

Estructuración Financiera

Guía de estudio: conceptos, instrumentos y práctica de mercado de la deuda corporativa

Maestría en Finanzas Corporativas — Estructuración de deuda corporativa

Contenido

1. Introducción: qué es estructurar deuda.....	3
2. Los elementos de un financiamiento de deuda.....	3
3. El menú de instrumentos y la estructura de capital.....	4
4. Prelación, garantía y subordinación.....	5
5. Análisis de crédito: métricas, EBITDA y rating.....	7
6. El pricing de la deuda.....	8
7. El term sheet y los covenants en profundidad.....	10
8. Estructuras y operaciones típicas.....	11
9. La frontera del mercado actual.....	12
10. Estructuración de deuda en Colombia.....	15
11. Cómo pensar como estructurador.....	17
Errores frecuentes y preguntas de discusión.....	18
Glosario de términos clave.....	19
Referencias y bibliografía.....	20

1. Introducción: qué es estructurar deuda

Estructurar deuda es diseñar un financiamiento que resuelva un problema concreto de una empresa — crecer, comprar otra compañía, refinanciar deuda cara o atravesar un período difícil— en los mejores términos posibles dado su riesgo. La idea central que conviene fijar antes que ninguna otra es esta: en un acuerdo de deuda, cada cláusula tiene precio. El prestatario quiere flexibilidad y una tasa baja; el prestamista quiere protección y certeza de cobro; la tasa es el punto donde ambos intereses se encuentran. Quien entiende ese intercambio entiende el oficio.

En cualquier operación intervienen varias partes con incentivos distintos. El emisor o prestatario (la empresa) busca capital. El sponsor, cuando lo hay, es el fondo de private equity que controla a la empresa y persigue maximizar el retorno de su inversión. El arranger o estructurador (típicamente un banco o un fondo de deuda) diseña la operación y la coloca. Y los inversores o prestamistas —bancos, fondos de crédito, vehículos CLO, fondos de high yield, aseguradoras— aportan el dinero y exigen retorno y protección. Toda estructuración ocurre, en el fondo, en esa mesa: prestamistas y prestatarios negociando los términos de un financiamiento.

Esta guía recorre los temas en el orden lógico en que un estructurador los aborda: primero los elementos básicos de una deuda; luego el menú de instrumentos y cómo se apilan; después la prelación, la garantía y las métricas de crédito que fijan el precio; el pricing propiamente dicho; el term sheet y los covenants en detalle; las operaciones típicas; y, por último, la frontera del mercado actual. Cada tema se trata con la profundidad necesaria para usarlo, no solo para reconocerlo, y se ilustra con ejemplos del mercado real.

2. Los elementos de un financiamiento de deuda

Todo financiamiento se construye con un puñado de elementos básicos. Conviene dominarlos como vocabulario antes de combinarlos.

Principal. El monto prestado que debe devolverse; es la base sobre la que se calculan los intereses. En el mercado, el tamaño de un préstamo se dimensiona a menudo como un múltiplo del EBITDA: por ejemplo, “4 veces EBITDA de deuda senior”.

Tasa de interés. El costo del préstamo. Puede ser fija (estable durante toda la vida del instrumento, típica de los bonos) o flotante (ligada a un índice de referencia más un margen, típica de los préstamos). El índice de referencia dominante hoy en dólares es el SOFR (Secured Overnight Financing Rate), que en junio de 2026 se situaba en torno al 3,63%

¹. En la práctica, los préstamos no usan el SOFR a un día sino el Term SOFR (su versión prospectiva a uno o tres meses, publicada por CME), muy cercano pero no idéntico. Así, un préstamo a “SOFR + 375 puntos básicos” pagaría a esa fecha alrededor de 7,4% anual ($3,63\% + 3,75\% = 7,38\% \approx 7,4\%$); es una aproximación, porque los préstamos suelen referenciar el Term SOFR y no el SOFR a un día. En euros, la referencia principal del crédito corporativo sigue siendo el Euribor —que, a diferencia del LIBOR, no se discontinuó sino que se reformó a una metodología híbrida—, mientras que la tasa libre de riesgo a un día es el €STR, que reemplazó al EONIA en 2022.

¹SOFR: Federal Reserve Bank of New York / FRED (3,63% al 17 de junio de 2026). El Term SOFR (a plazo) lo publica CME Group. Cálculo del ejemplo: $3,63\% + 3,75\%$ (375 pb) = $7,38\% \approx 7,4\%$; es aproximado, porque los préstamos suelen referenciar el Term SOFR y no el SOFR a un día.

Plazo (maturity). El horizonte para repagar. Como regla práctica de mercado: corto plazo (1–3 años) para capital de trabajo; mediano (3–5 años) para adquisiciones; largo (5–10 años) para deuda institucional y bonos. Los préstamos institucionales (term loans) suelen vencer a 5–7 años y los bonos high yield a 7–10 años.

Amortización. Cómo se devuelve el principal. Las tres formas son: total (cuotas regulares que reducen el saldo), parcial (cuotas pequeñas con un gran saldo final) y bullet (todo el principal en un único pago al vencimiento). El mercado institucional favorece el bullet: un Term Loan B típico amortiza apenas un 1% anual y paga el resto al final.

Garantía (collateral). Activos que respaldan el préstamo. Distingue deuda garantizada (secured), respaldada por activos pignoralados, de la no garantizada (unsecured). La garantía puede ser específica (un bien concreto), general (sobre todos los activos) o flotante (sobre activos cambiantes como inventarios).

Covenants, default y rating. Los covenants son las promesas y restricciones que protegen al prestamista (Sección 7). El default es la falla en los términos —un pago perdido o un covenant roto— que puede acelerar la deuda. El rating es la calificación de solvencia que condiciona la tasa (Sección 5).

Idea clave

Fija/flotante no es un detalle. Un bono fijo protege al emisor de subidas de tasa pero lo deja pagando de más si las tasas caen. Un préstamo flotante (SOFR + margen) traslada el riesgo de tasa al prestatario: cuando SOFR subió unos 500 puntos básicos en 2022–2023, muchas empresas con préstamos flotantes vieron desplomarse su cobertura de intereses casi de la noche a la mañana. Saber quién carga el riesgo de tasa es parte de estructurar.

Cuatro tasas que no conviene confundir

SOFR y €STR: tasas a un día (overnight), libres de riesgo, basadas en transacciones reales (en dólares y en euros, respectivamente).

Term SOFR: la versión a plazo y prospectiva del SOFR (a uno o tres meses), publicada por CME; es una de las referencias más usadas en préstamos sindicados en dólares.

Euribor: tasa a plazo del euro con componente de crédito bancario —no es libre de riesgo—; se reformó (no se discontinuó) y sigue siendo la referencia principal del crédito en euros.

LIBOR: pertenecía a esta última familia (tasa a plazo con componente bancario) y fue retirado; sus reemplazos dependen de la moneda y del instrumento (por ejemplo, el USD LIBOR fue sustituido por el SOFR).

3. El menú de instrumentos y la estructura de capital

Una empresa rara vez tiene un solo tipo de deuda. La estructura de capital es una pila de instrumentos con distinto riesgo, precio y prioridad. La regla que ordena toda la pila es simple: cuanto más cerca está un instrumento de los activos y más arriba en la prelación de cobro, más barato; cuanto más subordinado y sin garantía, más caro. Conocer el menú permite elegir la herramienta correcta para cada necesidad y, sobre todo, combinarlas.

