

“Cuando el río suena, piedras trae”: La función de los *covenants* financieros en operaciones de financiamiento

“When the river makes noise, it carries stones”: The role of financial covenants in financing transactions

THOMAS THORNDIKE

Abogado por la Universidad de Lima.
Master en Derecho (LLM) por Columbia University.
Profesor de Garantías e Instrumentos Corporativos en la Universidad del Pacífico.

Recibido con fecha 22 de mayo de 2024 y aceptado por el Comité Arbitral con fecha 21 de octubre de 2024



SUMARIO:

- I. Introducción.**
- II. El problema y los costos de agencia en la relación de financiamiento.**
- III. Los mecanismos contractuales de monitoreo y *bonding* para mitigar el problema de agencia.**
- IV. *Covenants* financieros, ¿Qué son? ¿Cómo funcionan? ¿Para qué sirven?**
- V. Categorías o tipos de *covenants* financieros.**
- VI. EBITDA.**
- VII. Algunos asuntos prácticos y temas a considerar al negociar *covenants* financieros.**

RESUMEN:

A través del presente artículo, el autor repasa la motivación para la inclusión de este tipo de cláusulas en contratos de financiamiento, que son los *covenants* financieros, algunos tipos o categorías de los mismos, conceptos claves para su utilización y ciertos aspectos relevantes desde el punto de vista práctico al utilizarlos y negociarlos.

Palabras clave: Financiamientos, *covenants* financieros, ratios, costos de agencia, EBITDA y mecanismos de monitoreo.

ABSTRACT:

Through this paper, the author reviews the motivation for the inclusion of this type of clauses in financing agreements, what are financial covenants, some types or categories of the same, key concepts for their use and certain relevant aspects from a practical standpoint when using and negotiating them.

Keywords: Financings, financial covenants, ratios, agency costs, EBITDA and monitoring mechanisms.

"...la estructura de incentivos que opera sobre prestamistas y prestatarios en contratos de financiamiento siempre debe tender a promover la eficiencia en términos económicos..."

Daniel R. Fischel

I. INTRODUCCIÓN

Los síntomas de las enfermedades son alarmas que nos envía el cuerpo, alertándonos sobre posibles patologías o problemas en nuestra salud.

Consideremos la fiebre... una temperatura corporal elevada a menudo indica que el paciente es víctima de alguna infección. De manera similar, un lunar aparentemente inocente que de repente cambia de apariencia, podría ser una advertencia de nuestro cuerpo respecto a una enfermedad a la piel, o una pérdida de peso inexplicable podría indicar un trastorno metabólico.

Cada síntoma sirve como una pieza del rompecabezas del diagnóstico médico. Al prestar atención a estas señales, sabremos cuando corresponde buscar atención médica de forma oportuna, para evitar problemas serios.

Los *covenants* financieros en operaciones de financiamiento podrían considerarse como mediadores o síntomas de alerta temprana de la "salud financiera" de una entidad o proyecto, sirviendo para impulsar a deudores y financistas —de me-

diano y largo plazo— a investigar más a fondo los motivos de generación de ese síntoma y las tendencias subyacentes, para luego tomar las medidas necesarias o convenientes.

Así como los síntomas revelan alteraciones en nuestro equilibrio fisiológico, los resultados negativos de una medición de *covenants* financieros pueden indicarnos que algo puede no estar bien con el deudor o negocio respectivo.

II. EL PROBLEMA Y LOS COSTOS DE AGENCIA EN LA RELACIÓN DE FINANCIAMIENTO

Desde el momento en que un prestamista y un potencial tomador de deuda o prestatario inician contactos para evaluar una potencial operación de financiamiento, ambos enfrentan un conflicto de intereses inmediato: (a) el prestatario deseará obtener una calificación/rating de riesgo lo más alta/segura posible —mayor calificación = menor riesgo—, de manera que su costo financiero —intereses, comisiones, etc.— sea bajo —en reflejo a dicho riesgo: a mayor riesgo, mayor costo financiero—, y que los términos que le exija el prestamista en el contrato de financiamiento —obligaciones, restricciones, etc.— sean lo menos restrictivos posible; y, por otro lado, (b) el prestamista procurará evaluar el riesgo crediticio del prestatario —actual y proyectado— de la mejor manera posible —analizando la liquidez del negocio, su estructura de capital, la capacidad de generar flujos de efec-

tivo constantes a mediano y largo plazo, etc.—, a fin que el costo financiero y los términos del financiamiento que proponga sean competitivos —en caso contrario, el prestatario podrá acudir/ considerar a otros prestamistas y alternativas de financiamiento— y sean reflejo adecuado del riesgo aplicable al prestatario y sus negocios.

Ahora bien, sin perjuicio de la evaluación de riesgo que ejecute el prestamista antes de proceder con el financiamiento —independientemente de lo diligente y/o calificado que sea—, este conflicto de intereses no dejará de existir incluso una vez fijado el perfil de riesgo del prestatario, establecido el costo del financiamiento y pactados los términos del financiamiento; y es que el ingreso de capital de terceros —deuda— en la estructura de capital de un prestatario, altera la función de riesgo del mismo directamente¹, generando —en principio— que su administración tienda a incrementar el riesgo del negocio para sacar mayor beneficio —a mayor riesgo, mayor beneficio—, sin asumir un mayor costo financiero².

El problema que genera esta potencial conducta del prestatario, encaja típicamente como un

“problema de agencia” en términos económicos, pues los administradores del negocio del prestatario no comparten los mismos intereses que los distintos individuos que puedan tener un interés en la marcha de la empresa, incluyendo, pero sin limitarse a sus acreedores financieros³.

El origen del problema de agencia nace principalmente por (a) la conducta naturalmente maximizadora del prestatario, (b) la asimetría informativa que existirá entre el prestamista y el prestatario respecto del negocio financiado —que típicamente favorecerá al prestatario—, y, (c) el hecho que los administradores del prestatario —el “agente” en esta relación— no asumirán la totalidad de los costos derivados del incremento en el riesgo del negocio.

