

Endurecimiento de los *covenants* financieros en un contexto de restricción al crédito

Rodrigo Martín García*

Eva Ballesté Morillas**

En un contexto de crisis financiera internacional, se aprecia en los mercados financieros de todo el mundo una tendencia al *Back to basics*. La vuelta a las estructuras tradicionales de financiación, la mayor prudencia y el menor apalancamiento financiero se acompañan de un cauteloso análisis de riesgo que ya empezaba a enfocar muy acertadamente el informe anual de Allen & Overy de 2009¹. El mercado de capitales se ha endurecido limitando las condiciones de emisión de bonos y productos estructurados a los inversores minoristas. A todo esto, hay que unir que las reestructuraciones de deuda se están llevando a cabo requiriendo mayores aportaciones de capital contingente por parte de los accionistas. El mencionado informe hace especial hincapié en el endurecimiento de los *covenants* financieros y el incremento de las exigencias por parte de los prestamistas *senior* para asegurar su prioridad frente a otros acreedores subordinados².

Los *covenants* son obligaciones de un prestatario para cumplir una serie de ratios fundamentalmente financieras en el marco de un contrato de financiación. Estas cláusulas que especifican el método a aplicar para fijar las tarifas de los contratos de financiación sirven como indicadores utilizados por las entidades financieras para asegurarse de que los prestatarios son capaces de repagar la deuda contraída. Son habituales en contratos financieros y han sido objeto de estudio académico desde hace décadas. Así, hay estudios desde los años setenta acerca de su presencia

en títulos de deuda pública, en claro retroceso en las últimas décadas (Begley y Freedman (2004)), Bradley y Roberts (2003), Kaplan y Stromberg (2003) en deuda privada y en *private equity*.

El incumplimiento de *covenants* en los contratos de financiación se considera una justa causa para resolver el contrato —caso de impago (*default*)—, pero en la práctica mientras el deudor siga pagando el principal y los intereses no se suele reconocer un incumplimiento del contrato. Las entidades financieras en este tipo de situaciones prefieren recurrir a renegociar la financiación y cubrir con nuevos precios y garantías el contrato. Como indican Chava y Roberts (2008)³, el incumplimiento de *covenants* de deuda constituye una oportunidad única para examinar la relación entre financiación e inversión. La presencia de pactos en los contratos financieros está motivada por su capacidad para mitigar los problemas de agencia [Jensen y Meckling (1976) y Smith y Warner (1979)] y la ayuda a la obtención de financiación a través de la pignoración de los derechos de control de los contingentes del Estado [Aghion y Bolton (1992) y Dewatripont y Tirole (1994)]. Por lo tanto, el incumplimiento de *covenants* señala inequívocamente el origen del problema de agencia [Jensen y Meckling (1976)].

Los *covenants* financieros pueden clasificarse fundamentalmente en tres grupos, según la tipología de la restricción a la que hacen referencia: política de inversión, de dividendos y de endeudamiento.

Dentro de los *covenants de restricción a la política de inversión* destacan las limitaciones a la disposición de

* Profesor de Economía Financiera, UNED.

** Directora Económico-Financiera de Concesiones del Grupo Puentes y Profesora en la Universidad Pontificia de Comillas-ICADE.

¹ Allen&Overy (2009), pag. 18.

² Op cit., pag 21.

³ Chava y Roberts, pág. 2.086.

activos, aunque también suelen contemplarse la exigencia de dotar fondos para ciertas inversiones, mantener ciertos activos con una exigencia de liquidez corriente y restricciones a la modificación de la naturaleza jurídica del emisor/deudor.

Entre las cláusulas de restricción a la política de inversión, son frecuentes las prohibiciones de adoptar acuerdos tendentes a la fusión, escisión, transformación o reorganización del capital de la acreditada sin el previo y expreso permiso de las entidades financieras.

También se engloban dentro de esta tipología de *covenants*, la prohibición de vender, transmitir, comprar o adquirir un activo por un importe superior acumulado a una determinada cantidad fijada por contrato, la imposibilidad de otorgar garantías (excepto las exigidas por el contrato en cuestión), la prohibición de constituir derechos reales y/o conceder financiación sin haber obtenido el consentimiento previo y por escrito de las entidades acreditantes.

En este tipo de cláusulas se suele permitir la transmisión, total o parcial, y por cualquier título, por parte de un accionista, de su participación en el capital social de la acreditada a favor de una sociedad perteneciente a su mismo grupo societario en los términos del artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Los *covenants relativos a la política de dividendos* constituyen limitaciones en el reparto de estos. La posibilidad de retribuir al accionista, durante la vida de la financiación, en el 100 por 100 del beneficio neto obtenido en el año anterior, se suele acotar al requerir entre otras condiciones: dotación de las cuentas de reserva habituales, amortización de la primera cuota del crédito *senior*, no estar inmersa (la acreditada) en causa de vencimiento anticipado, existencia de liquidez excedentaria suficiente una vez cumplida una orden de prelación de pagos y dejar una caja mínima en la sociedad.