Instrumento	Lugar en la pila	Base de tasa	Quién lo compra
RCF (revolvente)	Senior garantizado	SOFR + margen	Bancos
Term Loan A (TLA)	Senior garantizado	SOFR + margen	Bancos; amortiza
Term Loan B (TLB)	Senior garantizado	SOFR + margen, bullet	CLOs, fondos de préstamo
Bono senior secured	Senior garantizado	Cupón fijo	Fondos de high yield
Bono senior unsecured	Senior sin garantía	Cupón fijo (mayor)	Fondos de high yield
Second lien	Garantía de 2.º rango	SOFR + margen alto	Fondos de crédito
Mezzanine	Subordinada (deuda+equity)	Cupón alto + warrants	Fondos mezzanine
PIK Note	Subordinada / en la holding	Interés que capitaliza	Fondos especializados
Equity	Residual (último)	Sin cupón	Sponsor / accionistas

La tabla recoge la práctica de mercado más frecuente, no reglas absolutas: existen bonos senior secured a tasa flotante (floating-rate notes) y tramos second lien a tasa fija; la base de tasa y la garantía concretas de cada instrumento se definen, en última instancia, en su documentación.

En la práctica, una compra apalancada típica combina varias capas: una línea revolvente (Revolving Credit Facility, RCF) para liquidez, un Term Loan B como tramo principal de deuda senior garantizada, y, como capas adicionales, tramos usualmente junior frente al Term Loan B pero senior frente al equity (por ejemplo, un bono senior unsecured o un second lien), con el equity del sponsor en la base. Cada capa la compra un inversor distinto: los bancos prestan en el revolver y el TLA; los vehículos CLO y los fondos de préstamos absorben el grueso del TLB; los fondos de high yield compran los bonos; los fondos de crédito y mezzanine, las capas subordinadas. Esta segmentación de la demanda explica por qué existen tantos instrumentos: cada uno está diseñado para un tipo de inversor con un apetito de riesgo y retorno particular.

Múltiplos de apalancamiento: rangos ilustrativos

El tamaño de cada capa se mide en “veces EBITDA”. Según datos de mercado de 2024–2025 —y como rango ilustrativo, no como pauta universal—, la deuda total de los LBO estadounidenses promedió cerca de 4,9x–5,0x EBITDA, con tramos senior garantizados habitualmente en torno a 4,0x–5,0x, y el aporte de equity del sponsor rondó el 46%–52% del precio de compra². Estas proporciones dependen del sector y del momento del ciclo: en segmentos de mayor calidad (software, salud) se observan múltiplos más altos; en sectores cíclicos o en mercados tensos, los prestamistas exigen menos deuda y más equity.

4. Prelación, garantía y subordinación

Tres conceptos relacionados pero distintos determinan quién cobra primero cuando hay menos dinero que deudas. Confundirlos es el error más común al empezar; separarlos es lo que permite estructurar bien.

²Bain & Company, Global Private Equity Report (2025): deuda total de LBO en EE. UU. ≈4,9x EBITDA en 2024 (promedio). PitchBook | LCD (2025): aporte de equity del sponsor ≈46% en 2025 (promedio), tras ≈51% en 2023. Ropes & Gray, “U.S. PE Market Recap” (abr. 2025): ≈52% en el 1T 2025. Universo: LBO en EE. UU. financiados en el mercado sindicado; valores promedio/observados. Rangos ilustrativos; varían por sector, tamaño y ciclo.

Prelación (seniority). El orden de cobro en una liquidación. La deuda senior cobra antes que la subordinada, y por eso paga menos. La deuda mezzanine se sitúa entre la deuda y el capital. Esta es subordinación contractual: la fijan los contratos.

Garantía y rango de gravamen (security / lien). Si existe colateral que respalde la deuda. Una deuda secured tiene activos pignorados; una unsecured, no. Entre las garantizadas, hay primer gravamen (first lien, cobra primero del colateral) y segundo gravamen (second lien, cobra del remanente). Esta es subordinación por garantía.

Subordinación estructural. La más sutil y a menudo decisiva. Los grupos se organizan como holdings con varias entidades en cascada: una matriz (HoldCo) que controla a una operativa (OpCo) donde realmente residen los activos y se genera la caja. La deuda colocada en la OpCo está más cerca de los activos; la deuda en la HoldCo depende de que el efectivo “suba” desde abajo, y por tanto está estructuralmente subordinada aunque nadie la llame “subordinada” en el contrato.

HoldCo, MidCo y OpCo. En estructuras apalancadas complejas es frecuente encontrar más de dos niveles. Entre la matriz y la operativa se interpone una sociedad intermedia (MidCo) que puede servir como vehículo para garantías sobre las acciones de la operativa (share pledge), para aislamiento legal o fiscal y, en algunas estructuras, para alojar tramos intermedios. No debe asumirse, sin embargo, que todo second lien está en la MidCo: con frecuencia comparte deudor operativo y colateral con la deuda first lien, aunque con segundo rango sobre ese colateral. La regla de oro es la misma en los tres niveles: cuanto más cerca de los activos y de la caja está la deuda, antes cobra; cuanto más arriba en la cascada, más depende de que los dividendos suban y más subordinada queda en términos económicos. Por eso el mismo grupo puede emitir deuda barata y garantizada en la OpCo y, a la vez, deuda cara y sin garantía (PIK) en la HoldCo.

Nivel	Qué suele alojar	Posición frente a los activos
OpCo (operativa)	Activos, caja, RCF y deuda senior garantizada	La más cercana; cobra primero del colateral
MidCo (intermedia)	Garantía sobre las acciones de la OpCo; aislamiento legal/fiscal; en algunas estructuras, tramos intermedios	Entre la operativa y la matriz
HoldCo (matriz)	Deuda PIK o holdco notes (sin garantía) y el equity del sponsor	La más lejana; cobra de lo que “suba” desde abajo

Un ejemplo de mercado lo aclara. Imagine dos acreedores de un mismo grupo: uno presta a la entidad operativa con un primer gravamen sobre las plantas y los inventarios; el otro tiene un PIK Note emitido por la holding, sin garantía. Si el negocio entra en crisis, el primero ejecuta su garantía y cobra directamente de los activos; el segundo solo recibe lo que sobre tras pagar a todos los acreedores de la operativa, y a menudo eso es poco o nada. Por eso el PIK de la holding paga un cupón muy superior: su posición estructural lo hace mucho más arriesgado.

Este reparto de prioridades se formaliza en el acuerdo intercreditor (intercreditor agreement), que define quién cobra primero del colateral, quién puede ejecutar garantías y cómo se reparten las recuperaciones. Es un documento técnico pero conceptualmente central, porque convierte la “pila” teórica en reglas operativas. Como veremos en la Sección 9, gran parte de los conflictos más recientes del mercado consiste en explotar los huecos de estos acuerdos para alterar el orden de cobro.

Tres preguntas que separan los conceptos

Prelación: ¿en qué orden me pagan? · Garantía: ¿qué activos respaldan mi crédito y en qué rango? · Estructura: ¿en qué entidad del grupo está mi deuda, y qué tan cerca de los activos? Un mismo tramo puede ser alto en un eje y bajo en otro —senior pero unsecured, o garantizado pero en la holding equivocada—. Razonar los tres por separado evita errores de precio y de riesgo.

5. Análisis de crédito: métricas, EBITDA y rating

El precio de la deuda se ancla en unas pocas métricas que el mercado mira una y otra vez. Dominarlas —y conocer sus trampas— es el núcleo del análisis de crédito.

5.1 Las métricas que importan

Apalancamiento (Deuda/EBITDA). Cuánta deuda soporta el negocio en relación con su generación operativa. Se suele desglosar por capa: “apalancamiento senior” (deuda garantizada/EBITDA) y “apalancamiento total”. Un emisor con deuda total de 4x EBITDA está moderadamente apalancado; uno a 7x está muy apalancado.