La existencia del problema de agencia antes señalado, y los esfuerzos del prestatario para minimizar sus efectos, generan lo que se denominan costos de agencia, siendo estos básicamente los costos que dichos esfuerzos generarán a las partes para que el riesgo del negocio se mantenga en línea con el perfil de riesgo inicialmente establecido por el prestamista para el prestatario⁴.

1. Este tipo de eventos endógenos —causados por el prestatario— constituyen un problema de *moral hazard* para el prestamista, entendido como tal a la posibilidad de que la redistribución de riesgo en una transacción cambiará la conducta de una parte, incrementando el riesgo de la otra parte en dicha transacción. El clásico ejemplo es que una persona que contrata un seguro contra robo de autos está mucho menos vigilante que antes de la entrada en vigencia del seguro contratado.
2. Como se sugiere en el clásico ejemplo de la Teoría de Opción, la existencia de eventos exógenos y endógenos que alteran el riesgo en una relación no están separados, ante un aumento de riesgo debido a eventos exógenos, lo más probable es que el prestatario aumente aún más su riesgo —evento endógeno—. Ver: Richard Gilson and Bernard Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 244-249 (Foundation Press 2nd h ed. 1995).
3. BREALY, Richard; MYERS, Stewart, Alan MARCUS. “Fundamentals of Corporate Finance”. Cuarta edición. Mc Graw Hill. 2004. P. 26.
4. Conforme a la teoría económica, la determinación de los costos de agencia resulta de la suma de: (i) los costos de monitoreo efectuados por el principal con la finalidad de limitar las divergencias a su interés y crear los incentivos apropiados para alinear la conducta del agente; (ii) los costos de garantía —*bonding costs*— efectuados por el agente y que representan los recursos utilizados por este para garantizar que no realizará ciertas actividades que pudieran dañar al principal o para asegurarle que será compensado si no toma esas acciones; y; (iii) la pérdida residual —*residual loss*—, que es el costo al que equivale la reducción del bienestar experimentada por el principal como resultado de la divergencia de intereses entre las decisiones del agente y aquellas decisiones que maximizarían el bienestar del principal. Ver: JENSEN, Michael & MECKLING, William H. *Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*. En: JENSEN, Michael (comp.). *A Theory the Firm. Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 2000, pp. 84-87.

III. LOS MECANISMOS CONTRACTUALES DE MONITOREO Y BONDING PARA MITIGAR EL PROBLEMA DE AGENCIA

Como es de imaginar, los prestamistas están muy al tanto de la existencia de este problema de agencia, por lo que procuran incluir una serie de disposiciones en sus contratos de financiamiento para manejarlo, procurando reducir dicho riesgo y anticipar los distintos eventos endógenos en los que podría incurrir la administración del prestatario.

Sin perjuicio de lo anterior, es imposible que el prestamista pueda anticipar cada una de las posibles circunstancias —o que habiendo previsto algunas, lo haga perfectamente en todos los casos—, ya sea porque es demasiado costoso predecirlas y monitorearlas, o simplemente porque es imposible determinarlas ex ante al detalle, desde la fecha de firma del contrato de financiamiento o el desembolso bajo el mismo.

Dichas disposiciones contractuales —limitaciones, requerimiento de ejecutar acciones puntuales, otorgamiento de derechos de aprobación o vetos, etc.— incluidas con el objetivo de reducir el referido riesgo o problema de agencia, han sido categorizadas como mecanismos de monitoreo y/o *bonding*⁵.

Estos mecanismos de monitoreo y/o *bonding* se clasifican generalmente en dos tipos: (a) mecanismos específicos, o (b) mecanismos generales/discrecionales del prestamista.

Los mecanismos específicos incluyen obligaciones de entrega de documentos e información —estados financieros auditados, informes de gerencia, tasaciones, reportes de litigios,

etc.—, el cumplimiento de actos específicos o mantenimiento de condiciones financieras, limitaciones al uso de los recursos del financiamiento, limitaciones a la aplicación de utilidades, entre otros.

Por su parte, los mecanismos generales/discrecionales incluyen acciones o decisiones discrecionales que el prestamista puede tomar ante ciertas circunstancias, como la aprobación —o no— de determinadas actividades o decisiones de gobernabilidad, la aceleración del cronograma de pagos del financiamiento, la ejecución de garantías, etc.⁶.

Los *covenants* financieros son un mecanismo específico típico, ya que su finalidad es procurar el mantenimiento de las condiciones financieras del prestatario, sin embargo, su incumplimiento puede generar la aplicación de mecanismos generales/discrecionales.

IV. COVENANTS FINANCIEROS, ¿QUÉ SON? ¿CÓMO FUNCIONAN? ¿PARA QUÉ SIRVEN?

¿Qué son?, son básicamente cláusulas, obligaciones o requisitos contractuales consistentes típicamente en: (i) mantener determinados ratios de cálculo⁷ —basados en conceptos financieros y contables, típicamente utilizando información extraída de estados financieros— en un momento en particular —usualmente al cierre de un trimestre, semestre o año fiscal— o durante un periodo de tiempo determinado, y/o (ii) cumplir con determinados ratios de cálculo como condición previa para poder ejecutar ciertos actos restringidos —como asumir deuda adicional, distribuir dividendos, levantar garantías, fusionarse, vender activos sustanciales, adquirir una empresa, etc.—.

5. Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305, 311 (1976).
6. Clifford Smith and Jerold Warner, *On Financing Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. Fin. Econ. 117 (1979).
7. Se trata de un cálculo a través de un índice o coeficiente que resulta de la comparación de dos cifras correspondientes a distintas partidas contables o cifras financieras, en donde una fungirá como numerador y otra como denominador.

¿Por qué les llamo “covenants” y no obligaciones financieras simplemente? ... bueno, no es porque el término en inglés suena bonito.

