

Colocaciones Privadas de Títulos de Deuda (“*Private Placements*”): Una Opción Atractiva para Empresas e Inversionistas en el Perú

Jean Paul Chabaneix | jpchabaneix@estudiorodrigo.com | 51 (1) 619-1900

Alejandra Garcia Earley | garciaearleya@gtlaw.com | 312.456.5206

Nydia Guevara | nquevara@estudiorodrigo.com | 51 (1) 619-1900

Marc Rossell | rossellm@gtlaw.com | 212.801.6416

Oscar Stephens | stephenso@gtlaw.com | 212.801.9202

Jorge Trelles | jtrelles@estudiorodrigo.com | 51 (1) 619-1900

Moderadores & Panelistas

Moderadores:



Jean Paul Chabaneix
Partner
Rodrigo Elias
& Medrano



Marc Rossell
Shareholder
Greenberg Traurig

Panelistas:



Alejandra García Earley
Of Counsel
Greenberg Traurig



Nydia Guevara
Partner
Rodrigo Elias
& Medrano



Jorge Trelles
Partner
Rodrigo Elias
& Medrano



Oscar Stephens
Shareholder
Greenberg Traurig

¿Qué son las “Colocaciones Privadas Tradicionales”?

- Financiamiento de deuda para compañías privadas o públicas en la forma de títulos de deuda
- Emitidos en formato sin registro, con menor liquidez
- Pueden ser con o sin garantías y *pari passu* (al mismo nivel) que los créditos bancarios del emisor. Términos comunes (“*common terms agreement*”) o acuerdo entre-acreedores (“*intercreditor agreement*”) son comunes
- Calificación de agencias de rating de la emisora no es requisito, pero si deseable para evitar la calificación asignada por el NAIC (*National Association of Insurance Commissioners*)
- Ciertas obligaciones de hacer/no hacer (*covenants*) son requeridas
- Son compradas por compañías de seguro y fondos de deuda

¿Qué son las “Colocaciones Privadas Tradicionales”?

Universo Amplio de Emisores

- Emisores estadounidenses y ciertos emisores no-estadounidenses son igualmente atractivos para el mercado
- La mayoría de emisores no cuenta con calificación
 - Habilidad para comercializar con calidad crediticia superior - agencias calificadoras normalmente califican grandes emisiones bajo estándares de créditos grandes.
- Beneficioso para empresas pequeñas o compañías adquirentes ya que tienen la capacidad de explicar su historia a detalle
- Las empresas de pequeña y mediana capitalización con necesidades de capital modestas o infrecuentes no pagan una prima
- Los emisores no necesitan cumplir con el registro de la SEC, los requisitos de Sarbanes Oxley o proporcionar opiniones 10b5 como resultado de la emisión en el mercado de colocación privada.

Confidencialidad y Facilidad de Ejecución

- Ejecución confidencial
- Mercado ideal para Fusiones y Adquisiciones ya que los inversionistas están sujetos a obligaciones de confidencialidad
 - No se requieren estados financieros auditados proforma
 - En la comercialización de la transacción se puede usar información pública o privada, dada la naturaleza confidencial del mercado
- Tipo de obligaciones es similar a los créditos bancarios existentes
- Inversionistas requieren de poco mantenimiento continuo
 - Una llamada anual es suficiente

Flexibilidad en el Tamaño, Tenor y Estructura

- Emisiones oscilan entre \$50 millones y más de \$1 mil millones, sin montos mínimos
- Emisores tienen el beneficio de personalizar los vencimientos y calendario de amortización
 - Vencimientos finales o promedio pueden oscilar entre 3 y 15 años.
- Financiamiento disponible en múltiples divisas: Dólares Americanos, Dólares Canadienses, Dólares Australianos, Euros, Libra Esterlina, Francos Suizos y Yen.
- Diversificar la base de inversionistas sin necesidad de generar negocios accesorios

Desembolsos Retrasados

- Los emisores tienen la oportunidad de fijar las tasas al día de firma del contrato y retrasar el desembolso hasta por nueve meses
 - Desembolsos a dos a tres meses no generan costos incrementales
 - Negociación de costo incremental por meses adicionales
- Los desembolsos retrasados representan un valor significativo para numerosos emisores ya que se les permite acordar las tarifas mientras eliminan el efecto de costo negativo de fondos sin utilizar (“*negative carry*”)