Cobertura de intereses (EBITDA o EBIT / intereses). La capacidad de servir la deuda. Conviene distinguir dos versiones que pueden divergir: la cobertura contable o devengada (EBITDA o EBIT sobre el gasto de intereses reconocido en resultados) y la cobertura de caja (sobre los intereses efectivamente desembolsados en efectivo). Ambas coinciden cuando todo el interés se paga en efectivo, pero difieren cuando hay deuda PIK (interés que se capitaliza y no se paga en caja): en ese caso la cobertura de caja es mejor que la devengada. Al revés, refinanciar deuda PIK con deuda de cupón en efectivo mejora la métrica devengada pero drena caja: una mejora en la cobertura contable puede ir acompañada de un deterioro de la liquidez real. Es el matiz que separa al analista novato del experto.

Flujo de caja libre y FCCR. Lo que de verdad sirve la deuda es la caja, no la utilidad contable. El flujo de caja libre (EBITDA menos capex, impuestos y variación de capital de trabajo) y el ratio de cobertura de cargos fijos (FCCR) miden si la empresa genera suficiente efectivo para pagar intereses y amortizaciones.

5.2 El problema del EBITDA ajustado

El EBITDA no es un número objetivo: es un punto de partida que los emisores “ajustan”. Los add-backs —sumar de vuelta gastos que la empresa considera no recurrentes, sinergias futuras esperadas, costos de reestructuración— pueden inflar el EBITDA reportado y, con él, bajar artificialmente el apalancamiento. En el mercado de leveraged finance este es un campo de batalla real: un EBITDA ajustado agresivamente hace que una empresa parezca apalancada a 5x cuando, con un EBITDA limpio, estaría a 6,5x. Conviene matizar: no todos los add-backs son ilegítimos. Algunos corresponden a gastos genuinamente no recurrentes y bien documentados (por ejemplo, un costo extraordinario de litigio ya resuelto); otros —sinergias futuras especulativas o ajustes a “run-rate”— son agresivos. La línea entre uno y otro depende de la evidencia, la documentación y la recurrencia del gasto, y es precisamente lo que el analista debe escrutar. La pregunta que conviene hacerse ante cada ajuste es directa: ¿mejora la capacidad real de pago, o solo mejora el ratio? El estructurador y el inversor deben leer con lupa la definición de EBITDA en el contrato, porque de ella dependen tanto las métricas como la capacidad de los baskets (Sección 7).

5.3 Rating y spreads

Las métricas se traducen en una calificación crediticia. Las agencias (Moody's, S&P, Fitch) ordenan a los emisores en una escala. La frontera clave es la que separa el grado de inversión (investment grade) de la deuda de alto rendimiento (high yield o “junk”):

Categoría	S&P / Fitch	Moody's	Lectura
Grado de inversión	AAA ... BBB-	Aaa ... Baa3	Riesgo bajo; spreads pequeños
Frontera (cruce)	BB+ vs BBB-	Ba1 vs Baa3	El límite que todos vigilan
High yield (BB / B)	BB+ ... B-	Ba1 ... B3	El “sweet spot” del mercado apalancado
Muy especulativo	CCC y peor	Caa y peor	Riesgo de default elevado

El spread —el diferencial que un emisor paga sobre la tasa libre de riesgo— crece a medida que baja el rating. Empresas como Apple o Microsoft (grado de inversión alto) pagan apenas una fracción de punto sobre los bonos del Tesoro de EE. UU. (Treasuries); nombres que en distintos momentos han tenido deuda de alto rendimiento —como American Airlines, Caesars o Walgreens— pagan bastante más (los ratings cambian con el tiempo, de modo que estos ejemplos son solo ilustrativos). A inicios de 2026, algunas fuentes de mercado describían un entorno de spreads ajustados y tasas de default de high yield relativamente bajas para el período reportado —del orden del 1,5–2% en el universo de high yield global de la fuente consultada, frente a un promedio histórico de largo plazo de ~4,5%³. Otras fuentes proyectaban rangos superiores: Fitch Ratings, para el cierre de 2026, estimaba el default en 2,5–3,0% en el high yield de EE. UU. y 4,5–5,0% en los leveraged loans (y en Europa, 3,75–4,25% en high yield). Estas estimaciones varían según universo, región, fecha y metodología, por lo que cualquier cifra puntual debe leerse como referencia de mercado y no como pauta general. Buena parte de la diferencia entre fuentes viene de la definición de “default”: las agencias suelen contar como tal los canjes en condiciones de dificultad (distressed exchanges) —cada vez más frecuentes vía liability management, como veremos en la Sección 9—, mientras que medidas más estrechas no los incluyen. Algunas casas resumían el entorno con una heurística informal, el llamado “90/10”: una porción mayoritaria de emisores en situación estable y el riesgo concentrado en un grupo reducido de créditos muy apalancados expuestos a reestructuraciones complejas.

6. El pricing de la deuda

Poner precio a la deuda es traducir el riesgo en un número. Conviene entender sus componentes por separado.

Spread sobre referencia. En un préstamo, el precio se expresa como SOFR + margen (por ejemplo, SOFR + 375 puntos básicos). En un bono de tasa fija, como un cupón que equivale a la tasa del Treasury comparable más un spread de crédito.

³PineBridge / Allianz Global Investors (feb. 2026): default de high yield global ~1,5–2% para el período reportado. Contraste — Fitch Ratings (dic. 2025): proyección a cierre de 2026 de 2,5–3,0% en high yield de EE. UU. y 4,5–5,0% en leveraged loans; en Europa, 3,75–4,25% en high yield. S&P Global Ratings (oct. 2025): default speculative-grade a 12 meses ~4,4% en EE. UU. Promedio histórico de largo plazo ~4,5%. Las cifras varían según universo, región, fecha y metodología.

OID (original issue discount). Los préstamos institucionales a menudo se colocan por debajo de la par: un TLB emitido a 99,5 significa que el inversor paga 99,5 por cada 100 de principal. Para fijar la intuición: si un préstamo de 100 se emite a 99, el prestatario recibe 99 pero debe repagar 100; ese punto de descuento eleva el rendimiento efectivo del inversor, y su impacto anual depende de la vida esperada del préstamo — no es lo mismo recuperar ese punto en un año que en cinco—. Es una palanca fina de pricing en mercados volátiles.

Rendimiento total (all-in yield). Es lo que el inversor realmente gana: base + spread + efecto del OID + comisiones recurrentes. El efecto del OID y de las comisiones no debe sumarse mecánicamente: se anualiza según la vida esperada del instrumento, los supuestos de prepago, la probabilidad de refinanciación y la medida usada —yield-to-maturity (bonos), yield-to-call o yield-to-worst (que asume el peor escenario de rescate anticipado)—.

Comisiones (fees). La estructuración y colocación cobran comisiones de arreglo (arrangement fee); las líneas no dispuestas pagan una comisión de compromiso (commitment fee); algunas operaciones cobran ticking fees mientras los fondos esperan a desembolsarse. Estas comisiones son parte del costo real del financiamiento.

6.1 Protección de rescate (call protection)

Una pieza que los estudiantes suelen pasar por alto, pero que es central en la negociación, es la protección de rescate: cuánto debe pagar el emisor si quiere repagar la deuda antes de tiempo. Protege el rendimiento del inversor. En los bonos high yield se estructura como un período de no-rescate (non-call) seguido de un calendario de precios decrecientes: un bono a 7 años suele tener tres años de no-call (NC-3) y luego puede rescatarse a un precio de “par más medio cupón”, que baja con el tiempo; antes del período de no-call, el rescate exige un make-whole (compensar al inversor por los intereses futuros). En los préstamos institucionales, la protección es más suave: un 101 soft call típico de seis a doce meses obliga a pagar un 1% de prima si la empresa reprecia o refinancia el préstamo en ese plazo. Negociar la opción de prepago — libre, con penalización o escalonada— es, por tanto, negociar precio.

