negociables de empresas que actualmente disfrutaban de salud financiera, no asumimos que el efectivo estará disponible en el escenario de incumplimiento, ni que se disipará totalmente, sino que más bien, con el tiempo, este efectivo se reinvertirá en activos operativos que reflejen la base de activos actuales de la empresa, sujeto a la erosión en el valor de la misma magnitud.

**Calificaciones de emisión en moneda local y extranjera.** Para determinar las calificaciones de emisión en moneda local, el punto de referencia es la calificación de riesgo crediticio en moneda local de la empresa: las calificaciones de emisión en moneda local pueden ajustarse a la baja en un nivel (notch) desde la calificación de riesgo crediticio en moneda local de la empresa en el caso de emisores con calificaciones en grado de inversión, o en uno o dos niveles en caso de los emisores con calificaciones de grado especulativo. A veces, una calificación de riesgo crediticio en moneda extranjera es más baja que la calificación de riesgo crediticio en moneda local de una empresa, lo que refleja el riesgo de que el gobierno soberano pueda tomar acciones que afecten la capacidad de la compañía para cumplir con sus obligaciones en moneda extranjera. Sin embargo, las emisiones junior en moneda extranjera no se ajustan a la baja desde la calificación de riesgo crediticio en moneda extranjera del emisor, porque la acción del gobierno aplicaría independientemente del carácter senior/junior de la deuda. Por supuesto, la emisión nunca recibiría una calificación superior a la que habría tenido si estuviera denominada en moneda local. Por ejemplo, si una calificación de riesgo crediticio en moneda local de emisor fuera de ‘BB+’ y en moneda extranjera de ‘BB-’, las emisiones subordinadas en moneda extranjera podrían calificarse con ‘BB-’. Pero si la calificación de riesgo crediticio en moneda local del emisor fuera de ‘BB+’ y la de moneda extranjera de ‘BB’, las emisiones subordinadas denominadas en moneda extranjera se calificarían en ‘BB-’ como ocurriría con las emisiones subordinadas en moneda local.

## Calificaciones por arriba de la calificación de riesgo crediticio de emisor: “Notching up”

Generalmente no modelamos un escenario de incumplimiento específico para las empresas de grado de inversión, por lo que la identificación de las emisiones con características de recuperación superior generalmente depende de las condiciones de la garantía de una emisión específica. Las emisiones que son candidatas para un ajuste al alza (*notching up*) son las de deuda garantizada, siempre que la garantía esté conformada por activos con un historial bien establecido respecto a la recuperación tales como bonos hipotecarios garantizados de servicios públicos regulados.

Como explicamos antes, el peso que se le da a recuperación al asignar calificaciones de emisión disminuye conforme se mueve al alza en el espectro de las calificaciones. Cuando la calificación de una empresa se encuentra en la categoría de ‘BBB’, su deuda bien garantizada recibe una calificación de uno o dos niveles por arriba de la calificación de riesgo crediticio del emisor, dependiendo de la cobertura de la garantía. Para la categoría ‘A’, la adición máxima se limita a un nivel y solamente aplica cuando se anticipa una recuperación total. Para las categorías ‘AAA’ y ‘AA’, el *notching up* se elimina totalmente de manera gradual.



## Subordinación estructural

A veces, una matriz y su grupo de filiales tienen distintos riesgos de incumplimiento. La diferencia en riesgo puede derivarse de las restricciones financieras (*covenants*), supervisión regulatoria, u otras consideraciones. Esta es la norma para las controladoras de operadoras de seguros y bancos. En tales situaciones, no existen límites fijos que regulen las brechas entre las calificaciones de riesgo crediticio de la matriz y las subsidiarias. La controladora tiene el mayor riesgo de incumplimiento excepto por las distinciones de la recuperación posterior a incumplimiento. Si tal controladora emitió deuda senior y junior, sus obligaciones junior estarían diferenciadas (*notched*) en relación con la calificación de riesgo crediticio de la controladora en uno o dos niveles.

Sin embargo, a menudo, una controladora con una o más empresas operativas se considera como una sola entidad económica. Cuando se considera que el riesgo de incumplimiento es el mismo para la controladora y sus principales subsidiarias, se les asigna la misma calificación de riesgo crediticio. Incluso en una liquidación, los acreedores de la controladora tienen derecho solamente al valor residual neto de las empresas operativas que queda después de que se han satisfecho todas las obligaciones de las empresas operativas. Las emisiones de deuda a nivel de la matriz se diferencian a la baja (*notched down*) para reflejar la subordinación estructural cuando los pasivos prioritarios crean una desventaja importante para los acreedores de la matriz, tras considerarse todos los factores mitigantes. Al considerar la calificación apropiada para una emisión específica de deuda a nivel de la matriz, los pasivos prioritarios incluyen todos los pasivos de terceros (no solamente deuda) de las subsidiarias—incluyendo las cuentas comerciales por pagar, los pasivos por pensiones y licencias médicas, y los pasivos ambientales— así como cualquier pasivo de la controladora relativamente mejor posicionado. (Por ejemplo, los financiamientos de la controladora garantizados por el capital de las subsidiarias tendrían una desventaja en relación con los pasivos de la subsidiaria, pero se clasificarían antes de la deuda no garantizada de la matriz). Los potenciales factores mitigantes incluyen:

**Garantías.** Las garantías de las subsidiarias para la deuda de la matriz (garantías subsidiaria-matriz) pueden superar la subordinación estructural colocando los reclamos de los acreedores de la matriz *pari-passu* con los de los acreedores de las empresas operativas. Tales garantías tienen que ser ejecutables bajo el sistema legal nacional que corresponda y no debe haber prácticamente preocupación excesiva sobre potenciales acusaciones de traslados fraudulentos. Aunque las garantías solidarias de todas las subsidiarias establecen la mayor protección significativa, varias garantías de subsidiarias que representan una parte importante de los activos totales serían suficientes para evitar la diferenciación de las emisiones de la deuda de la matriz en la mayoría de los casos.

El resultado del análisis legal depende de la pauta específica de hechos, no de la documentación legal—por lo no se puede estandarizar la determinación. Pero, si la empresa garante recibió valores o se mantuvo solvente durante el tiempo suficiente posterior a la emisión de la garantía, consideramos válida las garantías subsidiaria-matriz. De acuerdo con ello, consideramos como válidas las garantías subsidiaria-matriz, si se cumplen con cualquiera de las siguientes condiciones:

- Los recursos de la obligación garantizada son canalizados desde la matriz al garante. No importa si el emisor toma el dinero como una infusión de capital o como un crédito. De cualquier manera, el financiamiento beneficia las operaciones de la subsidiaria que justifica la garantía;
- Ha pasado el periodo de riesgo legal—ordinariamente de uno o dos años a partir del inicio de la garantía;
- Hay una conclusión analítica específica de que existe un bajo riesgo de incumplimiento durante el periodo que está en riesgo la validez de la garantía; y
- La calificación del garante es de al menos 'BB' en jurisdicciones que incluyen un riesgo de dos años, o al menos de 'B+' en jurisdicciones que involucran un riesgo de dos años, o de al menos 'B+' en jurisdicciones con un año.