Universo de Inversionistas

Características del Mercado Privado	Típicos Inversionistas Privados
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Universo de inversionistas: 60 participantes regulares y más participantes de forma menos frecuente ▪ Principalmente compañías aseguradoras ▪ Compradores a tasa fija, pero con disponibilidad en tasa variable ▪ Comúnmente “compran y mantienen” (“buy and hold”) hasta el vencimiento ▪ Enfoque de valor relativo ▪ Análisis crediticio interno <ul style="list-style-type: none"> ▪ Confían en los agentes y su conocimiento del crédito y el mercado ▪ No se requiere calificación crediticia ▪ Confidencialidad en la transacción ▪ Atracción de colocaciones privadas <ul style="list-style-type: none"> ▪ Obligaciones de hacer y no hacer ▪ Diversificación de activos en sus portafolios ▪ Más acceso a la administración del emisor 	

Características Mercado Privado

	# de inversionistas	Descripción	Ejemplos
Principales 	10	<ul style="list-style-type: none"> ▪ “Grandes Aseguradoras” <ul style="list-style-type: none"> ▪ Inversionistas Líderes ▪ \$25-200mm ▪ Compran y mantienen ▪ Área interna dedicada a colocaciones privadas 	Aegon, Macquarie, Hartford, VOYA, MetLife, New York Life, Northwestern Mutual, Prudential, Nuveen, AIG, Allianz, Sun Life
Segundo Nivel 	25	<ul style="list-style-type: none"> ▪ “Participantes de Segundo nivel” <ul style="list-style-type: none"> ▪ Líderes o segundo nivel ▪ \$10-40mm ▪ Área interna dedicada a colocaciones privadas ▪ Previamente participantes pequeños 	CIGNA, Barings, Allstate, Alliance, Nationwide, Pacific Life, Principal, PPM America, UNUMProvident, CUNA, 40/86, Guardian, Advantus, John Hancock, Ameriprise, Swiss Re
Tercer Nivel 	25	<ul style="list-style-type: none"> ▪ “Pequeñas Aseguradoras” <ul style="list-style-type: none"> ▪ \$3-7mm ▪ Enfoque en margen y liquidez ▪ Áreas internas hacen colocaciones públicas y privadas 	OneAmerica, Modern Woodmen, Country Life, Equitrust, Mutual of Omaha, Beneficial Life, American Equity, Ameritas, Ohio National, Allied Irish

Aspectos locales – Inversionistas Institucionales

	AFPs	Empresas de Seguros
Elegibilidad	Sí.	
Clasificación de riesgo	<p>Necesaria (1)</p> <p>Se asigna un factor de riesgo al instrumento según su clasificación de riesgo:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Clasificación AAA, AA o A: Factor 1,0. - Clasificación BBB: Factor 0,9. - Clasificación BB: Factor 0,7. - Clasificación B: Factor 0,5. - Clasificación CCC, CC o C: Factor 0,2. - Clasificación menor a C: Factor 0. 	<p>Necesaria (1).</p> <p>Clasificación mínima de BBB- para instrumentos de largo plazo, otorgada por clasificadora extranjera.</p> <p>Si emisor es empresa constituida en el Perú, la clasificación mínima puede ser BB- siempre que:</p> <ul style="list-style-type: none"> - La clasificación mínima otorgada localmente sea BBB-. Si no se cuenta con clasificación local del instrumento, la clasificación de otros instrumentos emitidos localmente sea BBB-. - En caso lo anterior no aplique, el emisor deberá estar clasificado como deudor “Normal” para el Sistema Financiero.
Límites de inversion (por emisión)	50% de la emisión, multiplicado por el factor de riesgo de la emisión.	100% de la emisión.
Desmaterialización	No es obligatoria.	

Aspectos Relevantes del Mercado de Colocaciones Privadas

- El mercado estadounidense de colocaciones privadas es una fuente fundamental de capital a largo plazo emitido a nivel mundial
- Primero, el emisor necesita una razón para emitir deuda a largo plazo...
 - Tasas de interés atractivas – cancelación de deuda bancaria
 - Perfil de vencimiento de deuda manejable
 - Fusiones, adquisiciones o gastos de capital por expansión de negocios
- ... después se compara con otras fuentes de capital
 - Límites de capacidad en otros mercados
 - Diversificación de fuentes de crédito
 - Necesidad de recibir Dólares Americanos
 - Requisitos de calificación de rating
 - Disponibilidad de productos derivados con contrapartes bancarias
 - Flexibilidad en la estructura de la emisión (liquidación diferida, múltiples divisas, distintos tranches)
 - Términos y condiciones (cambio de control, obligaciones financieras, modificaciones, regulaciones OFAC)
 - Información divulgada a un universo menor de compradores