Si bien en el Perú y en los ordenamientos jurídicos civiles estos suelen redactarse e incluirse en los contratos de financiamiento como obligaciones del prestatario, estos no implican necesariamente obligaciones de hacer o no hacer —en todos los casos—, que podrán ser incumplidas por un deudor —o cumplidas de forma parcial, tardía o defectuosa—, gatillando disposiciones civiles como las contenidas en los artículos 1428 y 1429 del Código Civil Peruano —para exigir su cumplimiento posterior—.

En ciertos casos, se trata más de un requisito o cláusula contractual que obliga al deudor a reportar cierta información y realizar ciertos cálculos sobre la misma —estas sí serían obligaciones de hacer—, siendo que si el resultado de los cálculos no es el requerido —lo cual no depende enteramente de la decisión del deudor—, ello en muchos casos no será plausible de cumplimiento posterior —a requerimiento— o subsanación, sino que simplemente otorgará al deudor ciertas facultades de cara a ejercer —o no— potestades contractuales, como “acelerar” los plazos del cronograma de pagos respectivo, suspender desembolsos pendientes, etc.

De esta forma, las obligaciones de hacer consistirán en preparar y proporcionar la información, así como realizar el cálculo; pero que el producto del cálculo cumpla o no con el requisito de cálculo del *covenant*, no trataría realmente de si el deudor propiamente ha incumplido una obligación de hacer o no, sino más bien de cuál es la condición financiera del deudor reflejada en dicho cálculo —lo cual en muchos casos no dependerá del negocio del deudor, sino de condiciones de mercado—.

Más adelante explicaremos un poco más a detalle algunos “tipos” de *covenants* financie-

ros, pero usemos una versión simplificada del denominado Ratio de Apalancamiento, como ejemplo para facilitar el entendimiento de cómo funcionan en general.

En este caso en particular, el prestatario se encontrará obligado a entregar estados financieros al prestamista bajo el contrato de financiamiento —típicamente de forma semestral y auditados anuales—, el cual a su vez, requerirá que el prestatario incluya en dicho momento el cálculo —sobre la base de la información en dichos estados financieros— de un ratio entre (a) su deuda —podrá ser definida con distintos matices, como veremos más adelante—, y (b) los flujos de efectivo que genera el prestatario producto de sus negocios y operaciones corrientes⁸.

En este caso, la obligación o requisito del *covenant* financiero será que dicho ratio nunca supere 2.5x —por ejemplo—, por lo que el deudor se encontraría limitado para incurrir en deuda adicional, pero dicha limitación será “flexible”, al encontrarse “atada” al “éxito” del negocio —reflejado en sus flujos de efectivo—.

De esta manera (1) si los flujos dinerarios del negocio decaen sustancialmente, y el prestatario mantiene mucho endeudamiento financiero, tendrá que buscar maneras de reducir su deuda o incrementar sus flujos, caso contrario podrá “incumplir” esta obligación o requisito, dando al prestamista una señal de que su capacidad de repago ha disminuido, y por tanto, el riesgo bajo el financiamiento ha aumentado, y (2) si el negocio del prestatario va muy bien y genera un exceso de ingresos por encima de lo pronosticado inicialmente, este podrá incrementar su endeudamiento para hacer crecer sus negocios, al haber disminuido su riesgo crediticio.

Es importante recalcar que lo anterior no funcionaría de forma dinámica y atada al riesgo crediticio del deudor, si las limitaciones fuesen

8. Como veremos más adelante, el parámetro realmente utilizado suele ser el EBITDA y no los flujos dinerarios propiamente, pero para efectos de esta introducción, usemos algo más genérico.

por importes fijos —por ejemplo—, en lugar de conceptos financieros variables y ratios.

En lo que respecta a su propósito o función —¿para qué sirven?—, básicamente buscan restringir de forma dinámica al tomador de deuda, para efectos que el riesgo inicialmente previsto sea respetado, o que en caso este sea incrementado, permita al acreedor ser informado al respecto y otorgarle las herramientas que correspondan —acelerar el crédito, requerir una inyección de capital, el repago de deuda, el incremento de garantías, disminución en el gasto en ciertos conceptos, etc.—.

Lo anterior se logra a través de la utilización de una combinación de cláusulas contractuales —como la obligación de destinar los flujos del financiamiento a ciertos usos en particular— y distintos *covenants* financieros, que tendrán propósitos o efectos distintos; así por listar algunos ejemplos o ideas:

- Permiten al acreedor obtener una señal preventiva —le hace notar un “síntoma”— cuando se presenta un deterioro en la calidad crediticia del deudor, antes de que la misma se reduzca a niveles menores a los aceptables de acuerdo al riesgo inicialmente previsto.
- Ello a su vez obliga al deudor a acercarse al prestamista —como *stakeholder*— a explicar/analizar que ha ocurrido, y potencialmente renegociar términos —para reflejar el incremento en el riesgo aplicable y evitar que el prestamista tome ciertas medidas o potestades discrecionales que puedan perjudicar al deudor—, aun cuando aún no se haya incumplido con

el repago de intereses o principal del endeudamiento⁹.

- Pueden forzar o incentivar a que el deudor busque dinero adicional vía capital, para mejorar su salud financiera y mejorar —para sus acreedores, en todo caso— su estructura de capital, o incluso a refinanciar su deuda.
- Pueden reducir los incentivos del deudor a sub-invertir recursos, rechazando oportunidades potencialmente lucrativas, dado que una parte sustancial de sus ingresos serán destinados a pagar a los acreedores, en lugar de distribuirlos a sus accionistas.
- Puede forzar al deudor a incrementar sus reservas de fondos disponibles por encima del nivel deseado por su administración.
- Puede incentivar a la realización de nuevas inversiones —en lugar de distribuciones a sus accionistas—, operando como un beneficio en el largo plazo para el deudor, sus acreedores e incluso sus accionistas, quienes tendrán mayores distribuciones cuando se materialice el beneficio producto de la inversión¹⁰.
- Puede prevenir la realización de determinados actos por parte del deudor, que causarían el deterioro de su calidad crediticia a niveles menores a los aceptables por el prestamista.