**Activos operativos en la matriz.** Si la matriz no es una controladora pura, sino que más bien posee directamente ciertos activos operativos, esto le da a sus acreedores una prioridad de reclamo sobre sus activos. Esta situación compensa, al menos parcialmente, la desventaja de su estatus de subordinación estructural con respecto a los activos propiedad de las subsidiarias.

**Diversidad.** Cuando la matriz posee múltiples empresas operativas, podrían aplicarse lineamientos de notching más liberales para reflejar el beneficio que puede implicar la diversidad de activos. Los lineamientos de límites se relajan (pero no se eliminan) para corresponder con el tamaño del negocio y/o la diversificación geográfica de las subsidiarias. Para empresas en quiebra que poseen múltiples unidades de negocio independientes, mejoran las perspectivas del valor residual restante para los acreedores de la controladora a medida que las unidades individuales tienen déficits y superávits. Además, las controladoras con negocios diversos –en términos de producto o geografía- tienen mayores oportunidades para vender, transferir activos, o recapitalizar las subsidiarias. Sin embargo, si las subsidiarias están integradas operativamente, correlacionadas económicamente, o reguladas, es más limitada la flexibilidad de la empresa para reconfigurarlas.

**Concentración de deuda.** Si una matriz tiene varias subsidiarias, pero la preponderancia de los pasivos de subsidiarias está concentrada en una o dos de ellas, por ejemplo, grupos industriales que tienen unidades financieras o comerciales, esta concentración de pasivos puede limitar la desventaja para los acreedores de la matriz. Aunque el valor neto de las unidades apalancadas bien podría eliminarse en el escenario de bancarrota, la matriz todavía podría obtener recuperaciones de sus subsidiarias relativamente sub-apalancadas. Al aplicar el lineamiento de *notching* en tales casos, podría ser apropiado eliminar los activos de la subsidiaria apalancada de los activos totales y sus pasivos de los prioritarios. El análisis se centra entonces en los activos y pasivos restantes y el lineamiento estándar de *notching* debe reemplazarse por otros juicios sobre las perspectivas de recuperación.

**Créditos matriz-subsidiaria.** Si la inversión de la matriz en una subsidiaria no es solamente una participación, sino que adopta la forma de créditos senior matriz-subsidiaria, esto podría respaldar la posición de los acreedores a nivel de la matriz porque no solamente tendrían un reclamo residual sobre el valor neto de la subsidiaria, sino también un reclamo de deuda que podría situarse *pari passu* con otros reclamos de deuda. Sin embargo, la mayoría de los reclamos intercompañías están sujetos a la subordinación equitativa y/o a otra eliminación en el proceso de quiebra. Tal evaluación de los adelantos matriz-subsidiaria debe considerarse en el marco legal aplicable. (Por otra parte, si la matriz ha tomado fondos de sus subsidiarias, el pasivo intercompañía resultante a nivel de la matriz podría diluir aún más las recuperaciones de los acreedores externos a nivel de la matriz).

**Ajustes.** Eliminamos del *notching* las estimaciones de los activos y pasivos fiscales diferidos de las subsidiarias y otras acumulaciones y reservas contables que probablemente no tienen un significado económico claro en un incumplimiento.

**Grado especulativo.** Para los emisores de grado especulativo, llevamos a cabo un análisis fundamental de recuperación, que se comunica a través de nuestras calificaciones de recuperación. Los diferentes niveles de recuperación se incorporan en nuestras calificaciones de emisión de deuda agregándoles o sustrayéndoles notches desde la calificación crediticia de emisor (véase la tabla).

ESCALA DE CALIFICACIONES DE RECUPERACIÓN Y CRITERIOS PARA LAS CALIFICACIONES DE EMISIÓN			
(Para emisores de riesgo crediticio con calificaciones de grado especulativo)			
Calificación de recuperación	Descripción de la recuperación	Expectativas de recuperación (%) <sup>*</sup>	Niveles (notches) de diferencia en la calificación de emisión respecto de la calificación de riesgo crediticio de emisor
1+	Expectativa más alta, recuperación total	100¶	+3 niveles
1	Recuperación muy elevada	90–100	+2 niveles
2	Recuperación sustancial	70–90	+1 nivel
3	Recuperación significativa	50–70	0 niveles
4	Recuperación promedio	30–50	0 niveles
5	Recuperación modesta	10–30	-1 nivel
6	Recuperación inexistente	0–10	-2 niveles

<sup>\*</sup>Recuperación del principal más los intereses acumulados pero no pagados al momento del incumplimiento. <sup>¶</sup>Confianza muy alta de recuperación total derivada de la existencia de una sobrecolateralización significativa o de fuertes características estructurales.

Las calificaciones de recuperación evalúan las expectativas finales de recuperación del principal y de los intereses estimados antes de la solicitud de insolvencia (es decir, los intereses devengados y no pagados al momento del incumplimiento) de un instrumento de deuda. Nuestra metodología de recuperación se enfoca en estimar el porcentaje de recuperación que los inversionistas de deuda recibirían al final de un procedimiento de quiebra formal o de una reestructuración extrajudicial informal. La recuperación de los acreedores podría ser en efectivo, en instrumentos de capital o de deuda de una entidad reorganizada, o alguna combinación de estos.

Nos enfocamos en la recuperación nominal (frente a la recuperación del valor descontado actualizado) porque consideramos que la recuperación del valor descontado se identifica mejor de manera independiente por los participantes del mercado que están en mejor posición de aplicar su propia tasa de descuento preferente en comparación con nuestra recuperación nominal. (Sin embargo, en jurisdicciones con periodos de solución de más de dos o tres años, incorporamos el retraso tanto en las calificaciones de recuperación como en las de emisión para considerar el valor del dinero en el tiempo y la mayor incertidumbre inherente).

Si bien consideran los datos históricos de recuperación, nuestras calificaciones de recuperación incorporan análisis fundamentales específicos de la transacción, guiados por escenarios y prospectivos. Consideran el impacto de las características estructurales clave, la dinámica entre los acreedores, la naturaleza de los regímenes de insolvencia, y los problemas multijurisdiccionales en el contexto de un incumplimiento simulado.

Reconocemos que el análisis de recuperación (incluyendo el modelado, la valuación y la dinámica de reestructuración) es complejo y no se presta a predicciones precisas o infalibles. Invariablemente, los resultados involucran imprevistos y están sujetos a extensas negociaciones que están influidas por juicios subjetivos, posiciones de negociación y agendas de los diferentes actores. Aun así, consideramos que nuestra metodología de enfocarnos en los riesgos crediticios fundamentales y únicos de una empresa –junto con la composición y estructura de su deuda, su organización jurídica y pasivos distintos de deuda– proporciona información valiosa sobre las expectativas de recuperación de los acreedores.