Generalidades del Proceso

- Contrato Modelo de Compraventa de Notas (bajo ley de Nueva York en la mayoría de los casos)
- Los inversionistas realizan su propio due diligence, decisión financiera (“*circle*”) y gestión post-cierre
- Cada inversionista presenta una oferta y la selección de inversionistas la hace el emisor y el agente
- La tasa base (“*US Treasury*”) se determina en una llamada con todos los inversionista y se manda una carta (“*circle letter*”) detallando los inversionistas seleccionados, montos, fechas de vencimiento, tasa base y cambios al contrato (“*circle points*”)
- Agente Colateral sólo cuando haya garantías de por medio
- No hay Agente Administrativo. El emisor mantiene el registro del traspaso de Notas

Generalidades del Proceso

- Oferta bajo Rule 144A vs. Colocación Privada
 - Ofertas vía Rule 144A (offering memorandum, contrato de compraventa con colocador (*underwriter*), carta 10b-5, certificados desmaterializados vía DTC/Euroclear)
 - Colocación Privada (memorándum simplificado de colocación privada, contrato de compraventa de Notas celebrado entre el Emisor y Compradores, *due diligence* por el inversionista, certificados físicos)
 - *Arranger* no es responsable bajo la Sección 11 o Sección 12(a)(2) y por lo tanto no tiene que hacer el mismo nivel de *due diligence*; no obstante, la responsabilidad por fraude “genérico” existe

Comparando Alternativas

	Colocación Privada	Regla 144A	Préstamos
Base del Inversionista	Inversionista Acreditado	QIBs	Bancos
Tamaño	Pequeño, mediano, grande	Amplio (liquidez)	Pequeño, mediano
Ingreso	Fijo	Fijo	Variable
Precio	Antes o durante la comercialización	Después de la comercialización	Pre-negociado
Tenor	Flexible, 2 – 30 años	7 a 10 años (o más)	3 a 5 años
Nivel	Senior	Senior o Subordinado	Senior lo más probable
Derechos de Registro	No	Posible	No aplicable
Retraso en Desembolso	Más de un desembolso es posible	Improbable	Múltiples Desembolsos
Calificación	Típicamente uno	Típicamente dos	No aplicable
Mercado Secundario	Mercado privado + retención al vencimiento	Mercado Activo	Sindicación/ Participación
Agente	Solo con collateral	Fiduciario, Agente	Administrador, Agente

Aspectos locales – Comparando Alternativas

	Oferta Pública local	Oferta Privada local	Oferta Privada internacional
Registro SMV	Sí (obligatorio)	No	No
Inversionistas	Público en general o segmento	Inversionistas Institucionales	Inversionistas internacionales
Colocación	Local	Local	Internacional
Documentación	Prospecto, Contrato de Emisión, Clasificaciones (2), EEFF, otra requerida por SMV	Documento de Marketing (standard similar a Prospecto), Contrato de Emisión, Clasificación (depende de inversionistas), otra que inversionistas pidan	Contrato de Compraventa de Notas (bajo ley de Nueva York en la mayoría de los casos)
Listado en BVL	Sí (típicamente)	No	No
Entidad estructuradora y colocadora	Sí (obligatorio)	Sí (típicamente)	Sí
Desmaterialización	Sí (típicamente en CAVALI)	Sí (típicamente en CAVALI)	No
Hecho de Importancia (colocación)	Sí (obligatorio)	Solo si Emisor está bajo SMV	Solo si Emisor está bajo SMV

Documentos Legales

- Contrato de Compraventa de Notas (*Note Purchase Agreement*)
 - Existe un formato especial para transacciones *cross-border*
 - Refleja comentarios de inversionistas – resultado es la estandarización de cláusulas
 - *Covenants* comerciales se discuten caso a caso
 - Modelo X-1 para emisores con rating “A-”; Modelo X-2 para los demás Emisores
 - Aceptación amplia en el mercado y utilizable para distintas divisas
 - Cláusulas Swap estandarizadas para Transacciones que no son en dólares americanos (con Inversionistas Americanos)
 - Enfoque de inversionistas - desviaciones del Modelo