V. CATEGORÍAS O TIPOS DE COVENANTS FINANCIEROS

Si bien existen *covenants* financieros de mayor o menor relevancia según el tipo de *stakehol-*

9. Se dice que todo ello genera que los deudores sean “responsables” en la práctica por las proyecciones y modelos financieros preparados y utilizados al inicio del proceso de financiación, para establecer el riesgo crediticio del deudor.

10. Contra esta argumentación, se sostiene que la inclusión de *covenants* demasiado restrictivos que generen que el prestatario deba retener más dinero del que puede prudentemente invertir, podrá incentivar la realización de inversiones que normalmente el prestatario no hubiese ejecutado y podrían presentar consecuencias adversas para ambos, prestamistas y prestatarios.

der¹¹, no existen tipos o categorías cerradas de *covenants* financieros, y además existen distintas formas de clasificarlos¹², a nuestro criterio, aquellos que son más relevantes para operaciones de financiamiento a mediano y largo plazo, se encuentran categorizados de la siguiente manera¹³:

- (a) Ratios de Cobertura —*coverage ratios*—: Son aquellos que buscan medir los niveles de protección del crédito para acreedores/inversionistas de forma casi inmediata dada la situación del deudor.

El típico ejemplo de este tipo es el Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda —en adelante, RCSD—, el cual es utilizado para medir la capacidad del deudor para cubrir —con sus ingresos corrientes— los pagos de deuda financiera que deberá ejecutar bajo sus cronogramas de pago, —llamado, el “servicio de deuda”— en un período cercano en particular.

Si bien se usa muchas veces en tándem junto con el Ratio de Apalancamiento —que veremos más adelante—, a diferencia de este último —que mide el endeudamiento total del deudor, como el que mencionamos anteriormente y desarrollaremos lí-

neas abajo—, este *covenant* busca evaluar la capacidad de pago y liquidez algo más inmediata del negocio, de cara a afrontar sus obligaciones financieras dentro de un período próximo.

De esta manera si no se cumple, será una alerta de problemas cuasi inminentes, de cara a que el deudor afronte sus obligaciones financieras en general con los flujos que genera.

Habitualmente, dicho RCSD es calculado mediante la división entre (i) el “EBITDA” —concepto desarrollado en el numeral 6. siguiente— del deudor, menos sus gastos operativos¹⁴, para un período inmediatamente posterior determinado —por ejemplo, los 3, 6 o 12 meses inmediatamente anteriores a la fecha de cálculo—, y (ii) el servicio de deuda que la entidad respectiva deberá afrontar en un periodo inmediatamente posterior —por ejemplo, los 6 meses siguientes a la fecha de cálculo— conforme a sus cronogramas de pago.

Así, por ejemplo, el *covenant* correspondiente en el contrato de financiamiento, podrá requerir que el deudor mantenga un RCSD no menor a 1.2x, para asegurarse que

11. Evidentemente, dada la naturaleza de su interés en el negocio, la información de interés variará dependiendo del tipo de *stakeholder*, por ejemplo, el interés de un acreedor de deuda comercial —proveedores— y acreedores de deuda de corto plazo, será distinto de aquel de acreedores de deuda a mediano y largo plazo —los que son materia del presente artículo—, y aún más distintos serán los intereses de titulares de capital/*equity* en el negocio —quienes estarán más enfocados en maximizar la rentabilidad variable de su operación, y por tanto en la eficacia operativa del negocio—.
12. Por ejemplo, algunos los agrupan en “estáticos”, “dinámicos” y/o “estático-dinámicos”, pero creemos que ir por esa clasificación no añade mucho para efectos de este artículo enfocado en *covenants* relevantes para acreedores financieros de mediano y largo plazo. Para mayor información, ver: BREALY, Richard; MYERS, Stewart, Alan MARCUS. “Fundamentals of Corporate Finance”. Cuarta edición. Mc Graw Hill. 2004. Capítulo 17.
13. Fuentes, Jorge. Mayo, 2020. COVID-19: Algunos apuntes sobre la aplicación de Ratios Financieros en Contratos de Financiamiento. Enfoque Derecho. Recuperado de: <http://www.enfoquederecho.com/2020/05/27/covid-19-algunos-apuntes-sobre-la-aplicacion-de-ratios-financieros-en-contratos-de-financiamiento/>.
14. Como veremos más adelante, es un concepto central para *covenants* financieros que busca reflejar el flujo operativo, efectivo y corriente de una empresa o negocio. La idea del EBITDA es que en la medida de lo posible refleje el flujo efectivo/real, recurrente y operativo del deudor, por lo que se le suele descontar al flujo efectivo de la entidad ciertos gastos, como impuesto a la renta, participación de trabajadores, entre otros, dependiendo del caso en concreto.

mantenga ingresos inmediatos suficientes y mayores al monto de su servicio de deuda financiera a pagar durante el siguiente período, evitando que incumpla con pagar sus deudas y que caiga en cesación de pagos.

Otro ejemplo incluido en esta categoría, podría ser el ratio de cobertura de garantías —*collateral coverage ratio*— que se usa para medir el nivel de cobertura del crédito otorgado, frente al activo que garantiza el mismo, para un período en particular —anual, semestral, etc.—.

Este ratio suele utilizarse en operaciones que involucran garantías sobre activos y comúnmente se obtiene de la división entre (x) el valor de comercial o el de realización¹⁵ del activo en determinada fecha —basado en una tasación o valorización del mismo—, y (y) el monto del crédito garantizado con dicho activo o activos.