En este contexto, nuestras calificaciones de recuperación tienen como intención dar aproximaciones informadas sobre las tasas de recuperación posteriores a un incumplimiento, en vez de proporcionar pronósticos exactos. Nuestras calificaciones de recuperación, cuando se consideran junto con el riesgo de incumplimiento de una compañía como lo estima la calificación de riesgo crediticio, pueden ayudar a los inversionistas a evaluar las características de riesgo/recompensa de un instrumento de deuda y a estimar su retorno esperado.

**Ajustes específicos a la jurisdicción para calificaciones de recuperación y emisión.** El análisis de recuperación fundamental total se limita a las jurisdicciones donde los regímenes de insolvencia están razonablemente bien establecidos y existen precedentes e información suficientes. En otras jurisdicciones no asignamos calificaciones de recuperación –y la base para calificar una emisión específica diferente de la calificación de riesgo crediticio de una empresa es similar al que se usa en situaciones de grado de inversión. Es decir, empleamos un enfoque general simple para identificar emisiones que son junior y que, por consiguiente, tendrán una desventaja material respecto de las expectativas de recuperación. Si los reclamos que se presentan antes de una determinada emisión de deuda equivalen a 15% de los activos, restamos un nivel (*notch*) de la calificación de riesgo crediticio de emisor: si tal reclamo de prioridad llega al 30%, restamos dos notches. No calificamos emisiones en más de dos niveles por debajo de la calificación de riesgo crediticio del emisor con base en las consideraciones de recuperación inferior.

Estamos en proceso de revisar todas las jurisdicciones importantes en el mundo para evaluar cómo afectan en la práctica los recursos de insolvencia a las expectativas de recuperación posteriores al incumplimiento y para incorporar de manera consistente ajustes específicos por jurisdicción. Con la ayuda de expertos locales en temas de insolvencia, evaluamos qué tan favorables son las jurisdicciones para los acreedores –tanto en la teoría como en la práctica (se han evaluado unas 30 jurisdicciones hasta la fecha).

Los cuatro factores principales que dan forma a nuestro análisis de las facilidades que tienen los acreedores de una jurisdicción son los siguientes:

- Garantías,
- Participación/influencia del acreedor,
- Certeza de las prioridades, y
- Tiempo de resolución

Con base en estos factores, clasificamos los países que revisamos en tres categorías, de acuerdo con las facilidades que tienen los acreedores. Esta clasificación nos ha permitido realizar los ajustes específicos por jurisdicción en nuestro análisis de recuperación. Topamos tanto las calificaciones de recuperación como el diferencial entre las calificaciones crediticias de emisor y de la emisión de deuda en los países que tienen regímenes de insolvencia favorables para los deudores. (Véase “*Recovery: Jurisdiction-Specific Adjustments To Recovery And Issue Ratings*”, publicado el 5 de julio de 2007).

## Metodología de recuperación (recupero) para empresas industriales

Los aspectos analíticos de la recuperación para los emisores industriales tienen tres componentes básicos: determinar la trayectoria más probable hacia el incumplimiento de una empresa, valorar la compañía después de un incumplimiento, y distribuir ese valor a los demandantes que identificamos, con base en la prioridad relativa de cada uno de ellos.

### Establecer una trayectoria simulada hacia el incumplimiento

Este paso es fundamental. Primero debemos entender los eventos que presentan una mayor probabilidad para causar un incumplimiento antes de poder estimar un nivel razonable de flujo de efectivo en un incumplimiento o de valorar una compañía. Este paso se basa en el conocimiento que tienen nuestros analistas sobre la empresa y el sector para formular y cuantificar los factores con mayor probabilidad de llevar a una empresa al incumplimiento, considerando sus riesgos de negocio propios y el riesgo financiero.

Al comienzo de este proceso, desglosamos las proyecciones del flujo de efectivo del acreditado para entender las expectativas económicas, de la industria y del negocio en general de la administración. Una vez que entendemos el punto de vista de la administración, hacemos los ajustes necesarios a los factores clave específicos de la empresa, de la industria y económicos para simular un incumplimiento de pago. Aunque reconocemos que existen muchos factores posibles —previstos e imprevistos— que podrían llevar a incumplimiento, nos enfocamos en los factores clave de operación que más probablemente contribuirían al incumplimiento.

### Pronosticar el flujo de efectivo en un incumplimiento

El escenario de incumplimiento simulado es nuestra evaluación de la trayectoria más probable de un acreditado hacia un incumplimiento de pago hipotético. La “representación de insolvencia” (*insolvency proxy*) es el punto en la trayectoria en el que preveemos que el acreditado incumplirá. La representación de insolvencia se define comúnmente como el punto donde los fondos disponibles más el flujo de efectivo libre son insuficientes para pagar los gastos fijos:

Los términos de esta ecuación son los siguientes:

**Fondos disponibles:** La suma del efectivo en el balance y la disponibilidad de líneas de crédito revolventes disponibles (excedente del monto mínimo que necesita una compañía para operar su negocio en el punto más alto de la temporada)

**Flujo de efectivo libre:** El EBITDA en el año de incumplimiento, menos un nivel mínimo para gastos de inversión en mantenimiento requeridos, menos impuestos en efectivo, más o menos cambios en el capital de trabajo. Para modelar el incumplimiento y estimar la recuperación, nuestras estimaciones de EBITDA y de flujo de efectivo libre ignoran los gastos de compensación que no se realizan en efectivo y no usan los ajustes para arrendamientos operativos.

Gastos fijos: La suma, en el año de incumplimiento, de lo siguiente:

- Amortización programada del principal. Los vencimientos “*bullet*” o “*balloning*” no se consideran como cargos fijos, ya que los acreedores normalmente refinanciarían tales montos en tanto una empresa pueda servir confortablemente de otra manera sus cargos fijos.
- Pago de intereses en efectivo requerido, incluidos los aumentos supuestos a las tasas LIBOR en la deuda a tasa variable y al margen aplicado a las obligaciones de deuda que tienen restricciones financieras [covenants] de mantenimiento), y tablas de precios, y
- Otros pagos en efectivo que el acreditado está obligado a hacer prácticamente o por contrato que no están aún capturados como un gasto operativo (por ejemplo, los pagos de arrendamiento se contabilizan en el flujo de efectivo libre y no se consideran como un cargo fijo).

Un incumplimiento proyectado puede ocurrir incluso si los cargos fijos están totalmente cubiertos en algunas circunstancias especiales:

- Para las solicitudes de concurso mercantil “estratégicas”, cuando un acreditado puede intentar aprovecharse del proceso de insolvencia sobre todo para obtener alivio de demandas legales o de contratos onerosos;
- Cuando se puede esperar seriamente que un acreditado retenga una mayor cantidad de efectivo (por ejemplo, para prepararse para una reestructuración compleja y prolongada, si opera en una industria de alto requerimiento de capital, o si se encuentra en una jurisdicción que no permite una postura de prioridad superior a créditos nuevos en un financiamiento posterior a la petición), y
- Cuando el deterioro de las restricciones financieras de un acreditado ha rebasado el nivel en el que aún el acreedor más paciente podría tolerar mayores enmiendas o dispensas.