Por qué los covenants abaratan el cupón

La evidencia empírica sugiere que, controlando por las características del préstamo y del prestatario, la presencia de covenants puede asociarse con menores rendimientos exigidos —Bradley y Roberts (2015)⁴, sobre más de doce mil préstamos—, porque reduce los problemas de agencia y protege al acreedor. No conviene, sin embargo, interpretarlo como una relación mecánica aplicable a todo caso: el precio final depende del riesgo del emisor, la estructura, las garantías, el ciclo de mercado y el poder de negociación. La lección práctica para la negociación es que ofrecer los covenants adecuados —garantías, un covenant de cobertura, restricción de dividendos— puede ser una palanca para mejorar el costo, no una mera concesión.

⁴Bradley, M. y Roberts, M. R. (2015). “The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants”. Quarterly Journal of Finance, 5(2). Raíces en Jensen-Meckling (1976), Myers (1977) y Smith-Warner (1979).

7. El term sheet y los covenants en profundidad

El term sheet es la lista de cláusulas que las partes negocian. Conviene leerlo agrupado por función: términos económicos (Secciones 2 y 6), términos de estructura (Secciones 3 y 4) y términos de protección, que son los covenants y las cláusulas de incumplimiento que tratamos aquí.

7.1 Las tres familias de covenants

Afirmativos: obligan a hacer algo —entregar reportes financieros periódicos, mantener seguros, cumplir normativas, notificar eventos relevantes—.

Negativos: prohíben acciones que perjudicarían al acreedor —tomar deuda adicional, vender activos clave, pagar dividendos, fusionarse— salvo dentro de ciertos límites.

Financieros: exigen mantener ciertos ratios —típicamente un máximo de apalancamiento (Deuda/EBITDA) y un mínimo de cobertura (EBITDA/intereses), a veces un flujo de caja mínimo—.

7.2 Maintenance vs incurrence: la distinción que define el mercado

La distinción más importante de todo el capítulo es entre covenants de mantenimiento e incurrence. Un covenant de mantenimiento se prueba periódicamente (cada trimestre) sin importar lo que la empresa haga: por ejemplo, “la cobertura debe ser siempre $\geq 3,0x$ ”. Si se incumple, el prestamista tiene un asiento en la mesa para renegociar antes de que el problema crezca; actúan como un sistema de alerta temprana. Un covenant de incurrence solo se prueba cuando la empresa intenta hacer algo —emitir deuda, pagar un dividendo—: si en ese momento no cumple cierto ratio, simplemente no puede ejecutar la acción, pero el mero paso del tiempo no genera incumplimiento.

Dimensión	Maintenance	Incurrence
Cuándo se prueba	Cada trimestre, siempre	Solo al ejecutar una acción
Mercado típico	Préstamos bancarios / crédito privado	High yield / Term Loan B
Función para el acreedor	Alerta temprana	Límite a acciones puntuales
Efecto al incumplir	Default técnico / renegociación	Se bloquea la acción

A veces el ratio exigido se endurece con el tiempo: un préstamo puede exigir que la cobertura, hoy en $4,5x$, suba a $5,0x$, luego $5,5x$ y finalmente $6,0x$ a lo largo de la vida del crédito. Esto se conoce como build-up y obliga a la empresa a desapalancar. La relevancia de toda esta distinción es enorme para el mercado actual: durante una década, el mercado sindicado amplio se volvió mayoritariamente cov-lite —sin covenants de mantenimiento—, y esa ausencia de alertas tempranas es precisamente lo que hace posibles las maniobras que veremos en la Sección 9.

7.3 Baskets: la flexibilidad negociada

Los covenants negativos casi nunca son prohibiciones absolutas; vienen con excepciones cuantificadas llamadas baskets (“cestas”). Hay baskets fijos (un monto en dólares predefinido, por ejemplo “hasta €50M de deuda adicional”) y baskets basados en ratios (“deuda adicional siempre que el apalancamiento se mantenga por debajo de $4,5x$ ”). Un tipo especial, el builder basket o available amount, crece con el desempeño: acumula capacidad a medida que la empresa genera utilidades, permitiendo más dividendos o

inversiones con el tiempo. La capacidad de los baskets —y su interacción— es donde se libra la verdadera negociación de la flexibilidad: un emisor astuto apila varios baskets para ganar margen de maniobra, y un prestamista cuidadoso los limita. Como veremos, apilar baskets es también el mecanismo que habilita las maniobras de liability management.

7.4 Protecciones y eventos de incumplimiento

El paquete se completa con varias cláusulas. Las declaraciones y garantías (reps & warranties) certifican que los estados financieros son exactos, que la empresa cumple la ley y que no hay litigios ocultos. Las condiciones previas (conditions precedent) deben cumplirse antes de liberar los fondos: diligencia completa, aprobaciones, garantías constituidas. La cláusula de cambio de control protege al acreedor si la propiedad cambia de manos —en los bonos suele dar derecho a vender al 101%—, algo especialmente relevante en empresas controladas por private equity. Los eventos de incumplimiento (events of default) listan lo que puede acelerar la deuda: impago, ruptura de un covenant, insolvencia, o un cross-default que se gatilla cuando la empresa incumple otra deuda. Y la tasa penal por incumplimiento (default rate) añade un recargo típico de 2% a 5% sobre la tasa original mientras dure el incumplimiento. Cláusulas como la protección MFN (most favored nation) operan sobre el margen: si la empresa emite nueva deuda a plazo pari passu con un rendimiento superior al de la deuda existente por encima de un umbral pactado —habitualmente unos 50 puntos básicos—, el margen de la deuda existente se ajusta al alza hasta quedar dentro de ese umbral. No se trata, por tanto, de “igualar el precio” de la deuda nueva, sino de impedir que esta se coloque mucho más cara dejando atrás a los prestamistas vigentes; con frecuencia estas cláusulas incluyen excepciones y un plazo de vigencia (sunset) que las limita en el tiempo.

8. Estructuras y operaciones típicas

Los conceptos anteriores se combinan en unas pocas operaciones recurrentes que conviene reconocer.

Compra apalancada (LBO). Un fondo de private equity adquiere una empresa financiando la mayor parte del precio con deuda colocada sobre la propia empresa adquirida. El estructurador define las fuentes y usos (sources & uses): cuánta deuda de cada tramo y cuánto equity. Es el contexto donde la estructuración alcanza su máxima expresión.

Ejemplo ilustrativo: fuentes y usos de una compra apalancada

Cifras ilustrativas; los múltiplos de entrada y de apalancamiento varían fuertemente según el sector y el momento del ciclo. Un fondo compra una empresa con €100M de EBITDA a un múltiplo de 11x, es decir, un valor de empresa de €1.100M. Para financiarlo, estructura: un Term Loan B de €400M (4,0x EBITDA, deuda senior garantizada), un bono senior unsecured de €150M (1,5x), una línea revolving de €75M sin disponer (para liquidez) y €550M de equity del sponsor (~50% del precio). El apalancamiento total queda en 5,5x EBITDA. El TLB pagará SOFR + margen con un 101 soft call; el bono, un cupón fijo con tres años de no-call. (En una operación real, los usos incluyen además las comisiones de la transacción y la refinanciación de la deuda existente, y las fuentes se ajustan en consecuencia.) Toda la lógica de las secciones anteriores aparece en este único cuadro.

Financiamiento de adquisiciones (acquisition finance). Cuando una empresa compra a otra, a menudo se usa un crédito puente (bridge loan) que luego se refinancia con deuda permanente —bonos o préstamos— una vez cerrada la operación.

Refinanciación y repricing. Reemplazar deuda existente por deuda nueva, ya sea para bajar la tasa (repricing), alargar el plazo o cambiar la estructura. En mercados favorables, las empresas reprecian sus préstamos en oleadas para capturar spreads más bajos —la mayoría de la emisión de high yield reciente ha sido, de hecho, para refinanciar—.

Recapitalización con dividendos (dividend recap). La empresa toma deuda nueva para pagar un dividendo extraordinario a sus accionistas (típicamente el sponsor). Aumenta el apalancamiento sin cambiar el negocio y suele tensar la relación con los acreedores, por lo que los covenants negativos de dividendos son clave para limitarla.