De esta forma, a manera de ejemplo, en un financiamiento garantizado con un paquete de activos inmobiliarios, el contrato de financiamiento podrá requerir que el deudor encomiende tasaciones semestrales o anuales, y que cuando se emitan dichos informes de tasación se ejecute un cálculo del ratio antes indicado, lo cual le permitirá (a) tener un cálculo actualizado que le indique si el valor de los activos será suficiente para repagar el crédito en caso se ejecuten las garantías —lo cual— dado que los precios de los inmuebles varían en el tiempo— permitirá al acreedor saber si su crédito continua coberturado en la misma magnitud que cuando cerró la operación—, y/o (b) incluir también una obligación de requerir activos adicionales en

garantía al deudor cuando se incumpla el ratio, de manera que el valor de realización sea suficiente para repagar el crédito en un escenario de ejecución.

Evidentemente, este último ratio será sustancialmente más relevante para créditos basados en el activo gravado en particular, que aquellos basados en las operaciones o flujos del deudor.

- (b) Ratios de endeudamiento/apalancamiento —*leverage ratio*—: Miden los niveles globales de deuda del deudor.

Mediante este tipo de ratios, se suele buscar controlar el nivel de apalancamiento total del deudor.

Por ejemplo, usualmente este ratio se calcula entre (x) el pasivo total del deudor a determinada fecha de cálculo, como numerador, y (y) como denominador: (i) el capital/*equity* del deudor a dicha fecha —*debt to equity ratio*—, o (ii) el activo total del deudor a dicha fecha.

Estos ratios permiten reflejar (i) una panorama general de la estructura de capital —deuda/*equity*— a cierta fecha, o (ii) que tanto la adquisición de los activos totales del deudor se sustenta mediante deuda, es decir: ¿qué tanto apalancamiento ha debido utilizar la empresa para adquirir sus activos? Este ratio puede ser relevante en un escenario de liquidación en donde se tiene interés en calcular cuánto le corresponde a los acreedores en ese escenario¹⁶.

De esta forma, al exigir el mantenimiento de estos ratios, el acreedor estaría limitan-

15. Cuando existen activos que garantizan al financiamiento se suelen incluir mecanismos de valorización y actualización del valor de dichos activos. Por ejemplo, si se ha otorgado una hipoteca sobre determinado bien inmueble, el prestamista requerirá una tasación periódica de dicho bien inmueble para saber su valor de realización —que es determinado por el tasador— en una eventual ejecución de la garantía.
16. PESAJUE MUJICA, Andrés. "Operaciones de Financiamiento en el Perú: Un Repaso General a la Luz de los Principios Básicos de las Finanzas Corporativas". En: "Themis Revista de Derecho" N.º 54. P. 10 – 13.

do la capacidad del deudor de incurrir en deuda adicional, salvo que a pesar de tomar deuda adicional, se cumpla con mantener el ratio aplicable, lo cual en la práctica podrá significar inyecciones adicionales de capital.

- (c) Ratios de liquidez —*liquidity ratios*—: Miden los niveles de caja y activos líquidos del deudor, para analizar su capacidad de repago de deuda en el corto plazo, con sus activos más líquidos —sin perjuicio de su proyección de flujo operativo o capacidad de financiamiento externo—.

En ese sentido, típicamente este ratio se calcula entre (x) los activos líquidos reflejados en el balance del deudor a determinada fecha de cálculo —básicamente caja, valores líquidos y activo circulante o inventario—, y (y) su pasivo corriente reflejado en el balance en dicha fecha de cálculo.

La versión “ácida” de este test, consistiría en reemplazar los conceptos incluidos en (x) únicamente por inventario —mercancía y existencias—.

Así, sujeto a las características del negocio concreto, el acreedor podría exigir que se mantenga un ratio no menor 1x —por dar un ejemplo—, para asegurar que el deudor cuente con liquidez para pagos extraordinarios y de pasivos a corto plazo.

Como indicamos líneas arriba, no existen listas taxativas o categorías estancas de *covenants* financieros, siendo que cada uno busca adaptarse en función de las necesidades de la operación en particular, el tipo de financiamiento, el negocio del deudor, etc.

Adicionalmente, el tenor específico de los conceptos contables o financieros que formarán parte del mecanismo de cálculo de dichos *covenants* —e.g. definición de “EBITDA”, “Deuda Financiera”, “Patrimonio Neto”, etc.—, serán definidos, negociados y acordados a detalle —con el apoyo de los encargados de contabilidad y finanzas de cada deudor— dependiendo también del tipo de financiamiento y el negocio del deudor —tomando en cuenta factores como estacionalidad —*seasonality*—¹⁷, particulares contables aplicables a la industria del deudor, planes comerciales del deudor, etc.—.

La temporalidad o momento de aplicación de los *covenants* financieros también será negociada y variará dependiendo de factores como los antes señalados —como veremos más adelante—.

Por ejemplo: (i) en supuestos de deuda con empresas con mayor riesgo de insolvencia —*distressed*—, el acreedor podrá exigir/negociar que ciertos *covenants* —como el RCSD, ratios de liquidez y/o el ratio de cobertura de garantías— sean medidos de forma más frecuente que en circunstancias normales, y/o (ii) en supuestos de empresas que se financian para implementar y ejecutar planes de negocios que requieren alta inversión de capital inicial, y cuyo incremento en flujo —derivado de dicha inversión— tomará mayor tiempo en materializarse —como grandes proyectos de infraestructura *greenfield*¹⁸—, ciertos *covenants* financieros podrán no medirse los primeros trimestres, comenzar a medirse luego de un plazo acordado, e incluso plantearse de forma escalonada, de manera que varíen en el tiempo —volviéndose más exigentes de forma progresiva— para adaptarse al negocio en particular.

17. A manera de ejemplo, existen compañías que, por su negocio en particular, tienen ingresos más lineales y uniformes a lo largo de un año calendario, mientras existen otros —como pesca, agro, negocios atados a momentos festivos del año, etc.— cuya generación de flujos varía sustancialmente en distintos momentos del año.

18. Un proyecto de infraestructura “*Greenfield*” es un proyecto nuevo, respecto del cual no existe infraestructura anterior que mejorar, ampliar o continuar construyendo. Para mayor información, ver: HOFFMAN L., Scott. “The Law and Business of International Project Finance”. Tercera Edición (2009). Cambridge University Press. p 203-204.