El flujo de efectivo libre no es necesariamente igual al nivel en el punto de incumplimiento. El flujo de efectivo puede caer por debajo de la representación de insolvencia si se espera que el desempeño operativo del acreditado siga deteriorándose debido a las condiciones competitivas y económicas asumidas en el escenario de incumplimiento simulado. En cualquier caso, nuestro análisis identificará el nivel de flujo de efectivo utilizado como base para nuestra valuación.

## Determinar la valuación

Consideramos una variedad de metodologías, incluyendo múltiplos de mercado, modelo de flujo de efectivo descontado (DCF, por sus siglas en inglés) y análisis de activos discretos. Los métodos de múltiplos de mercado y de DCF se utilizan para determinar el valor de empresa de una compañía como negocio en marcha. Generalmente este es el enfoque más adecuado cuando nuestro análisis de incumplimiento y recuperación simulado indica que la reorganización del acreditado (o la venta directa del negocio en curso o de determinados segmentos) es el resultado más probable de un procedimiento de insolvencia.

Usamos la valuación de activos discretos con mayor frecuencia para las industrias en las que normalmente se utiliza este método de valuación o cuando el escenario de incumplimiento simulado indica que la liquidación del acreditado es el resultado más probable de la insolvencia.

Si prevemos que una empresa se reorganice, pero algunos acreedores tienen garantías conformadas solamente por activos particulares, entonces el valor de la empresa es inapropiado —y evaluamos la garantía con base en sus valores discretos.

## Múltiplos de mercados

La clave para valuar una empresa con un enfoque de múltiplos de mercado es seleccionar compañías comparables adecuadas, o “similares”. El análisis debe incluir varias similares a la empresa que se está valuando con respecto a sus líneas de negocio, mercados geográficos, márgenes, ingresos, requerimientos de capital y posición competitiva. Desde luego, no existe para todos los casos un conjunto ideal de similares, por lo que con frecuencia se requiere del juicio analítico para ajustar las diferencias de tamaño, perfil de negocio y otros atributos. Además, en el contexto de un análisis de recuperación, nuestros múltiplos deben considerar los entornos competitivos y económicos asumidos en nuestro escenario de incumplimiento simulado, que a menudo son muy diferentes a las condiciones actuales. Como resultado, nuestro análisis tiene por objeto considerar una selección de múltiplos y tipos de múltiplos.

De manera ideal, nos interesan los múltiplos para empresas similares que se han reorganizado, debido a circunstancias consistentes con nuestro escenario de incumplimiento simulado. Sin embargo, en la práctica la existencia de tales similares es poco frecuente. Como resultado, nuestro análisis a menudo se convierte en múltiplos de transacción o compra de empresas comparables, ya que estos suelen ser más numerosos. Con los múltiplos de transacción, tratamos de utilizar múltiplos a futuro (*forward multiples*) (precio de compra dividido entre el EBITDA proyectado) en lugar de múltiplos históricos (*trailing multiples*) (precio de compra dividido entre el EBITDA histórico), porque consideramos que los múltiplos a futuro, que incorporan el beneficio de las sinergias de flujos de efectivo percibidas usadas para justificar el precio de compra, dan un punto de referencia más apropiado. Además, los de múltiplos de compañías que cotizan en bolsa puede ser útil porque nos permite dar seguimiento a cómo han cambiado los múltiplos con los ciclos económicos y de negocios. Esto es especialmente relevante para las industrias cíclicas y para los sectores que están entrando a una etapa diferente de desarrollo o que experimentan cambios en las condiciones competitivas.

Una selección de múltiplos ayuda a correlacionar nuestra valuación con las condiciones supuestas en nuestro escenario de incumplimiento simulado. Por ejemplo, una empresa que está proyectada para incumplir en el punto más bajo del ciclo puede justificar un múltiplo más alto frente a otra que se prevé incumplirá en un punto intermedio cíclico. Además, dos empresas de la misma industria pueden merecer múltiplos significativamente diferentes si una está altamente apalancada y en riesgo de incumplimiento por tensiones competitivas relativamente normales, mientras que la otra tiene una baja probabilidad de incumplir, a menos que haya un gran deterioro fundamental inesperado en el potencial de flujo de efectivo del modelo de negocio (lo que podría hacer que los múltiplos históricos del sector sean irrelevantes).

Nuestro análisis de múltiplos también puede considerar múltiplos alternativos específicos de la industria –como suscriptores, camas de hospital, ingresos recurrentes, etc. –en su caso. Por otra parte, tales parámetros pueden servir como control de la solidez de una valuación basada en un múltiplo de EBITDA, DCF, o en el enfoque de activos discretos.

## Flujo de efectivo descontado (DCF, por sus siglas en inglés).

Nuestra valuación se basa en el desempeño operativo de largo plazo de la empresa reorganizada. Usamos una fórmula de crecimiento a perpetuidad, que contempla una tasa de crecimiento a largo plazo constante que se considera apropiada para el negocio del acreditado. Sin embargo, cuando sea aplicable, empezamos con proyecciones específicas del flujo de efectivo anual por un período tras la reorganización, y nos basamos en la fórmula de crecimiento a perpetuidad para periodos subsiguientes.

## Valuación de activos discretos

Valuamos los activos relevantes mediante la aplicación de las tasas de avance específicas de la industria y de los activos en conjunto con evaluaciones de terceros.



Identificación y estimación del valor de las reclamaciones relacionadas con la deuda y no relacionadas con esta. Después de valorar una compañía, debemos identificar y cuantificar las obligaciones de deuda y otros pasivos materiales que se esperaría generarían reclamaciones contra la compañía. Las reclamaciones potenciales se clasifican en tres grandes categorías:

- Principal e intereses devengados del total de la deuda vigente en el momento del incumplimiento, ya sea al nivel de la compañía operadora, subsidiaria o controladora;
- Las reclamaciones relacionadas con la quiebra, como gastos administrativos por honorarios profesionales y financiamiento para el deudor en posesión (DIP, por sus siglas en inglés) y otros costos relacionados con la quiebra;
- Otras reclamaciones no relacionadas con la deuda como impuestos por pagar, ciertos programas de bursatilización, cuentas comerciales por pagar, reclamaciones por garantías insuficientes (*deficiency claim*) sobre arrendamientos rechazados, pasivos por litigios y obligaciones posteriores al retiro sin fondear.

Nuestro análisis de estas reclamaciones y su valor potencial tiene por objeto considerar los hechos y circunstancias de cada acreditado, así como el impacto esperado en las reclamaciones como resultado de nuestro escenario de incumplimiento simulado.

