

MAESTRÍA EN FINANZAS CORPORATIVAS

Estructuración de Deuda Corporativa

Conceptos, instrumentos y práctica de mercado de la deuda corporativa

Del capital stack a los mercados de crédito · América Latina y Colombia

El recorrido

- | | | | |
|-----------|--|-----------|--|
| 01 | Fundamentos
Cada cláusula tiene precio | 02 | Instrumentos y estructura de capital
La pila de prioridad de cobro |
| 03 | Análisis de crédito y pricing
Cuánto puede pagar, y a qué precio | 04 | Covenants y term sheet
Las reglas que protegen al prestamista |
| 05 | La frontera del mercado
Sindicado, high yield y crédito privado | 06 | América Latina y Colombia
El marco no cambia; el terreno sí |

01

FUNDAMENTOS

Cada cláusula tiene precio

El punto de partida de toda estructuración de deuda.

Estructurar es decidir quién asume qué riesgo — y a qué precio

Toda estructuración ocurre, en el fondo, en una mesa: prestamistas y prestatarios negociando los términos de un financiamiento. Intervienen cuatro papeles.

Emisor / Prestatario

La empresa que busca capital. Persigue flexibilidad y el menor costo posible.

Sponsor

El fondo de private equity que controla a la empresa y maximiza el retorno de su inversión.

Arranger / Estructurador

El banco o fondo de deuda que diseña la operación y la coloca en el mercado.

Inversores / Prestamistas

Bancos, fondos de crédito, CLOs, fondos de high yield y aseguradoras. Aportan capital; exigen retorno y protección.

La estructuración traduce esos incentivos en cifras: tasa, plazo, garantía y covenants.

Estructuración de deuda corporativa

Los seis elementos de un financiamiento

Principal

El monto que se presta y debe repagarse.

Tasa

Fija o flotante (base + margen). Define quién carga el riesgo de tasa.

Plazo

El horizonte de repago: de líneas cortas a bonos a 7–10 años.

Amortización

Cómo se devuelve: total, parcial o bullet (todo al final).

Garantía

Colateral que respalda la deuda: específica, general o flotante.

Covenants

Promesas y límites que protegen al prestamista.

Cada elemento es una palanca de negociación — y cada concesión tiene un precio.

Tasa fija o flotante: quién carga el riesgo de tasa

FIJA VS. FLOTANTE

Fija — protege al emisor de subidas de tasa, pero lo deja pagando de más si las tasas caen.

Flotante — traslada el riesgo de tasa al prestatario (base + margen). Cuando SOFR subió ~500 pb en 2022–2023, muchas empresas apalancadas vieron caer su cobertura casi de un día para otro.

CUATRO REFERENCIAS QUE NO CONVIENE CONFUNDIR

SOFR • €STR Tasas a un día (overnight), libres de riesgo, basadas en transacciones.

Term SOFR Versión a plazo y prospectiva; muy usada en préstamos sindicados en dólares.

Euribor Tasa a plazo del euro, con componente de crédito; se reformó, no se discontinuó.

LIBOR Retirado; sus reemplazos dependen de la moneda y del instrumento.

02

INSTRUMENTOS Y ESTRUCTURA DE CAPITAL

La pila de prioridad

Cuanto más cerca de los activos, más barato el dinero.

La estructura de capital es una pila de prioridad

RCF · Term Loan A · Term Loan B	Senior garantizado — más cerca de los activos
Bono senior secured	Garantizado, con colateral
Bono senior unsecured	Sin garantía específica
Second lien	Segundo rango sobre el mismo colateral
Mezzanine	Subordinada — deuda con rasgos de equity
PIK Note	Interés que capitaliza; suele ir en la holding
Equity	Residual — absorbe la primera pérdida