VI. EBITDA

Como lo señalamos anteriormente, el EBITDA es una figura central para la utilización de muchos *covenants* financieros, ya que es un concepto financiero¹⁹ que busca reflejar los ingresos —*cash flow*— reales y operativos del deudor —cuantos flujos de efectivo genera el deudor producto de sus operaciones corrientes para poder cubrir sus obligaciones—, en un período en particular.

Para efectos de lo anterior, es importante hacer énfasis en que los flujos/ingresos sean “reales” —es decir, que no sean reflejo de conceptos contables únicamente, en lugar de ingresos propiamente—, y que se deriven del negocio del del deudor —es decir, que no considere ingresos esporádicos, no previstos o aquellos no derivados del negocio propiamente, como lo serían por ejemplo el pago de una indemnización o la venta de un activo fijo—, precisamente por deben excluir conceptos que no deben tenerse en cuenta para medir los negocios del deudor.

Su nombre —EBITDA— es conocido como como tal por su acrónimo en Inglés: “*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*”, es decir ingresos antes de descontar intereses, tributos, depreciación y amortización.

De forma previa a continuar explicando este concepto, creemos conveniente dar un ejemplo del texto realmente utilizado en Perú en la práctica —en contratos de financiamiento— para definir el EBITDA:

“EBITDA: significa, para un período de cálculo determinado, (a) la utilidad neta

de una entidad durante dicho periodo; incrementada (en la medida que hayan sido deducidos al calcular la utilidad neta) con (b) la suma de los siguientes conceptos, sin que quepa duplicación (i) todos los tributos que gravan la renta de dicha entidad, y los pagos que deba efectuar por concepto de participación de trabajadores, (ii) el monto total del gasto financiero devengado en dicho periodo (incluyendo pero sin limitarse a amortización e intereses bajo arrendamientos financieros de bienes de capital), (iii) todos los gastos de depreciación, (iv) todos los gastos de amortización, y (v) cualquier otro cargo deducido que no sea real o en efectivo; y, reducida (en la medida que haya sido incluido al calcular la utilidad neta) por (c) la suma de los siguientes conceptos, sin que quepa duplicación (i) créditos fiscales por tributos que gravan la renta, (ii) ingresos por intereses, (iii) ganancias extraordinarias, (iv) cualquier ganancia neta derivada de la venta o disposición de activo fijo, y (v) cualquier otra ganancia que no sea real o en efectivo.”.

Como se puede notar, la característica clave o particularidad del EBITDA es que para efectos de medir el performance operativo real de una empresa o negocio, parte de la utilidad neta —contable, conforme es mostrada en los estados financieros para un período en particular—, pero luego ignora —suma o resta— ingresos y gastos “extraordinarios” —o no constantes/recurrentes—²⁰ o no “reales” —realizables en efectivo—²¹, evitando así tomar en cuenta conceptos ficticios o que no reflejen realmente el performance operativo de un negocio.

-
19. Como veremos, si bien toma elementos contables para su definición —utilidad neta, depreciación, amortización, gasto financiero, activo fijo, etc.— y cálculo, no es un concepto contable reconocido/definido como tal por las Normas Internacionales de Contabilidad - NICs o los *Generally Accepted Accounting Principles* – GAAP de EE.UU.
 20. Por ejemplo, gastos derivados de eventos de fuerza mayor, ventas de activos que no son parte del inventario, juicios extraordinarios, etc.
 21. Por ejemplo, ajustes por conceptos contables no reales —“*Non-cash Adjustments*”— como costos o cambios en el valor de activos intangibles, incremento en reservas o provisiones por contingencias futuras, gastos contables de depreciación y amortización, etc.

Si no fuera así, y se utilizara la utilidad neta contable directamente, se estarían utilizando variaciones al ingreso neto por gastos o ingresos no reales —*non-cash items*—, o que son generados por eventos distintos al negocio propiamente, lo cual no reflejaría de forma real la capacidad de generación del mismo.

A continuación, dos clásicos ejemplos prácticos de situaciones reales que generan ingresos o pérdidas en la contabilidad de una empresa, pero que no son considerados por el EBITDA en virtud de lo anterior:

- Una compañía sale al mercado de capitales y recompra gran parte de sus bonos corporativos, aprovechando que los mismos cotizan “bajo la par”, lo cual resulta en que la misma registre una “ganancia”, como consecuencia de dicha recompra y cancelación.
- Si bien esta operación incrementa el ingreso neto de la compañía, no implica un ingreso de flujos reales u operativos, además de ser un evento extraordinario y no recurrente.
- Evidentemente, esta “ganancia” no puede contarse para efectos de medir el performance operativo del negocio de la compañía.
- Una compañía vende un activo de un valor importante por debajo de su valor en libros, registrando una pérdida contable producto de ello, pero inyectando liquidez al negocio.
- Si bien esta pérdida se registrará como una deducción al ingreso neto de la compañía, no sería correcto computarlo como un elemento para medir el performance operativo del negocio la compañía, al ser un evento puntual que además no tendrá un efecto en los flujos operativos del negocio —al ser

únicamente la diferencia entre el valor en libros del activo y su valor de venta—.

VII. ALGUNOS ASUNTOS PRÁCTICOS Y TEMAS A CONSIDERAR AL NEGOCIAR COVENANTS FINANCIEROS

Si bien existen muchos aspectos a considerar el redactar y negociar este tipo de conceptos, ya que variarán sustancialmente dependiendo del tipo de financiamiento, las características del negocio/industria, el riesgo crediticio del deudor, etc., a continuación, brindamos algunos asuntos prácticos y temas a considerar al redactar y negociar este tipo de cláusulas:

- (a) Frecuencia/oportunidad de medición: Este suele ser es uno de los temas clave al pactar y negociar *covenants* financieros, ¿cuándo se miden?, ¿con que frecuencia?, evidentemente hay algunas particularidades a tomar en cuenta dependiendo del tipo de *covenant*.