Amend-and-extend. En lugar de refinanciar, la empresa negocia con los prestamistas existentes extender el vencimiento a cambio de un mayor margen u otras concesiones, evitando salir al mercado.

9. La frontera del mercado actual

Un curso de estructuración de hace una década se sentiría hoy incompleto. Tres cambios recientes redefinieron dónde se juega la disciplina, y son los temas más vivos y prácticos.

9.1 El mapa de mercados: sindicado, high yield y crédito privado

Una empresa apalancada puede financiarse hoy de tres formas principales. El cambio estructural más importante es el auge del crédito privado (private credit / direct lending): según estimaciones de mercado disponibles para 2025–2026, el direct lending habría alcanzado una escala comparable a la del mercado de préstamos sindicados, en un rango de US\$1,5 a 2 billones, con proyecciones hacia los US\$3 billones para 2028⁵. El mercado de crédito apalancado en su conjunto —préstamos sindicados, high yield y crédito privado— supera, según las mismas fuentes, los US\$4 billones⁶. Estas magnitudes varían de forma importante según se mida AUM, deuda viva, el private credit total o solo el direct lending. En particular, comparar private credit con préstamos sindicados exige cuidado: el private credit suele reportarse como activos bajo administración o compromisos, mientras que el mercado sindicado se mide a menudo por deuda viva o por volumen de emisión.

Mercado	Prestamistas	Covenants	Rasgo distintivo
Préstamo sindicado (BSL)	Bancos + CLOs	Cov-lite (débiles)	Líquido; negociable en secundario
High yield bond	Fondos de bonos	Incurrence	Público; plazos largos; tasa fija
Crédito privado	Fondos de deuda, BDCs	Mantenimiento (típicamente)	Bilateral; relación; ejecución rápida

La diferencia decisiva entre ellos son los covenants: el crédito privado suele conservar covenants de mantenimiento más fuertes, mientras el sindicado amplio se volvió mayoritariamente cov-lite. Esta distinción, sin embargo, no es una regla universal. En el segmento alto del crédito privado, que compete

⁵Clearly Gottlieb, “Outlook for Private Credit in 2026”. Cifras coincidentes en Lord Abbett (2025). Las magnitudes varían según se mida AUM, deuda viva, private credit total o direct lending.

⁶Gatto, M. (2023). The Credit Investor’s Handbook. Wiley (lectura técnica). Estima el mercado de crédito apalancado en más de US\$4 billones.

directamente con los préstamos sindicados, se ha observado convergencia hacia documentación más flexible: la proporción de operaciones cov-lite en el direct lending pasó de alrededor del 4% en 2023 a cerca del 21% en 2025, según las casas consultadas⁷. Aun así, el rasgo de fondo se mantiene: el crédito privado existe en buena medida porque permite covenants negociables y renegociables para prestatarios pequeños, apalancados y de alto crecimiento, como vimos en la Sección 6. En operaciones de mayor tamaño, el crédito privado compite cada vez más con el mercado sindicado, lo que explica cierta convergencia documental y de pricing.

9.2 La transición de benchmark

El LIBOR en dólares fue retirado en 2023 tras un escándalo de manipulación y reemplazado por una tasa libre de riesgo basada en transacciones reales: el SOFR. El panorama del euro es distinto y conviene no confundirlo: la tasa a un día EONIA fue reemplazada por el €STR, mientras que el Euribor —una tasa a plazo con componente de crédito, como lo era el LIBOR— no se discontinuó, sino que se reformó y sigue siendo la referencia principal del crédito en euros⁸. La transición coincidió con la fuerte subida de tasas de 2022–2023, que presionó las coberturas de los préstamos a tasa flotante originados cuando las tasas eran casi cero. Es un recordatorio práctico de por qué importa quién carga el riesgo de tasa.

9.3 Liability management exercises: la frontera de la subordinación

Uno de los temas más relevantes del mercado actual son las liability management exercises (LME), conocidas coloquialmente como “violencia entre acreedores” —una denominación de mercado, no un término técnico formal—. Como la documentación se volvió tan flexible y cov-lite, las empresas en estrés ya no van directo a la quiebra: reestructuran por fuera explotando los huecos de sus propios contratos. Según una estimación de Oaktree para 2024, más de la mitad de los defaults corporativos se han canalizado vía LME y no por un Chapter 11 tradicional⁹; otras fuentes y agencias emplean definiciones distintas, por lo que la cifra debe leerse como señal de una tendencia, no como un dato universal. Las dos jugadas estrella explotan los conceptos de las Secciones 4 y 7:

- **Drop-down / transferencia de activos (caso J.Crew, 2016):** la empresa usa la capacidad de sus baskets para transferir activos valiosos —marca, propiedad intelectual— a una subsidiaria “no restringida” fuera del alcance de los acreedores, y se endeuda contra esos activos allí. La nueva deuda queda estructuralmente por delante de todos. Es subordinación estructural usada como arma. La operación PetSmart/Chewy es otro ejemplo canónico de transferencia de activos.
- **Uptier / priming (caso Serta Simmons, 2020):** la empresa pacta con una mayoría simple de prestamistas amendar los documentos para emitir deuda súper-senior; esa mayoría intercambia su deuda vieja por la nueva, dejando subordinada —“primada”— a la minoría que no estuvo en la sala. Lo intentaron también TriMark e Incora/Wesco¹⁰.

⁷McKinsey, Global Private Markets Report — Private Credit (2026); el dato de cov-lite ($\approx 4\%$ en 2023 a $\approx 21\%$ en 2025 en direct lending) proviene de Proskauer (2026). Corresponde a la muestra de la fuente, no al universo total.

⁸Banco Central Europeo, “The euro short-term rate (€STR)...” (2022); EMMI / LSEG (2024): el EONIA fue reemplazado por el €STR el 3 de enero de 2022; el Euribor no se discontinuó, se reformó a una metodología híbrida. El USD LIBOR dejó de publicarse el 30 de junio de 2023 (ICE Benchmark Administration / FCA).

⁹Quinn Emanuel (2025), citando Oaktree Capital, “The LME Wave” (4T 2024). Es una estimación de una gestora para un período; otras fuentes usan definiciones distintas.

¹⁰Casos canónicos citados en la literatura jurídica (Quinn Emanuel, Norton Rose Fulbright, White & Case): transferencia de activos / drop-down — J.Crew, PetSmart/Chewy; uptier / priming — Serta, TriMark, Incora/Wesco. La calificación de cada operación depende de su documentación.

La clasificación de una LME depende de la documentación exacta: los baskets disponibles, los derechos inderogables (sacred rights), las reglas de enmienda, los acuerdos intercreditor y el desenlace judicial o negociado. Por eso dos operaciones que parecen iguales pueden terminar de forma distinta.

El desenlace judicial muestra por qué cada palabra del contrato vale millones: el 31 de diciembre de 2024, el 5.º Circuito invalidó el uptier de Serta al concluir que no calificaba como “compra en mercado abierto” (open market purchase) bajo el lenguaje contractual aplicable; ese mismo día, un tribunal de Nueva York convalidó una operación comparable en Ocean Trails / Mitel (MLN Topco), bajo un lenguaje contractual distinto¹¹. En respuesta, el mercado desarrolló defensas contractuales —los blockers (anti-drop-down, anti-uptier) y los acuerdos de cooperación entre acreedores— que hoy se negocian al inicio de cada operación. Esta es la estructuración en su forma más avanzada: diseñar el contrato anticipando cómo podría ser atacado.