Estimamos la deuda vigente en el momento del incumplimiento mediante la resta de los créditos a largo plazo por el pago programado de amortización antes de nuestro escenario de incumplimiento simulado y suponiendo que toda la deuda comprometida, como líneas de crédito revolventes y retraso en la obtención de créditos de largo plazo, está completamente utilizada. Para los créditos respaldados con activos (ABL, por sus siglas en inglés), consideraremos si la fórmula base de los créditos permitirían a la compañía obtener el crédito por completo en un escenario de incumplimiento simulado. Para las cartas de crédito, especialmente aquellas emitidas bajo cartas sintéticas dedicadas de series de crédito (*tranches*), evaluamos si es probable que estas obligaciones contingentes sean ejercidas.

Nuestra estimación de deuda vigente en incumplimiento también incluye la estimación de interés previo a la solicitud, que se calcula sumando seis meses de intereses (con base en datos históricos de la base de datos LossStats® de Standard & Poor's) a nuestro monto de principal estimado en incumplimiento. La inclusión de los intereses previos a la solicitud hace que nuestros análisis de recuperación sean más consistentes con los requisitos de capital para riesgo crediticio de los bancos en el marco de Basilea II.

Nuestro análisis se enfoca en las perspectivas de recuperación de los instrumentos de deuda en la estructura de deuda actual o proforma de una empresa, y generalmente no hace estimaciones de otra deuda que podría emitirse antes de un incumplimiento. Consideramos que este enfoque es prudente y más adecuado para los inversionistas, ya que la cantidad y composición de cualquier deuda adicional (garantizada, no garantizada y/o subordinada) puede afectar materialmente las tasas de recuperación del acreedor y no es posible saber tales detalles con anticipación. Además, la deuda adicional que se agrega a la estructura de capital de una compañía podrían influir de manera importante su probabilidad de incumplir, lo que, a su vez, podría tener impacto en todos los aspectos de nuestro análisis de recuperación (es decir, la trayectoria más probable al incumplimiento, valuación dado un incumplimiento y pérdida en caso de incumplimiento). En consecuencia, los cambios a la estructura de deuda de una empresa reciben un tratamiento como eventos que requieren una reevaluación de nuestro análisis de incumplimiento y recuperación.

Sin embargo, consideramos el potencial de deuda adicional limitando las calificaciones de recuperación asignadas a la deuda no garantizada, y a su vez los niveles que podríamos agregar por arriba de la calificación de riesgo crediticio de la empresa. Para las empresas con una calificación en la categoría de 'B', la calificación de recuperación normalmente se limitaría a '2'. Para las empresas en la categoría de 'BB', limitaríamos las calificaciones de recuperación asignadas a emisiones no garantizadas a '3'. (Porque además del incumplimiento potencial, existe una mayor probabilidad de que ocurra un cambio en su estructura de capital).



Además, agregamos más deuda en la medida en que esto sea consistente con nuestras expectativas específicas para un emisor dado. De manera similar, podemos asumir el repago de los vencimientos de deuda de corto plazo —sin refinanciamiento— si se espera que la empresa retire estas obligaciones y si tiene la liquidez para hacerlo. Asimismo, las líneas de crédito revolvente con vencimientos de corto plazo generalmente se considera que se refinancian bajo términos similares.

## Determinación de la distribución del valor

Suponemos que las distribuciones seguirán un enfoque de “cascada” que refleja la posición preferente relativa de los demandantes y será específica a las leyes, costumbres y prácticas del régimen de insolvencia de las jurisdicciones que correspondan a una empresa. En Estados Unidos, nuestra hipótesis general de la prioridad relativa de los reclamantes es la siguiente:

- Reclamaciones de prioridad superior, como financiamiento DIP;
- Gastos administrativos;
- Reclamaciones tributarias federales y estatales;
- Reclamaciones de deuda senior garantizada;
- Reclamaciones de deuda junior garantizada;
- Reclamaciones de deuda senior no garantizada;
- Reclamaciones subordinadas;
- Acciones preferentes, y
- Acciones comunes.

Sin embargo, esta prioridad de reclamaciones está sujeta a dos salvedades:

- La posición benéfica de las reclamaciones de acreedores garantizados, ya sea de primera prioridad u otra, solo es válida en la medida en que las garantías que respaldan tales reclamaciones es igual o mayor al monto de la reclamación. Si el valor de la garantía es insuficiente para cubrir la totalidad de una reclamación de un crédito garantizado, la cantidad descubierta o balance deficiente estará en igualdad de condiciones (*pari passu*) con el resto de las reclamaciones de créditos senior no garantizados.
- Las cuestiones estructurales pueden alterar la prioridad de ciertas reclamaciones contra activos o entidades específicas en una organización que se basa en la estructura de entidad legal de la compañía y los términos y condiciones relevantes de los instrumentos de deuda.

Las expectativas de recuperación para los diferentes instrumentos de deuda del mismo tipo (senior garantizada, senior no garantizada, senior subordinada, etc.) pueden ser muy diferentes, dependiendo de la estructura de las transacciones. Revisamos la estructura de deuda y de la entidad legal de una empresa, los términos y condiciones de los diversos instrumentos de deuda en lo que se refiere a la relación entre el acreditado y el garante, las garantías prendarias y exclusiones, el monto de los créditos, las restricciones financieras (*covenants*) y los vencimientos de deuda. Además, debemos entender el desglose del flujo de efectivo y los activos de la compañía ya que se refiere a su estructura organizacional legal y considera el efecto de los asuntos clave de jurisdicción y entre los acreedores. Los asuntos estructurales clave a explorar incluyen la identificación de lo siguiente:

- El derecho de retención con mayor prioridad sobre activos específicos por tipo de deuda garantizada, tales como hipotecas, bonos industriales de ingresos y créditos ABL;
- Las subsidiarias sin garante (nacionales o extranjeras) que no garantizan las obligaciones de deuda primaria de una empresa o proporcionan garantías prendarias que respaldan la deuda garantizada de la compañía;
- Las reclamaciones en subsidiarias sin garante que tendrán una prioridad más alta de reclamación (es decir, “estructuralmente superior”), sobre el valor relacionado con tales entidades;
- Las exclusiones materiales a las garantías prendarias a los acreedores garantizados, incluyendo la falta de activos prendarios de subsidiarias extranjeras o la ausencia de derechos de retención de activos nacionales significativos, incluyendo el inventario de las subsidiarias extranjeras o nacionales sin garante (ya sea, debido a concesiones exigidas por y otorgadas al acreedor, una inadecuada estructuración de las transacciones, las restricciones regulatorias o limitaciones impuestas por otros contratos de emisión de deuda), y
- Si es probable que las subsidiarias extranjeras de la empresa presenten una solicitud de concurso mercantil en sus jurisdicciones locales como parte del proceso de incumplimiento y reestructuración.