En el caso de *covenants* financieros que, a requerimiento de los términos del contrato de financiamiento, se miden con ocasión de la ejecución de un acto en particular —como una fusión, una adquisición, una disposición de activos, etc.—, lo típico es que se establezca que los requerimientos/ratios/mediciones se efectúen y cumplan de forma previa e inmediatamente posterior al acto²².

Sin embargo, en el caso de *tests* recurrentes de mantenimiento de capacidad de pago o riesgo crediticio, los *covenants* financieros requieren de cierta periodicidad preestablecida, siendo típicamente medidos de forma anual, semestral o trimestral, dependiendo del tipo de *covenant* y la situación/perfil del financiamiento/deudor.

Así por ejemplo —en línea con lo antes

22. Algunos ejemplos típicos incluyen: (i) ratio deuda/patrimonio antes y después de una reorganización societaria, y (ii) ratio de pasivo total / activo total antes y después de la disposición de un activo y la aplicación del flujo de venta, etc.

mencionado— (a) en financiamientos de empresas en crisis, es bastante común que los ratios de liquidez y cobertura se midan de forma mucho más frecuente que en escenarios normales, dado que el acreedor necesitará estar muy atento a la situación del deudor —para estar atento al incremento del riesgo de insolvencia—, y (b) en financiamientos inmobiliarios basados en el valor del activo gravado, en que se incluye un portafolio de activos, lo habitual es que se pacte un ratio de cobertura de garantías que se mida de forma anual —o semestral como mucho—, atendiendo a que se requerirán tasaciones de los activos al efecto, entre otros motivos.

Ahora bien, una cosa es la frecuencia de medición formal y reporte del resultado del cálculo de *covenants* financieros periódicos, y otra cosa es si los mismos deben cumplirse únicamente con ocasión de la medición del ratio, o “en todo momento”.

Típicamente (i) el asesor legal del acreedor solicitará que si bien la medición formal sea en el momento periódico correspondiente —trimestral, semestral o anual—, el *covenant* aplicable deba cumplirse “en todo momento”, y (ii) el asesor legal del deudor intentará negociar que el texto únicamente indique que el *covenant* se mide y reporta en el momento periódico que corresponda.

Los argumentos al efecto son casi siempre los mismos, por un lado el deudor indicará que los estados financieros, valorizaciones y/o demás documentos contables/financieros sobre los que se ejecutará la medición, únicamente se producen en momentos determinados —por lo que indicar que se deben cumplir los *covenants* “en todo momento” es teórico, ambiguo e innecesario, agregando ambigüedad y poca certeza al deudor—; mientras que el acreedor indicará que el margen de actuación del deudor debe estar limitado a esos parámetros financieros en todo momento, y que

caso contrario (y) el deudor tendrá margen de maniobra entre períodos de medición para violar *covenants*, y (z) el deudor no tendría la potestad de requerir mediciones o auditorías intermedias —entre períodos de mediación—, para verificar si este viene cumpliendo con sus *covenants*, lo cual es poco habitual, pero puede ocurrir cuando el riesgo crediticio del deudor empezó bien pero ha empeorado sustancialmente con el tiempo.

- (b) Utilización de “*springing covenants*”: Muchas veces el deudor intentará reducir la cantidad y/o frecuencia de los *covenants* al negociar términos iniciales, especialmente cuando se encuentra en una situación financiera saludable y tiene bastante oferta de fondos en el mercado financiero; sin embargo, dependiendo del tipo o riesgo del negocio, el acreedor podrá estar preocupado con que dicha situación se mantenga durante la vida del financiamiento.

De igual manera en otros casos, el deudor podrá tener una buena condición financiera, pero pretenderá ejecutar ciertos negocios o actos que podrían incrementar su perfil de riesgo crediticio, respecto de los cuales ha sido transparente —como corresponde— con su prestamista desde un inicio, lo cual genera que dicho perfil de riesgo vaya a variar en el tiempo conforme implemente dichos negocios o actos.

Es en escenarios como estos —entre otros—, en los que los “*springing covenants*” pueden ser de utilidad.

Se trata básicamente de *covenants* financieros (i) que únicamente serán “activados” y exigibles, (ii) cuya periódicamente de medición variará, o (iii) cuyos requerimientos —el resultado del cálculo o medición— variarán —siendo más o menos exigentes—; dependiendo de ciertas circunstancias establecidas en el contrato.

Ejemplos típicos del primer y segundo caso son cuando la condición crediticia

del deudor ha empeorado, lo cual podrá generar que la medición de ciertos *covenants* —como por ejemplo ratios de liquidez— se inicie o mida de forma más frecuente.

Un par de ejemplos clásicos del tercer caso, vendrían a ser (a) un ratio de apalancamiento o un RCSD, cuyos requerimientos van aumentando —volviéndose más exigentes— con el tiempo, atendiendo a que la previsión es que la situación del deudor —riesgo, capacidad de pago, ingresos, etc.— debe mejorar con el tiempo, producto de la inyección de flujos del financiamiento, o (b) cuando la tasa de interés compensatoria —o el margen aplicable sobre el índice respectivo, en el caso de tasas variables²³— aplicable, variará de forma periódica y dinámica, dependiendo —por ejemplo— del ratio de apalancamiento del deudor.

- (c) Adiciones y sustracciones a la utilidad neta para efectos del EBITDA: Como lo mencionamos en nuestra explicación respecto al EBITDA, una característica particular de este concepto es que parte de la utilidad neta del negocio, para luego sumarle o restarle conceptos —“extraordinarios”, no constantes/recurrentes, no “reales”, etc.—, para efectos de procurar reflejar el performance operativo del mismo.

Si bien existen ciertas adiciones y sustracciones que son estándar al redactar la de-

finición de EBITDA, podrá ser clave discutir con el equipo contable y financiero del deudor —especialmente cuando uno actúa como su asesor legal de este último— respecto de la existencia -o no- de particularidades en su negocio, que podrían requerir ciertos ajustes en la definición de EBITDA para el caso concreto.