9.4 La conexión con la teoría y el distressed

Las LME no son una moda nueva: son la versión contemporánea de las conductas que la teoría de agencia describió hace medio siglo. El drop-down es dilución de la prelación y sustitución de activos; el uptier es subordinación por la puerta de atrás. Lo que la teoría anticipó —que los gerentes, para los accionistas, intentarían transferir valor desde los acreedores— hoy ocupa los titulares con nombres conocidos. La lección no es que las LME sean válidas o inválidas en abstracto, sino que el resultado depende de la arquitectura contractual: definiciones, baskets, enmiendas permitidas, derechos inderogables (sacred rights), compras en mercado abierto (open market purchases) y acuerdos intercreditor. En el extremo del recorrido está la inversión en deuda en dificultades (distressed) y el análisis de recuperación (recovery): qué cobra cada tramo cuando la empresa no puede pagar, en función de todo lo anterior.

Casos recientes como el Chapter 11 de First Brands en 2025¹² recuerdan que el valor real de un covenant o de una garantía se prueba cuando la empresa entra en estrés. La situación se ha relacionado, según reportes del proceso y del mercado, con presiones de liquidez asociadas, entre otros factores, a obligaciones de factoring y financiamiento de capital de trabajo.

9.5 Una nota sobre América Latina

Los conceptos anteriores se aplican en América Latina, pero con tres particularidades que conviene tener presentes. La primera es la moneda. Una porción relevante de los emisores latinoamericanos con acceso a mercados internacionales se financia en dólares —u otras monedas fuertes— y se coloca entre inversores internacionales, mientras que muchos generan ingresos en moneda local; ese descalce cambiario (currency mismatch) puede afectar la cobertura de intereses, la liquidez y el riesgo de refinanciación, y no aparece en un libro centrado solo en EE. UU. o Europa. Conviven con esa deuda en dólares mercados locales en crecimiento —en Brasil, México, Chile, Colombia o Perú—, y los spreads corporativos de la región pueden seguirse, por ejemplo, en el índice ICE BofA Latin America Emerging Markets Corporate¹³.

¹¹In re Serta Simmons Bedding, L.L.C. (5.º Circuito, 31 dic. 2024); Ocean Trails CLO VII v. MLN Topco Ltd. (N.Y. App. Div., misma fecha).

¹²First Brands Group, LLC, Chapter 11, U.S. Bankruptcy Court for the Southern District of Texas (Houston), caso líder n.º 25-90399 (CML), Hon. Christopher M. Lopez; presentado el 28 de septiembre de 2025. Agente de reestructuración: Kroll Restructuring Administration. La situación se ha relacionado, según reportes del proceso y del mercado, con presiones de liquidez asociadas, entre otros factores, a obligaciones de factoring y financiamiento de capital de trabajo.

¹³Rendimientos de referencia: ICE BofA Latin America Emerging Markets Corporate Plus Index (FRED, serie BAMLEMRLCRPILAEY). Contexto: OMFIF (feb. 2026) y VanEck (ene. 2026). Los niveles de spread varían con el riesgo país, el rating y la fecha.

La segunda particularidad es estructural, y conecta con la Sección 4. Algunos emisores internacionales o grupos con estructuras de holding transfronterizas se financian a través de una HoldCo constituida fuera del país (por ejemplo, en las Islas Caimán, Luxemburgo o los Países Bajos) que emite los bonos y presta los fondos hacia abajo, a las OpCo locales donde están los activos y la caja. Esa arquitectura reproduce, a escala transfronteriza, la subordinación estructural HoldCo / OpCo: los tenedores del bono de la HoldCo dependen de que el efectivo suba desde las operativas, a veces a través de varias jurisdicciones y controles cambiarios. A esto se suma el riesgo país: el rating y el spread de un emisor pueden verse condicionados por el del soberano, por restricciones de transferencia y convertibilidad, por la moneda de la deuda y por la ubicación de los activos y los flujos. Así, una empresa operativamente sólida puede pagar un spread elevado no solo por su riesgo propio, sino también por su domicilio, su moneda funcional y la jurisdicción del contrato.

Por último, las reestructuraciones siguen rutas propias. Cuando los bonos se rigen por ley de Nueva York, varios emisores latinoamericanos se han reestructurado mediante el Chapter 11 estadounidense — Avianca, LATAM Airlines y Aeroméxico son ejemplos de los años recientes —, mientras que otros recurren a regímenes locales, como la Ley 1116 en Colombia o la recuperação judicial en Brasil. También se observan en la región operaciones de liability management comparables a las de la Sección 9.3¹⁴. La lección es que el marco conceptual no cambia —prelación, garantía, subordinación estructural, covenants—, pero el riesgo cambiario, el riesgo país y la jurisdicción del contrato añaden capas que el estructurador debe leer con cuidado.

10. Estructuración de deuda en Colombia

El marco conceptual de esta guía —prelación, garantía, subordinación estructural, métricas de crédito, pricing y covenants— se aplica plenamente en Colombia. Lo que cambia es la infraestructura local sobre la que se monta una operación: las tasas de referencia, las formas de garantía, el mercado y sus instrumentos, el régimen de insolvencia y la capa de riesgo soberano, cambiario y tributario. Este capítulo traduce cada pieza al contexto colombiano para aterrizar los conceptos en una operación realista del país.

10.1 Tasas de referencia locales

Una deuda en pesos no se referencia al SOFR. La tasa flotante local más usada es el **IBR** (Indicador Bancario de Referencia), publicado por el Banco de la República en plazos overnight y a uno y tres meses; convive con la **DTF** —una referencia de captación de uso tradicional— y, para deuda indexada a inflación, con la **UVR** (Unidad de Valor Real). Un crédito en pesos se expresa entonces como “IBR + margen” o “DTF + puntos”, y el nivel de las tasas lo ancla la tasa de intervención del Banco de la República¹⁵. Los emisores grandes (por ejemplo, Ecopetrol o ISA) también colocan bonos en dólares en los mercados internacionales; para esa deuda en moneda dura, el capítulo de tasas y referencias de la guía aplica de forma directa, junto con el descalce cambiario de la Sección 9.5.

¹⁴Reestructuraciones vía Chapter 11 de EE. UU. con bonos de ley de Nueva York: Avianca Holdings (Distrito Sur de Nueva York, 2020–2021); LATAM Airlines y Aeroméxico (mismo distrito, 2020–2022). Regímenes locales de insolvencia: Ley 1116 de 2006 (Colombia); recuperação judicial (Brasil). LatinFinance documenta operaciones de liability management en la región.

¹⁵Tasas de referencia locales: el IBR (Indicador Bancario de Referencia) y la UVR (Unidad de Valor Real, indexada a inflación) los publica el Banco de la República; la DTF es una referencia de captación de uso tradicional. La tasa de intervención del Banco de la República fija el nivel de política monetaria.

10.2 Garantías: la fiducia y las garantías mobiliarias

La lógica de first lien / second lien e intercreditor de la Sección 4 existe en Colombia, pero se instrumenta con figuras propias. Dos son centrales. La **garantía mobiliaria** de la Ley 1676 de 2013 permite gravar bienes muebles (inventarios, cuentas por cobrar, maquinaria) con un registro y reglas de prelación y ejecución modernas. Y la **fiducia mercantil en garantía** —un patrimonio autónomo administrado por una sociedad fiduciaria— es uno de los vehículos más usados del mercado local: el deudor transfiere activos o flujos a la fiducia, que los mantiene aislados y los destina a pagar a los acreedores garantizados según un orden pactado¹⁶. Junto con la prenda y la hipoteca tradicionales, estas figuras cumplen el papel que en el mercado angloamericano juegan el colateral pignorado y el acuerdo intercreditor: definen quién cobra primero y de qué activos. Conviene precisar, eso sí, que la prelación económica pactada en una fiducia debe analizarse junto con las reglas imperativas de prelación aplicables en un proceso de insolvencia, que pueden acotarla.