Aunque nuestro análisis generalmente reduce el valor de la empresa en la cantidad de estas reclamaciones de acuerdo con su prioridad, podría haber un valor de garantía excedente disponible para otros acreedores, especialmente para los que tienen un derecho de retención de segundo grado. Por ejemplo, a menudo este es el caso cuando la deuda garantizada por un derecho de retención de primer grado sobre todos los activos no corrientes también tiene un derecho de retención de segunda prioridad de los activos de capital de trabajo que ya están dados como garantía prendaria para respaldar un crédito revolvente basado en activos.

Las entidades importantes sin garante, nacionales o extranjeras, deben ser identificadas, ya que estas entidades no están comprometidas explícitamente a pagar la deuda. Por lo tanto, la porción del valor de la empresa derivada de estas subsidiarias no respalda directamente la deuda calificada. Como resultado, la deuda y ciertas reclamaciones no relacionadas con deuda en estas subsidiarias tienen una reclamación de prioridad estructuralmente más alta frente al valor de la subsidiaria. En consecuencia, la parte del valor de la empresa de la compañía derivada de las subsidiarias debe ser estimada y tratada por separado en la distribución del valor a los acreedores. Esto requiere comprender el desglose del flujo de efectivo y los activos de una compañía. Debido a que estas subsidiarias aún son parte de la empresa en evaluación, cualquier valor del capital que queda después de satisfacer las reclamaciones de estructuras superiores estaría disponible para satisfacer a los demás acreedores de las entidades propietarias de dichas subsidiarias. La deuda bien estructurada a menudo incluye restricciones financieras para limitar el monto de la deuda estructuralmente superior que se puede colocar en tales subsidiarias. Por otra parte, la deuda garantizada bien estructurada tendrá un derecho de retención sobre las acciones de tales subsidiarias para garantizar un interés prioritario en el valor de las acciones disponibles para respaldar a otros acreedores. En la práctica, la garantía de acciones de una subsidiaria extranjera propiedad de entidades estadounidenses suele limitarse a 65% de las acciones con derecho de voto por motivos fiscales. El valor residual no capturado por los acreedores garantizados a través de garantías accionarias se esperaría que esté disponible para todos los acreedores senior no garantizada de manera proporcional.

Los activos materiales (diferentes a las subsidiarias integrales o inventario de subsidiarias) no comprometidos para respaldar la deuda garantizada serían compartidos por todos los acreedores senior no garantizados de manera proporcional.

También se requiere una evaluación de si es probable que las subsidiarias extranjeras presenten una solicitud de concurso mercantil, ya que esto probablemente podría incrementar el costo del proceso de quiebra y crear posibles problemas multijurisdiccionales que afectarían las tasas de recuperación de los acreedores. La intervención de tribunales extranjeros en un proceso de quiebra presenta una gran cantidad de complejidades e incertidumbres. Sin embargo, por estas mismas razones, los acreditados con domicilio en Estados Unidos que se declaren en quiebra pocas veces también lo hacen con sus subsidiarias en el extranjero al no tener un beneficio o razón específica para hacerlo. En consecuencia, generalmente suponemos que las subsidiarias extranjeras de los acreditados estadounidenses no se declararán en quiebra a menos que exista una razón de peso para suponer otra cosa, como una gran cantidad de deuda externa que necesita reestructurarse para que la empresa pueda salir de la quiebra. Cuando se espera que las subsidiarias en el extranjero se declaren en quiebra, nuestro análisis se adecuará para incorporar las particularidades de los regímenes de quiebra correspondientes.

Los problemas entre acreedores pueden afectar la distribución del valor y traducirse en desviaciones de la prioridad absoluta (es decir, el mantenimiento de la prioridad relativa de las reclamaciones, sujeto a consideraciones estructurales, por lo que una clase de reclamaciones no recibirá ninguna distribución hasta que todas las clases superiores sean plenamente satisfechas). En la práctica, las quiebras bajo el *Chapter 11* en Estados Unidos son acuerdos negociados y la distribución de valor puede variar en cierta medida respecto al ideal que implica la prioridad absoluta por una variedad de razones entre los acreedores, incluso, en las “adaptaciones” y “consolidación sustantiva” en Estados Unidos.

Las adaptaciones se refieren a las concesiones otorgadas por los acreedores senior a los reclamantes junior en las negociaciones para obtener su cooperación en una reestructuración oportuna. Generalmente no hacemos modelos explícitos para adaptaciones ya que es incierto si las concesiones serán otorgadas, si las que se otorgan en última instancia tendrán un valor (por ejemplo, garantías como una reclamación de capital contingente [*contingente equity claim*]), o si el valor será suficiente para afectar significativamente nuestras tasas de recuperación proyectadas.

La consolidación sustantiva —en su forma pura— representa una desviación potencialmente drástica de la clasificación de prioridades y distribución del valor en los planes de reorganización por bancarrota. En una consolidación sustantiva “legal”, los activos y pasivos del grupo corporativo afiliado se colapsan en una sola entidad legal. Esto eliminaría de manera efectiva el respaldo crediticio proporcionado por la prioridad estructural, al tratar a los acreedores de la matriz en igualdad de condiciones (*pari passu*) con los acreedores de las unidades operativas. Sin embargo, la consolidación sustantiva verdadera es una doctrina judicial discrecional que rara vez se implementa. Nuestro análisis se basa en la baja probabilidad de que ocurra una consolidación sustantiva verdadera, aunque reconocemos que este riesgo podría afectar las recuperaciones en algunos casos.

Muchos más planes de reorganización por bancarrota incluyen una consolidación de naturaleza más limitada. Estas consolidaciones no afectan radicalmente la prioridad de los reclamos de acreedores externos, pero eliminan muchos reclamos intercompañías, garantías y distribuciones, y simplifican el proceso de aprobación del plan y las distribuciones a los acreedores de acuerdo con dicho plan. Estas “consideradas” consolidaciones normalmente promueven la resolución de negociaciones complejas de participantes múltiples y acuerdos de acuerdo con las líneas de las prioridades legales relativas y las fortalezas de negociación de los acreedores.

El proceso de bancarrota incluye un elemento inherente de incertidumbre. Por ello, puede variar el impacto de la considerada consolidación sobre la recuperación. Es imposible predecir en qué medida los acreedores más senior estarán dispuestos a hacer concesiones a los más junior para mantener el avance sin problemas del proceso y para llegar a un plan consensual.

Sin embargo, en la práctica, el resultado de una consolidación fallada en los tribunales no constituye un material suficientemente importante del tiempo para considerarlo en nuestras asignaciones de calificación de recuperación.

## Vigilancia/Seguimiento de las calificaciones de recuperación

Es poco probable que nuestro análisis de recuperación en el momento de la originación identifique todos los reclamos reales en una quiebra, o que prevea de manera precisa el valor de la empresa o del colateral tras incumplimiento. Las calificaciones están sujetas a una vigilancia periódica y específica de eventos. Los factores que podrían afectar nuestro análisis de recuperación o nuestras calificaciones incluyen los siguientes:

- Adquisiciones y desinversiones;
- Supuestos de valuación actualizados;
- Variaciones en las contribuciones de flujo de efectivo y utilidades de las entidades del acreditado, garante o no garante;
- Cambios en la deuda o en la exposición a pasivos no relacionados con deuda;
- Dinámica entre acreedores, y
- Cambios en la legislación de bancarrota.