PRELACIÓN ALTA

Menor costo · garantizado · cobra primero

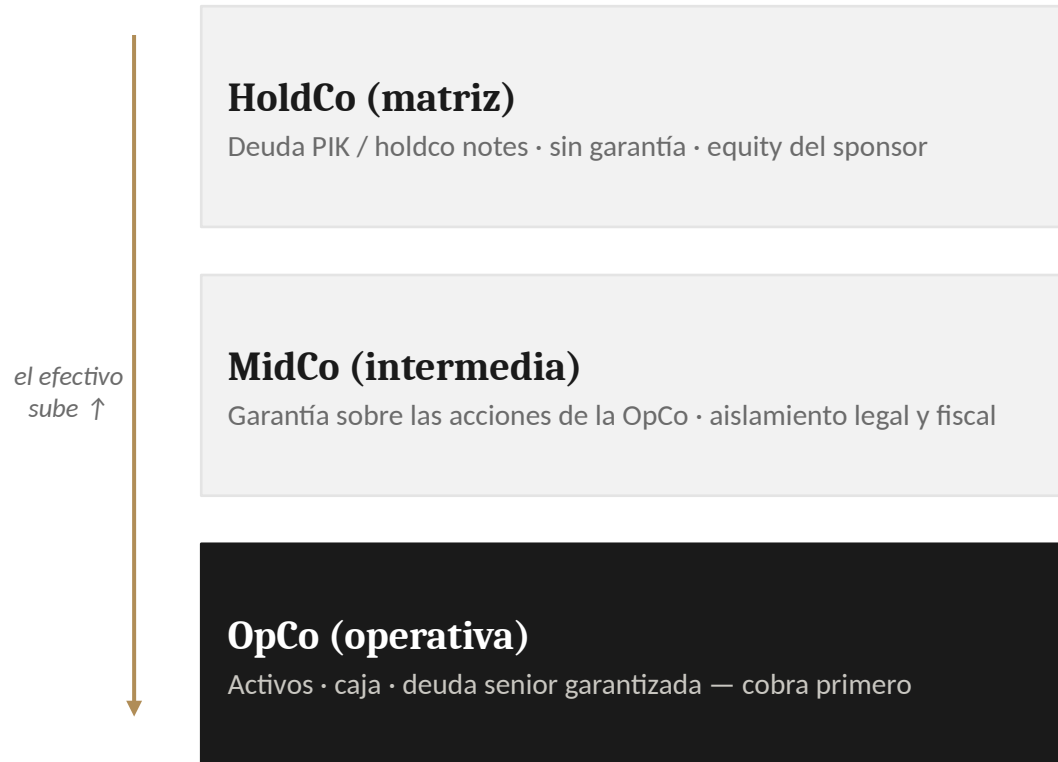


A medida que se baja en la pila, el instrumento se aleja de los activos: sube el riesgo y sube el costo. La prelación y la garantía fijan el precio.

RESIDUAL

Mayor costo · subordinado · última pérdida

Subordinación estructural: HoldCo, MidCo y OpCo



La regla es la misma en los tres niveles: cuanto más arriba en la cascada está la deuda, más depende de que los dividendos suban desde abajo — y más subordinada queda en términos económicos.

Matiz clave. No debe asumirse que todo second lien vive en la MidCo: con frecuencia comparte deudor operativo y colateral con el first lien, aunque con segundo rango sobre ese colateral.

03

ANÁLISIS DE CRÉDITO Y PRICING

¿Cuánto puede pagar, y a qué precio?

De las métricas de crédito a la calificación y el spread.

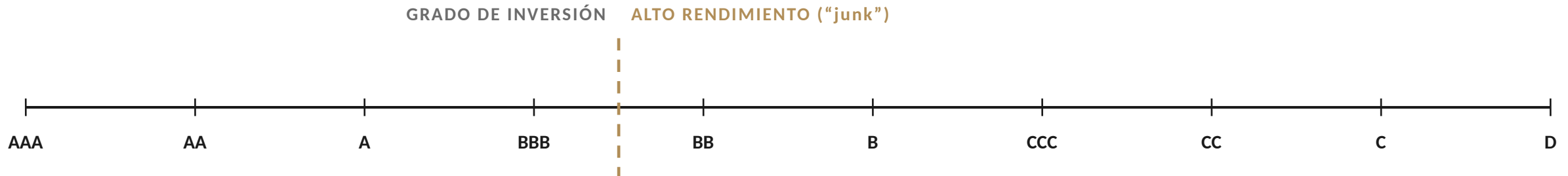
Del análisis de crédito a la calificación

Apalancamiento

Deuda / EBITDA. Cuánta deuda soporta la caja del negocio.