Algunos ejemplos de lo anterior incluyen: (i) para negocios con gastos sustanciales en arrendamiento de locales comerciales —como *retail*, por ejemplo—, en ocasiones se establecerá que los efectos contables de la NIIF —Norma Internacional de Información Financiera— no serán considerados para el cálculo del EBITDA, así como tampoco se considerarán como gasto los importes que correspondan por el arrendamiento de los locales²⁴, y (ii) para financiamientos a entidades *holding*²⁵, en los que sus ingresos dependen de las distribuciones que realicen sus subsidiarias y en los que los *covenants* financieros serán calculados utilizando estados financieros consolidados²⁶, se considerará excluir de la utilidad neta —o limitar— el ingreso de subsidiarias que (a) no sean 100% de propiedad del deudor —inclusive en caso se mantenga control—, y/o (b) se encuentren sujetas a limitaciones a distribuciones de dividendos; ello atendiendo a que el 100% de dichos ingresos de la subsidiaria en realidad no “subirán” a la *holdco*, y por tanto tomarlos en cuenta no reflejaría el flujo operativo real.

-
23. La redacción típica de tasas variables usualmente refiere a un índice —siendo el más usado hoy en día la tasa SOFR —*Secured Overnight Financing Rate*—, y antes la tasa LIBOR —*London Interbank Offered Rate*—, al cual se le suma un porcentaje, al cual se le denomina el margen aplicable: “la tasa compensatoria será de SOFR más 3%”.
24. En estos casos, dada la naturaleza del negocio y la recurrencia de dicho gasto, los prestamistas suelen tomarlos como endeudamiento —o costo financiero—, y, además, mantenerlos en el EBITDA.
25. Una *holding* o *holdco* es una entidad cuya principal o única función es tener y/o administrar la titularidad de acciones/participaciones en otras entidades. Para mayor información, ver:
26. A diferencia de estados financieros individuales, los estados financieros consolidados reflejan la condición financiera de la entidad controladora/*holding* misma, sumándole o incorporando la situación y resultados financieros de sus entidades controladas, de manera que se presenten como si se tratase de una sola entidad económica.

- (d) Posibilidad de incluir un “*Equity Cure*” para el EBITDA: Un “*Equity Cure*” es un derecho que a veces es incluido en contratos de financiamiento, para permitir al deudor subsanar el incumplimiento de un *covenant* financiero basado en EBITDA, mediante una inyección de flujos dinerarios vía aporte de capital —o deuda subordinada²⁷—, con la particularidad que, en ese caso puntual, dicho aporte contará como parte del ingreso neto para efectos del cálculo de EBITDA, elevando su importe.

Evidentemente, si —como lo hemos explicado— el EBITDA busca ser un símil del flujo efectivo y operativo del negocio, esta figura distorsiona absolutamente el concepto, ya que el flujo del aporte de capital no será recurrente o derivado de los negocios del deudor, por lo que no reflejará en absoluto el resultado de sus negocios o su capacidad de generación de flujos.

Sin perjuicio de lo anterior, en algunos casos este derecho es concedido de forma extraordinaria dada la naturaleza del financiamiento o el negocio que se financia²⁸, procurando siempre incluir limitaciones para su utilización, típicamente (i) el número de veces que se puede utilizar durante la vida del financiamiento o los períodos de medición aplicables, (ii) el monto que podrá ser imputado como ingreso neto, y (iii) el destino de los importes aportados; ello precisamente para no desvirtuar el uso/propósito del EBITDA y el *covenant* financiero respectivo.

- (e) Utilización del Exceso de Caja —“*Excess Cash*”— y el Barrido de Efectivo —“*Cash Sweep*”—: Esta herramienta es muchas veces

utilizada para poder viabilizar obligaciones que serán aplicables al deudor de manera dinámica y flexible, basado en los resultados positivos del negocio por encima de sus necesidades, y sus costos operativos.

Para simplificar, busca obligar al deudor a medir sus excesos de fondos de forma periódica —más allá de las necesidades de su negocio, conforme a los parámetros negociados al preparar el modelo financiero y el contrato de financiación—, y a obligarlo a aplicar dichos excesos a distintos fines, como el repago anticipado de la parte proporcionalmente del financiamiento, u otros destinos convenientes al perfil de riesgo del deudor, como al pago anticipado de otros pasivos, la ejecución de determinadas inversiones, etc.

En algunos casos también es utilizado como un test al deudor, de cara a que adquiera un determinado activo o ejecute una inversión.

Si bien puede incluir todo tipo de conceptos contables y financieros para su determinación, una versión sencilla del cálculo sería algo similar a: EBITDA para un período en particular, menos la sumatoria de los siguientes conceptos: servicio de deuda, tributos pagaderos en efectivo —es decir, debe deducirse el crédito o deducciones fiscales—, gastos de capital —CAPEX— y capital de trabajo; para ese mismo período.

Como lo señalamos al iniciar este acápite, existen muchos aspectos a considerar al redactar y negociar este tipo de cláusulas en contratos de financiación, y definitivamente lo anterior es sólo un listado de ejemplos y no busca ser una guía completa o extensiva de la materia.

27. Muchas veces denominada “cuasi-capital”, la deuda subordinada es deuda que por acuerdo de las partes y/o sus características, se encontrará relegada en su prioridad de pago a otros endeudamientos del prestatario. Existen muchas particularidades y variedades de deuda subordinada, sin embargo, no ahondaremos en ello en el presente artículo.

28. Por ejemplo, en operaciones de financiamiento de proyectos *greenfield*, operaciones de *venture capital*, financiamiento a operaciones de compra por fondos de *private equity*, etc., atendiendo a que la premisa es que se tendrá que inyectar mucho dinero inicialmente, y que los ingresos netos llegarán en el tiempo.