10.3 El mercado y sus instrumentos

El mercado colombiano es más bancario y de bonos que de préstamos apalancados. El ecosistema de Term Loan B, vehículos CLO, documentación cov-lite y high yield sindicado descrito en la Sección 9 no tiene en Colombia una profundidad comparable a la del mercado estadounidense o europeo: en el mercado doméstico predominan el crédito bancario (bilateral o sindicado), los **bonos ordinarios**, los papeles comerciales, el leasing y las titularizaciones. Las emisiones se inscriben en el Registro Nacional de Valores y Emisores y se negocian en la Bolsa de Valores de Colombia, bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera, con un segundo mercado reservado a inversionistas profesionales. La calificación la otorgan agencias locales —BRC Ratings, Fitch Ratings Colombia y Value and Risk— en una escala nacional, además de las agencias globales para la deuda transfronteriza¹⁷. Un caso aparte, y muy relevante en el país, es el **project finance** de infraestructura (las concesiones viales 4G y 5G), donde la estructuración por flujos y la fiducia alcanzan su mayor sofisticación.

10.4 Insolvencia y reestructuración

Cuando una empresa colombiana entra en crisis, la ruta no es el Chapter 11 sino la **Ley 1116 de 2006**, que regula la reorganización y la liquidación judicial y se tramita ante la Superintendencia de Sociedades¹⁸. El análisis de recuperación (recovery) de la Sección 9 sigue siendo el corazón del problema, pero se juega con reglas locales de prelación de créditos. La excepción son los emisores con bonos bajo ley de Nueva York: como se vio en la Sección 9.5, varios (Avianca, entre ellos) se han reestructurado mediante el Chapter 11 estadounidense, lo que ilustra por qué la jurisdicción del contrato y la ley aplicable son decisiones de estructuración, no detalles formales.

¹⁶Garantías: régimen de garantías mobiliarias de la Ley 1676 de 2013 (con Registro de Garantías Mobiliarias administrado por Confecámaras); la fiducia mercantil en garantía (patrimonio autónomo) se rige por el Código de Comercio. La prelación entre acreedores se documenta contractualmente y en las reglas del patrimonio autónomo.

¹⁷Mercado y supervisión: la Superintendencia Financiera de Colombia supervisa el mercado de valores; las emisiones se inscriben en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y se negocian en la Bolsa de Valores de Colombia (bvc), con un segundo mercado para inversionistas profesionales. Calificadoras locales: BRC Ratings – S&P, Fitch Ratings Colombia y Value and Risk Rating.

¹⁸Insolvencia: Ley 1116 de 2006 (régimen de reorganización y liquidación judicial), tramitada ante la Superintendencia de Sociedades.

10.5 Riesgo soberano, cambiario y tributario

Aquí el concepto de sovereign ceiling de la Sección 9.5 deja de ser abstracto. A la fecha de consulta utilizada para esta guía, Colombia aparecía como soberano **split-rated**: mantenía el grado de inversión en Moody's (Baa3), mientras que S&P y Fitch la ubicaban en grado especulativo —alto rendimiento— (S&P en BB- y Fitch en BB)¹⁹. Es decir, el propio soberano se sienta sobre la frontera que la Sección 5.3 describe, y esa condición puede condicionar el techo de calificación o el spread de ciertos emisores colombianos —según la metodología, la moneda de la deuda, la exposición local y las restricciones de transferencia y convertibilidad—, especialmente cuando sus activos, ingresos y capacidad de pago se concentran en el país. Como las calificaciones soberanas cambian, este punto debe verificarse contra las fuentes oficiales de Moody's, S&P y Fitch antes de usarlo en clase. A ello se suman dos capas que toda estructuración local debe incorporar: la **cambiaria** —la deuda externa se registra ante el Banco de la República, y el descalce entre ingresos en pesos y deuda en dólares afecta cobertura, liquidez y refinanciación— y la **tributaria** —retención en la fuente sobre intereses pagados al exterior, reglas de subcapitalización que limitan la deducción de intereses y el gravamen a los movimientos financieros (GMF)—. Estos puntos no deben enseñarse como una tarifa fija, sino como un checklist de debida diligencia: sus parámetros cambian con frecuencia y deben verificarse con la norma vigente y con asesoría legal y tributaria local.

Del concepto de la guía a su equivalente en Colombia

Tasa flotante (SOFR + margen) → IBR + margen, DTF + puntos, o UVR si es indexada a inflación.

First lien / second lien e intercreditor → garantía mobiliaria (Ley 1676), fiducia mercantil en garantía (patrimonio autónomo), prenda e hipoteca, con prelación pactada.

TLB / CLO / high yield sindicado → mercado incipiente; predominan crédito bancario, bonos ordinarios, papeles comerciales y leasing.

Chapter 11 → Ley 1116 de 2006 (reorganización y liquidación), ante la Superintendencia de Sociedades.

Agencias (Moody's / S&P / Fitch) → escala local de BRC, Fitch Ratings Colombia y Value and Risk, más las globales para deuda en dólares.

Supervisor del mercado → Superintendencia Financiera de Colombia (RNVE, bvc, segundo mercado).

11. Cómo pensar como estructurador

Estructurar deuda es administrar un único intercambio repetido en muchas formas: el prestatario quiere flexibilidad y tasa baja; el prestamista quiere protección y certeza de cobro; el precio es donde ambos se encuentran. La teoría da la regla maestra —los covenants correctos abaratan el cupón— y el mercado muestra dónde se libra la batalla: en la ubicación estructural de la deuda, en la capacidad de los baskets y en la documentación que une ambos.

En la práctica, esto se traduce en una mentalidad concreta. Si negocia del lado del prestatario, su objetivo es maximizar flexibilidad y minimizar costo, pero entendiendo que ceder los covenants adecuados es lo

¹⁹Calificación soberana de Colombia a la fecha de consulta: Moody's Baa3 (grado de inversión); S&P BB- tras la rebaja de abril de 2026 (S&P Global Ratings); Fitch BB con perspectiva estable desde diciembre de 2025 (Fitch Ratings). Las calificaciones cambian; verificar contra los comunicados oficiales de cada agencia antes de usarlas. Los aspectos cambiarios (registro de endeudamiento externo ante el Banco de la República) y tributarios (retención en la fuente sobre intereses al exterior, reglas de subcapitalización, GMF) deben verificarse con la norma vigente y con asesoría local.

que le compra una tasa menor. Si negocia del lado del prestamista, su objetivo es protegerse —garantía cercana a los activos, covenants de mantenimiento, baskets acotados, blockers— sin pedir tanto que la operación no cierre. En ambos casos, el dominio de los conceptos de esta guía —prelación, garantía, subordinación estructural, métricas, pricing y covenants— es lo que separa una negociación informada de una a ciegas.

Errores frecuentes y preguntas de discusión

Errores frecuentes a evitar

Confundir prelación con garantía: una deuda puede ser senior y, a la vez, no garantizada.

Olvidar la subordinación estructural: dos deudas “senior” no son iguales si una está en la holding y otra en la operativa.

Leer la cobertura sin distinguir caja de devengado, sobre todo cuando hay deuda PIK.

Tomar el EBITDA ajustado como un dato objetivo: los add-backs cambian el apalancamiento aparente.

Tratar “SOFR + margen” como tasa fija: es flotante, y el riesgo de tasa lo carga el prestatario.

Ver los covenants como pura concesión: los covenants adecuados abaratan el cupón.