Cobertura de intereses

EBITDA / intereses. Se lee en dos versiones: devengada (incluye el PIK) y de caja (solo lo que se paga en efectivo).



El “sweet spot” del mercado apalancado vive en BB / B — suficiente riesgo para pagar spread, sin entrar en zona de reestructuración.

EBITDA ajustado: la línea entre lo legítimo y lo agresivo

ADD-BACKS LEGÍTIMOS

- Gastos genuinamente no recurrentes (por ejemplo, un costo extraordinario de litigio ya resuelto).

Verificables y bien documentados.

Mejoran la lectura del negocio sin inflar la capacidad de pago.

ADD-BACKS AGRESIVOS

- Sinergias futuras aún no materializadas.

Ajustes a “run-rate” no comprobables.

Inflan el EBITDA y, con él, bajan artificialmente el apalancamiento y agrandan los baskets.

“¿Mejora la capacidad real de pago, o solo mejora el ratio?”

La definición contractual de EBITDA gobierna el apalancamiento, los covenants y los baskets: hay que leerla con lupa.

El pricing: del spread al all-in yield



El OID, en un ejemplo. Un préstamo de 100 emitido a 99: el prestatario recibe 99 pero debe repagar 100. Ese punto de descuento eleva el rendimiento efectivo del inversor; su impacto anual depende de la vida esperada — no es lo mismo recuperarlo en un año que en cinco.

El OID y las comisiones no se suman mecánicamente al spread: se anualizan según el prepago y la medida usada — yield-to-maturity, yield-to-call o yield-to-worst. La protección de rescate (non-call, 101 soft call) también entra en el precio.

04

COVENANTS Y TERM SHEET

Las reglas que protegen al prestamista

Promesas, límites y capacidad negociada — todo tiene precio.

Covenants: las promesas que tienen precio

Afirmativos

Obligaciones de hacer: reportar, mantener seguros, pagar impuestos.

Negativos

Límites al endeudamiento adicional, gravámenes, ventas de activos y dividendos.

Financieros

Ratios que debe cumplir el deudor (apalancamiento, cobertura).

Maintenance vs. incurrence. Un covenant de mantenimiento se prueba cada período y actúa como alerta temprana; uno de incurrence solo se prueba al ejecutar una acción (emitir deuda, pagar dividendos).

Baskets y MFN. Los baskets son capacidad negociada (deuda o pagos permitidos). La cláusula MFN no “igualar precios”: ajusta al alza el margen de la deuda existente si una nueva deuda pari passu se emite por encima de un umbral pactado — con excepciones y posible vencimiento (sunset).

05

LA FRONTERA DEL MERCADO

Sindicado, high yield y crédito privado

Tres mercados que compiten — y convergen.

Tres mercados que convergen

Préstamo sindicado (BSL)

- Bancos + vehículos CLO
- Covenants débiles (cov-lite)
- Líquido; se negocia en secundario

High yield

- Fondos de bonos
- Covenants de incurrence
- Público; plazos largos; tasa fija

Crédito privado

- Fondos de deuda, BDCs
- Mantenimiento (típicamente)
- Bilateral; relación; ejecución rápida

US\$1,5–2 B

Tamaño estimado del crédito privado (billones)

4% → 21%

Cov-lite en direct lending, 2023 → 2025

En operaciones de mayor tamaño, el crédito privado compite cada vez más con el sindicado — de ahí cierta convergencia documental y de pricing.

Fuentes: Cleary (2026); McKinsey / Proskauer (2026). Cifras según universo y metodología.