Documentos Legales

	Coloaciones Privadas	Regla 144A	Préstamos
Covenants Financieros	Típicamente basados en aumentos (<i>incurrence</i>)	Ninguna o basados en aumentos (<i>incurrence</i>)	Típicamente basados en mantenimiento (<i>maintenance</i>)
Venta de Activos	Canasta + re-inversión + ofertas de prepago	Depende (grado de inversión vs. alto rendimiento (<i>high yield</i>))	Limitado a “sustancialmente todos los activos”
Pagos restringidos	Al cumplimiento de ciertos ratios	Depende (grado de inversión vs. alto rendimiento (<i>high yield</i>))	Poco probable
Gravámenes	Prenda negativa o prohibida	Prenda negativa o prohibida	Prenda negativa o prohibida
Prepago	Bonos del Tesoro + 50 bps; Impuesto + 100 bps; Eventos de sanción a par	Bonos del Tesoro + 50 bps; <i>Make Whole Premium</i> después de ciertos años	Sin prima (ex. Costos de quiebre)
Cambio de Control	Oferta o prepago a par	101%	Incumplimiento
Reporte	Depende: Frecuente o menos frecuente	Una vez al año	Frecuente
Modificaciones	Mayoría (ex. Totalidad - puntos sensibles y términos definidos)	Mayoría (ex. Pocos puntos); acción colectiva	Super mayoría es rara
“Consentimientos de Salida”	Prohibidos en caso de transferencia	No prohibidos	No aplica (pero existe “ <i>Yank-a-bank</i> ”)
Recursos a Eventos de Incumplimiento	Mayoría (ex. Pagos automáticos por incumplimiento, quiebra))	25% (ex. quiebra)	Mayoría

Situaciones Especiales

- Paridad con Bancos
 - Mismo deudor/garantes como bancos
 - Similitud en acuerdos
 - Mismo colateral o similar (en caso de otorgarse)
 - Anti-cookson (garantías parejas)
 - *MFL (most-favored lender* - “acrededor más beneficiado”)
 - Generalmente incluye acuerdos financieros e incumplimientos relacionados
 - Vinculado al contrato de crédito principal del emisor
 - Pagos para liberar obligaciones bancarias que normalmente requieren el mismo pago a tenedores de notas

Situaciones Especiales

- Programas (ej. MTN, titulizaciones de flujo futuro)
 - Series Adicionales – Colateral Compartido / Términos Comunes
 - Al mismo nivel / Niveles subordinados
 - Votación – por programa o por series
 - “*Reverse Inquiries*”
- Estructuras Híbridas para Proyectos de Construcción
 - Minimizar “negative carry”
 - Institución financiera es la primera en ser pagada
- Préstamo A/B – Colocación Privada ya incluida en refinanciamiento
- Colocación privada estadounidense con emisión local; multi-divisa

Aspectos locales – Withholding tax

- Retención de 4.99% calculada sobre intereses. Emisor puede asumir el impuesto retenido y deducirlo como gasto
- Dedución de intereses sujeta al límite del 30% del Ebitda
- No hay IGV
- No hay límite a tasa de interés
- Redención / Rescate anticipado

Papel del Abogado del Inversor

- Asesor Legal E.E.U.U.
 - Preseleccionado por el Emisor y Agentes de Colocación, pero representa a los Inversoristas
 - Durante la fase previa al lanzamiento
 - Revisión del *term sheet*
 - Redacción inicial o revisión y comentarios del Contrato de Compraventa de Notas con base en *term sheet*.
 - Apoyo al emisor y al Agente en la identificación de temas relevantes y anticipación de problemas
 - Etapa de comercialización
 - Preparación de un memo detallado, explicando el proceso de negociación en la fase previa
 - Gestión individual de Inversoristas (se desconocen previa a la selección de inversoristas por parte del emisor)
 - Negociación y consolidación de comentarios previo a la presentación de ofertas para reducir cambios posteriores (“*circle points*”)
 - Fase Final
 - Negociación de “*circle points*” si hubiere, por parte de los Inversoristas
 - Opinión Legal bajo derecho de NY
 - Gestión de entrega de documentos (incluyendo Pagarés) para el cierre y el desembolso, incluyendo desembolso retrasados

Papel del Abogado del Inversionista

- Asesor Legal local
 - Preseleccionado por el Emisor y Agentes Colocadores; pero representa a los inversionistas
 - Asesora en ley general local y aspectos específicos de la industria
 - Asesora en temas vinculados al *due diligence* y perfeccionamiento de las garantías, de ser el caso
 - Asesora sobre la exigibilidad en el Perú de los documentos y garantías sujetos a ley extranjera, rango de las obligaciones, entre otros temas relevantes
 - Análisis sobre aspectos tributarios
 - Opinión legal bajo ley local

¿PREGUNTAS?

Jean Paul Chabaneix | jpchabaneix@estudiorodrigo.com

Alejandra Garcia Earley | garciaearleya@gtlaw.com

Nydia Guevara | nguevara@estudiorodrigo.com

Marc Rossell | rossellm@gtlaw.com

Oscar Stephens | stephenso@gtlaw.com

Jorge Trelles | jtrelles@estudiorodrigo.com