Preguntas de discusión

- ¿Por qué un mismo emisor pagaría tasas distintas por deuda colocada en la operativa frente a la holding?
- ¿En qué se diferencia, para el prestamista, un covenant de mantenimiento de uno de incurrence, y por qué el crédito privado prefiere el primero?
- Si una empresa refinancia deuda PIK por un bono de cupón en efectivo, ¿mejora o empeora su liquidez? Distinga caja y devengado.
- ¿Cómo habilita la capacidad de los baskets una operación de drop-down, y qué cláusula (blocker) la frenaría?
- Ante el caso Serta, ¿qué lección extrae sobre la importancia del lenguaje exacto del contrato de crédito?
- ¿Cómo cambia el análisis de crédito si la empresa genera caja en moneda local, pero su deuda está denominada en dólares?
- ¿Por qué la ley aplicable del contrato y la jurisdicción de insolvencia pueden afectar la recuperación esperada del acreedor?
- Si una empresa colombiana genera ingresos principalmente en pesos, pero emite deuda en dólares bajo ley de Nueva York, ¿qué riesgos adicionales debe incorporar el estructurador en el pricing, los covenants y la política de cobertura?
- ¿Cómo se traduce una garantía “first lien” del mercado angloamericano a una estructura colombiana con fiducia mercantil en garantía o garantía mobiliaria (Ley 1676)?

- A la fecha de esta guía, Colombia aparecía como soberano split-rated (grado de inversión por una agencia y alto rendimiento por otras): ¿cómo puede afectar esto el techo de calificación y el spread de una empresa colombiana operativamente sólida?

Glosario de términos clave

Término	Definición breve
All-in yield	Rendimiento total: base + spread + OID + comisiones.
Basket	Excepción cuantificada a un covenant negativo (fija o por ratio).
Bullet	Amortización en un único pago al vencimiento.
Cov-lite	Préstamo sin covenants financieros de mantenimiento.
Covenant	Promesa o restricción contractual que protege al prestamista.
Drop-down	Transferir activos a una filial no restringida para endeudarse fuera del alcance de los acreedores.
EBITDA ajustado	EBITDA con add-backs; puede inflar la métrica y bajar el apalancamiento aparente.
€STR	Tasa libre de riesgo a un día en euros; reemplazó al EONIA en 2022.
Euribor	Tasa a plazo del euro, reformada (no descontinuada); referencia principal del crédito en euros.
HoldCo	Sociedad matriz que controla la operativa; la deuda emitida aquí queda estructuralmente subordinada.
Incurrence	Covenant que se prueba solo al ejecutar una acción.
Intercreditor (acuerdo)	Contrato que define quién cobra primero del colateral, quién ejecuta garantías y cómo se reparten las recuperaciones.
Maintenance	Covenant que se prueba cada período; actúa como alerta temprana.
Descalce cambiario	Tener deuda en una moneda (p. ej., dólares) e ingresos en otra (moneda local); fuente de riesgo cambiario.
MidCo	Sociedad intermedia entre la HoldCo y la OpCo; aísla, da garantía sobre acciones y a veces aloja tramos intermedios.
OID	Descuento de emisión: colocar por debajo de la par eleva el rendimiento.
OpCo	Sociedad operativa donde residen los activos y la caja; la deuda aquí está más cerca del colateral.
PIK	Deuda cuyo interés se capitaliza en lugar de pagarse en efectivo.
Priming	Deuda nueva colocada con prioridad sobre la existente (típica de un uptier).
Recovery (recuperación)	Cuánto cobra cada tramo cuando la empresa no puede pagar, según prelación y garantía.
Riesgo de transferencia y convertibilidad	Riesgo de que controles de capital impidan convertir moneda local y girar fondos al exterior para pagar la deuda.
Seniority	Orden de prioridad de cobro en una liquidación.
Sovereign ceiling	Restricción metodológica o de riesgo país por la que el rating de un emisor puede verse condicionado por el soberano, la moneda de la deuda, la ubicación de activos y flujos, y los riesgos de transferencia y convertibilidad.

Término	Definición breve
SOFR	Tasa libre de riesgo a un día en dólares; 3,63% al 17 jun. 2026 (variable).
Term SOFR	Versión prospectiva a plazo del SOFR (CME); una de las referencias más usadas en préstamos en dólares.
Soft call (101)	Prima del 1% si se reprecia el préstamo dentro de un plazo inicial.
Subordinación estructural	Deuda colocada en la holding que depende de los flujos que suban desde la operativa; queda económicamente detrás de los acreedores de la entidad donde están los activos y la caja.
Uptier	Emitir deuda súper-senior que subordina a los acreedores no participantes.

Referencias y bibliografía

Las referencias se agrupan por tipo. Las cifras de mercado del texto provienen de las categorías 4 y 6, con su fecha en las notas al pie; las categorías 1 y 2 son fundacionales y se incluyen como lecturas complementarias.

1. Textos académicos clásicos

- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the Firm. *Journal of Financial Economics* 3 — origen de la teoría de agencia.
- Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 5 — problema de subinversión y covenants.
- Smith, C. y Warner, J. (1979). On Financial Contracting. *Journal of Financial Economics* 7 — marco de covenants de bonos.
- Bradley, M. y Roberts, M. R. (2015). The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants. *Quarterly Journal of Finance* 5(2) — evidencia de que los covenants se pagan.
- Modigliani, F. y Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* — base de la estructura de capital.

2. Libros técnicos de leveraged finance y deuda corporativa

- Gatto, M. (2023). *The Credit Investor's Handbook*. Wiley — práctico y actual; LBO, pricing y casos de violencia entre acreedores.
- Kricheff, R. *A Pragmatist's Guide to Leveraged Finance* — análisis de crédito por debajo del grado de inversión.
- Moyer, S. (2005). *Distressed Debt Analysis* — clásico de reestructuración; conviene complementarlo con material reciente sobre LMEs.
- Rosenbaum, J. y Pearl, J. *Investment Banking*. Wiley — capítulos de LBO y modelado.

3. Fuentes institucionales

- LSTA, *The Complete Credit Agreement Guide* — mecánica del contrato de crédito sindicado.
- Loan Market Association (LMA) — documentación estándar europea.

- Metodologías de calificación de Moody's, S&P y Fitch — escalas y criterios de rating.
- Alternative Reference Rates Committee (ARRC) y Banco Central Europeo — transición de benchmark (SOFR, €STR).

4. Fuentes de mercado

- PitchBook | LCD — datos de préstamos apalancados y direct lending; Leveraged Loan Primer.
- Bain & Company, Global Private Equity Report (2025); Ropes & Gray, “U.S. PE Market Recap” (abr. 2025) — apalancamiento y aporte de equity en LBO.
- McKinsey, Global Private Markets Report (2026) — tamaño y tendencias del crédito privado.
- Proskauer, Private Credit Insights (2026) — cov-lite y términos del crédito privado.
- PineBridge, “2026 Leveraged Finance Outlook”; Allianz Global Investors (feb. 2026) — perspectivas de high yield y default.
- Fitch Ratings, proyección de defaults de leveraged finance (dic. 2025); S&P Global Ratings, default speculative-grade a 12 meses (oct. 2025) — tasas por región y universo.
- OMFIF (feb. 2026); VanEck (ene. 2026) — contexto de deuda de mercados emergentes y América Latina.
- Covenant Review (Fitch Solutions) — calidad de documentación y covenants.

5. Casos legales y reportes jurídicos

- In re Serta Simmons Bedding (5.º Circuito, 31 dic. 2024) — uptier invalidado.
- Ocean Trails CLO VII v. MLN Topco (N.Y. App. Div., 31 dic. 2024) — operación comparable convalidada el mismo día.
- In re Wesco Aircraft (Incora) — uptier con resultado distinto.
- First Brands Group, LLC, Chapter 11 (S.D. Tex., caso n.º 25-90399, 2025); Kroll Restructuring Administration.
- Memorandos de Quinn Emanuel, Jones Day, Cleary Gottlieb, White & Case y Norton Rose Fulbright — análisis de LMEs y blockers.

6. Fuentes para datos de tasas y spreads

- Federal Reserve Bank of New York — SOFR oficial (3,63% al 17 jun. 2026).
- CME Group — Term SOFR (tasas prospectivas a plazo).
- FRED (Reserva Federal de St. Louis) — índices ICE BofA de OAS, incluido el de América Latina (BAMLEMRLCRPILAEY).
- Banco Central Europeo (BCE) y EMMI — €STR y Euribor.