## Características de bancarrotas corporativas domiciliadas en Estados Unidos

**Financiamiento para el deudor en posesión (DIP, por sus siglas en inglés).** Las líneas de DIP generalmente constituyen reclamos superprioritarios que cuentan con precedencia en el repago respecto de la deuda no garantizada y, en ciertas circunstancias, respecto de la deuda garantizada. Sin embargo, no es posible cuantificar acertadamente el tamaño o probabilidad del financiamiento DIP o pronosticar como afecta las expectativas de recuperación para diferentes acreedores. Esto se debe a que es impredecible el tamaño o existencia de un compromiso DIP. El otorgamiento de DIP a la salida del incumplimiento puede ser sustancialmente menor que el compromiso DIP, y tales líneas de financiamiento pueden usarse para repagar deuda garantizada sobrecolateralizada antes de solicitar la bancarrota. Además, la presencia de financiamiento DIP podría de hecho apoyar las expectativas de recuperación para los acreedores al permitir a las empresas reestructurar sus operaciones y conservar el valor de sus negocios. Como resultado de esta incertidumbre, la estimación del impacto de una línea DIP no es parte del alcance de nuestro análisis, aunque reconocemos que las líneas DIP pueden tener un impacto material sobre las expectativas de recuperación en ciertos casos.

**Gastos administrativos.** Los gastos administrativos se relacionan con los honorarios profesionales y otros costos asociados con la quiebra que se requieren para preservar el valor de los bienes y completar el proceso de bancarrota. Estos costos deben pagarse antes de salir de la situación de bancarrota, lo que los hace efectivamente senior frente a todos los demás acreedores. El monto en dólares y la importancia de los reclamos administrativos usualmente corresponden a la complejidad de la estructura de capital de una empresa. Esperamos que estos costos sean menos en el caso de estructuras simples de capital que generalmente pueden negociar rápidamente el fin de la bancarrota e incluso pueden usar un plan pre empacado de bancarrota. Por el contrario, se espera que estos costos sean mayores para los deudores grandes con estructuras de capital complejas donde el proceso de insolvencia a menudo se caracteriza por disputas múltiples que elevan los costos de la bancarrota y disminuyen las recuperaciones del acreedor. Al usar un enfoque de valor de empresa, nuestra metodología estima el valor de estos reclamos como porcentaje del valor de la empresa al salir de la bancarrota, considerando lo siguiente:

- Tres por ciento para estructuras de capital con una clase principal de deuda;
- Cinco por ciento por dos clases principales de la deuda (acreedores de primer y segundo derecho de retención puede ser adversarios en un procedimiento de quiebra y se tratan como clases separadas para este propósito);
- Siete por ciento para las tres clases principales de deuda;
- Diez por ciento para ciertas estructuras complejas de capital, y
- Cuando se usa un enfoque de valuación de activos discretos, estos costos se contabilizan de manera implícita en los descuentos ordenados del valor de liquidación que se utilizan para valorar los activos de una empresa.

### Otros reclamos no de deuda

**Impuestos.** Varias autoridades del gobierno de Estados Unidos consideran exitosamente que los reclamos fiscales constituyen reclamos administrativos, prioritarios o garantizados. Sin embargo, es muy difícil proyectar el nivel y estatus de tales reclamaciones al momento de la originación (por ejemplo, resulta extremadamente difícil predecir los litigios fiscales en ruta al incumplimiento). No obstante, su monto total rara vez es suficiente para afectar la recuperación del acreedor, por lo que generalmente no reducimos nuestra expectativa para la recuperación de los acreedores con la estimación de los potenciales reclamos fiscales.

**Costos de terminación de swaps.** El Código de Quiebras de Estados Unidos otorga un trato especial para las contrapartes de contratos financieros, tales como swaps, acuerdos de recompra, contratos de valores y forwards, a fin de asegurar la continuidad en los mercados financieros y evitar el riesgo sistémico (siempre y cuando el tipo de contrato y el tipo de contraparte corresponda a ciertas disposiciones legales). Las recientes enmiendas al Código de Bancarrota ampliaron este puerto seguro, entre otras cosas, incluyendo dentro de la definición de “swap” a una serie de transacciones ampliamente utilizadas en los mercados de capital (como los swaps de retorno total y los swaps crediticios) y expandiendo las definiciones de contrapartes (ya sea a swaps, acuerdos de recompra, contratos de valores o forwards) elegibles para ejercer estos

derechos. Además de no estar sujeto a la suspensión automática que generalmente evita que los acreedores ejerzan sus derechos contra el deudor, estas contrapartes de contratos financieros tienen el derecho de liquidar, terminar, o acelerar el contrato en una bancarrota. La mayoría de los *swaps* de monedas y tasa de interés relacionados con la deuda garantizada se consideran sobre una base *pari passu* con los respectivos préstamos. Es probable que otros *swaps* sean no garantizados. La cuantificación de tales reclamaciones está más allá del alcance de nuestro análisis.

**Titulizaciones.** Los programas estándar de titulizaciones de derechos de cobro involucran la venta de ciertos derechos a una entidad de propósito especial remota de bancarrota en una transacción bajo términos comerciales razonables. Los activos vendidos no son legalmente parte del patrimonio del deudor (aunque en algunas circunstancias pueden seguir reportándose en el balance de la empresa a efectos contables), y los inversores de la titulización dependen totalmente del valor de los activos que compraron para generar su retorno. Como resultado, los inversores de la titulización no tienen ningún recurso en contra de la propiedad y no los consideramos demandantes cuando utilizamos un enfoque de valuación de la empresa en nuestro análisis de incumplimiento y recuperación. Sin embargo, el deudor que emerge de la bancarrota necesitará financiar sus cuentas por cobrar de nuevo, creando una necesidad de financiamiento incremental que debe considerarse en el análisis de recuperación.

Cuando se utiliza un enfoque de valuación de activos discretos, las cuentas por cobrar vendidas no están disponibles para todos los acreedores. Además, los tipos de titulización de flujos futuros, que tituliza todo o parte de los ingresos futuros y flujo de efectivo del deudor (generalmente relacionado con contratos particulares, patentes, marcas u otros activos intangibles), reducirían efectivamente todo o en parte del valor de la empresa disponible para otros acreedores corporativos.