Liability management: reestructurar por dentro del contrato

DROP-DOWN / TRANSFERENCIA DE ACTIVOS

- Se transfieren activos valiosos a una filial fuera del alcance de los acreedores y se emite deuda contra ellos.

Casos: J.Crew, PetSmart / Chewy.

UPTIER / PRIMING

- Una mayoría de prestamistas enmienda los documentos para emitir deuda súper-senior y subordinar a la minoría.

Casos: Serta, TriMark, Incora / Wesco.

Cada palabra del contrato vale millones. El 31 de diciembre de 2024, el 5.º Circuito invalidó el uptier de Serta (no era “compra en mercado abierto” bajo el lenguaje aplicable); ese mismo día, un tribunal de Nueva York convalidó una operación comparable en Ocean Trails / Mitel, bajo un lenguaje contractual distinto.

La clasificación de una LME depende de la documentación: baskets, sacred rights, reglas de enmienda, acuerdos intercreditor y el desenlace judicial o negociado.

06

AMÉRICA LATINA Y COLOMBIA

El marco no cambia; el terreno sí

Riesgo cambiario, riesgo país y jurisdicción del contrato.

América Latina: tres capas adicionales

Moneda

Deuda en dólares, ingresos en moneda local. El descalce cambiario afecta cobertura, liquidez y refinanciación.

Estructura

Grupos que emiten desde una HoldCo offshore que presta a las OpCo locales: subordinación estructural transfronteriza.

Riesgo país

El soberano, la moneda y las restricciones de transferencia y convertibilidad condicionan el rating y el spread.

Reestructuración. Con bonos de ley de Nueva York, varios emisores se reestructuran vía Chapter 11 (Avianca, LATAM, Aeroméxico); otros usan regímenes locales — la Ley 1116 en Colombia o la recuperação judicial en Brasil.

El marco conceptual no cambia; el riesgo cambiario, el riesgo país y la jurisdicción del contrato añaden capas.

Colombia: del concepto global a su equivalente local

Tasa flotante (SOFR + margen)	→ IBR + margen · DTF · UVR si es indexada
First / second lien e intercreditor	→ Garantía mobiliaria (Ley 1676) · fiducia mercantil en garantía
TLB / CLO / high yield sindicado	→ Crédito bancario · bonos ordinarios · papeles comerciales · leasing
Chapter 11	→ Ley 1116 de 2006 (Superintendencia de Sociedades)
Agencias globales (Moody's/S&P/Fitch)	→ BRC · Fitch Colombia · Value and Risk (+ globales para USD)
Supervisor del mercado	→ Superintendencia Financiera de Colombia (RNVE, bvc)

El techo soberano deja de ser abstracto

A la fecha de consulta de este material, Colombia aparecía como soberano split-rated — justo sobre la frontera grado de inversión / alto rendimiento.

Baa3

Moody's — grado de inversión

BB-

S&P — desde abril de 2026

BB

Fitch — desde diciembre de 2025

Una empresa operativamente sólida puede pagar un spread elevado no solo por su riesgo propio, sino por su domicilio, su moneda funcional y la jurisdicción del contrato.

Las calificaciones cambian: verificar contra los comunicados oficiales de cada agencia. Aspectos cambiarios y tributarios: checklist de debida diligencia, no tarifa fija.

Cómo pensar como estructurador

DEL LADO DEL PRESTATARIO

- Maximizar flexibilidad y minimizar costo.

Entender que ceder los covenants adecuados es lo que compra una tasa menor.

Cuidar la capacidad de caja, no solo el ratio.

DEL LADO DEL PRESTAMISTA

- Protegerse: garantía cercana a los activos, covenants de mantenimiento, baskets acotados, blockers.

Sin pedir tanto que la operación no cierre.

Documentar con precisión: cada palabra se prueba el día en que algo sale mal.

El precio es donde ambos se encuentran.

Prelación · garantía · subordinación estructural · métricas · pricing · covenants — el dominio de estos conceptos separa una negociación informada de una a ciegas.

En deuda, cada cláusula tiene precio.

Y cada palabra del contrato vale — al final, el día en que algo sale mal.