**Reclamos de acreedores comerciales.** Típicamente, los reclamos de acreedores comerciales son los reclamos no garantizados que se clasifican *pari passu* con otras obligaciones no garantizadas de un deudor. Sin embargo, debido a que la viabilidad de un deudor como un negocio en marcha depende de un acceso continuo a los bienes y servicios, algunos reclamos previos a la petición de quiebra se pagan en el curso ordinario o se tratan como reclamos administrativos prioritarios. Esta concesión a los vendedores comerciales críticos asegura que se mantengan dispuestos a continuar sus relaciones con el deudor durante el procedimiento de insolvencia, preservando así el valor de la empresa y reforzando las expectativas de recuperación para todos los acreedores. Nuestro análisis supone que estos costos siguen siendo pagados como parte del ciclo normal de capital de trabajo de la empresa.

De acuerdo con ello, incluimos los reclamos de créditos comerciales como obligaciones prioritarias solamente en la medida en que creemos que habrá reclamos válidos al momento de salir de la bancarrota —o que la empresa incurrirá en deuda adicional (incluyendo las líneas DIP) para pagar tales reclamos.

**Arrendamientos.** La ley de bancarrota de Estados Unidos ofrece a las empresas la oportunidad de aceptar o rechazar los arrendamientos durante el proceso de bancarrota. (Para contratos de arrendamiento de bienes raíces comerciales, el periodo de revisión se limita a 210 días, incluyendo una extensión de una sola vez, de 90 días, a menos que el arrendador acuerde otra extensión). Si se acepta un contrato de arrendamiento, la empresa tiene la obligación de mantener el pago del alquiler en el actual contrato de arrendamiento, lo que significa que no habrá ninguna demanda contra el patrimonio. Esto también permite que el arrendatario continúe usando el activo arrendado, con el flujo de caja (es decir, valor) derivado del activo disponible para apoyar a otros acreedores.

Si un contrato de arrendamiento es rechazado, entonces la compañía renuncia a la utilización del activo. (El arrendador puede presentar un reclamo sin garantía general contra la propiedad por daños y perjuicios derivados de la violación de contrato). Estimamos el impacto del rechazo de arrendamiento, a partir de una tasa de rechazo de arrendamiento de la empresa sobre la base de los tipos de activos arrendados, la industria, y nuestro escenario de incumplimiento simulado. Normalmente los arrendamientos suelen rechazarse por una de tres razones:

- El contrato de arrendamiento tiene un precio por encima de las tasas de mercado;
- El bien objeto del contrato está generando rendimientos negativos o insuficientes, o
- El activo arrendado es altamente vulnerable a la obsolescencia durante el periodo del arrendamiento.

Nuestra evaluación puede estimar la tasa de rechazo al asumir que se correlaciona con la reducción porcentual en los ingresos en nuestro escenario de incumplimiento simulado o, de ser aplicable, al observar las tasas de rechazo de arrendamiento comunes en la industria. Las consideraciones en cada caso podrían incluir, por ejemplo, que los activos arrendados sean extraordinariamente viejos, estén subutilizados o que tengan precios superiores a los del mercado; en tales casos puede garantizarse una tasa de rechazo mayor.

En la quiebra, el importe de los reclamos no garantizados por arrendamientos rechazados se determina tomando la cantidad de ingresos por alquiler perdido y restando el valor neto a disposición del arrendador al vender o liberar el activo en su siguiente mejor uso. Sin embargo, las reclamaciones por deficiencia de los arrendadores de bienes raíces comerciales se restringen aún más a la cantidad mayor entre la renta de un año o el 15% de los pagos de alquiler restantes, sin exceder el equivalente a tres años de renta. Los arrendadores de activos distintos a bienes inmuebles comerciales no tienen reclamos potenciales por deficiencia topados, pero este tipo de arrendamientos en general, no son materiales y usualmente corresponden a períodos de tiempo relativamente cortos. Con estos factores en mente, cuantificamos las reclamaciones de deficiencia de arrendamiento para la mayoría de las empresas, multiplicando su tasa estimada de rechazo de arrendamiento por tres veces su renta anual.

Sin embargo, hay algunas excepciones a nuestro enfoque general. Los reclamos por deficiencia para arrendamientos de equipo de transporte grande (por ejemplo, aviones, carros de ferrocarril y barcos) se analizan de manera específica debido a que estas obligaciones de arrendamiento no tienen topados sus reclamos, pueden ser de más largo plazo y generalmente son por montos sustanciales. Además, utilizamos un múltiplo menor de renta para los casos en que una empresa depende principalmente de arrendamientos de muy corto plazo (tres años o menos). Además, no incluimos ninguna reclamación por deficiencia para arrendamientos celebrados por subsidiarias individuales de activos específicos que no cuentan con el respaldo crediticio de otras entidades (en forma de garantías o de relaciones de co-arrendatario), debido a la falta de recurso en contra de otras entidades y a la probabilidad de que estas subsidiarias no tengan valor si los arrendamientos son rechazados. (Esta situación fue importante en muchas de las quiebras de expositores película a principios de 2000).

**Reclamos relacionados con el empleo.** Los reclamos materiales no garantizados pueden surgir cuando un deudor rechaza, termina, o modifica las condiciones de empleo o beneficios para sus empleados actuales o retirados. Para reflejar este riesgo para los tenedores de deuda no garantizados, probablemente incluiremos un cierto nivel de reclamos relacionados con el empleo para empresas, pero solamente cuando los costos laborales no competitivos o beneficios son un factor en nuestros escenario de incumplimiento simulado.

**Reclamos por terminación del plan de pensiones.** La posibilidad de poner fin a un plan de pensiones de beneficios definidos se contempla en la *U.S. Employee Retirement Income Security Act* (ERISA). Bajo esta ley, dichos planes pueden darse por terminados voluntariamente por el deudor como el patrocinador del plan, o involuntariamente por la *Pension Benefit Guaranty Corporation* (PBGC) como la agencia que asegura los beneficios del plan. Por lo general, cualquier terminación durante la quiebra será una “terminación estresada”, en la que los activos del plan serían insuficientes para pagar los beneficios bajo el plan. Sin embargo, la bancarrota del patrocinador del plan no se traduce automáticamente en la terminación de sus planes de pensiones, e incluso los planes con fondeo insuficiente pueden no necesariamente ser terminados; el deudor debe demostrar que no sería capaz de lograr una reorganización exitosa a menos que de por concluido el plan.

En una terminación estresada, la PBGC asume los pasivos del plan de pensiones hasta los límites prescritos por la ley ERISA y obtiene un reclamo no garantizado en bancarrota contra el deudor de los beneficios no fondeados. El cálculo de este pasivo se basa en supuestos diferentes a los pasivos reportados por el deudor en sus estados financieros. Esto, además de la dificultad de predecir el estado de los fondos de un plan en algún momento en el futuro, complica nuestra capacidad para evaluar con precisión el valor de estos reclamos.



Copyright © 2016 by 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 (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), 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 DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER 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 de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros estudios, 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 (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener 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 está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadoras reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de 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 recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por 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) (gratuitos), y [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) y [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (por suscripción) y podrían 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, GLOBAL CREDIT PORTAL y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.