Para garantizar las reservas habituales, las entidades financieras obligan a dotar una serie de ratios de cobertura al servicio de la deuda. Este se define como el importe de los pagos por comisiones, intereses y amortización de la deuda *senior* más cualesquiera otras cantidades debidas por una acreditada, exigible en un periodo concreto en relación con la deuda *senior*, y las cantidades a pagar, que deban realizarse por el contrato de cobertura de tipos de interés, deduciendo, en su caso, las cantidades cobradas en virtud de estos mismos contratos.

Entre los principales ratios de solvencia destaca la Ratio de Cobertura al Servicio Deuda (RCSD), que se calcula para cada ejercicio como el coeficiente resultante de divi-

dir el flujo de caja libre y el servicio de la deuda durante el ejercicio de referencia.

Otra de las ratios solicitadas es la ratio de cobertura de la deuda viva (*Loan Life Cover Ratio*⁴). Se debe calcular al principio de cada ejercicio como el valor presente de los flujos de caja libres generados durante la vida de la deuda *senior*, descontados al coste de la mencionada deuda, dividido por el principal pendiente de la deuda *senior*, descontado al coste de la deuda dividido entre el principal pendiente de la deuda. A este respecto, el flujo de caja libre se define para cada periodo como los ingresos cobrados, de explotación, financieros o de cualquier otra índole, menos los gastos de operación y mantenimiento, las contribuciones netas a las cuentas para reposiciones extraordinarias, las inversiones (incluyendo la variación neta de capital circulante), y los impuestos netos pagados, más las desdotaciones de la cuenta para reposiciones extraordinarias y la cuenta de reserva al servicio de la deuda. Por el contrario, el flujo de caja del proyecto se calcula simplemente como los ingresos operativos menos los gastos operativos corrientes y la inversión (incluyendo la variación neta del capital circulante)⁵.

Entre las *restricciones a la política de endeudamiento*, destacan las encaminadas a evitar la dilución del derecho de crédito del acreedor. En este tipo de *covenants* se recogen supuestos de amortización anticipada voluntaria. En este caso, la acreditada tiene la opción de repagar en cualquier momento anterior a la fecha de vencimiento final, la totalidad o parte de la deuda *senior* sin pagar comisión alguna de prepago o concepto similar.

Dentro de las financiaciones especializadas altamente dependientes del mercado de capitales sigue destacando el *project finance*. Este tipo de financiaciones contiene en sus contratos la cláusula denominada *market flex* en la que se regulan los imprevistos derivados de un cambio material adverso del tiempo transcurrido entre la fecha de adjudicación de un mandato de financiación a unas entidades financieras y la de cierre de la Sindicación General de la operación. Este cambio material adverso es toda situación o hecho que perjudique sustancialmente la capacidad de la prestataria o accionistas del proyecto para atender a sus

⁴ FitchRatings (2010).

⁵ En ocasiones, se utiliza la Cobertura de Vida del Proyecto (Project Life Coverage Ratio, PLCR), calculado como el valor actual del flujo de caja disponible para el servicio de la deuda después de operaciones e inversiones en activos fijos obligatorias durante el remanente de la vida del proyecto, dividido por el capital vigente del instrumento de deuda calificado (más toda la deuda *senior* de igual categoría) a la fecha de realizarse el cálculo. El PLCR observa la capacidad económica para retirar deuda a lo largo de la vida económica del proyecto.

obligaciones derivadas de los documentos financieros, y/o a la solvencia de la prestataria, accionistas o contrapartes de los contratos del proyecto, sus negocios, activos o bienes, de forma tal que no les permita atender de forma puntual e íntegra sus obligaciones de acuerdo a una serie de documentos financieros. Estos documentos son fundamentalmente los siguientes:

- Los contratos de financiación en los que se instrumenta la deuda *senior*.
- Aquellos en los que se instrumente el paquete de garantías.
- Las cartas de comisiones.
- El contrato de apoyo de accionistas en el que se garantiza el desembolso de fondos.
- Los contratos en los que se instrumente la cobertura de los tipos de interés.

En lo que se refiere al plazo de vencimiento para esta tipología de financiación, se determina de forma efectiva, tras el proceso de *due diligence*, mediante a diferentes alternativas. En los últimos años, la estructura era a largo plazo, con plazos superiores a 25 años contados a partir de la formalización del contrato y con colas de hasta un año. En la actualidad, en un contexto de restricción crediticia, se recurre a estructuras *miniperm*⁶, especialmente *soft miniperm* a siete años y con fecha de vencimiento a unos 25 años, contados a partir de la fecha de formalización del contrato de financiación y con el condicionante de la existencia de un mínimo habitual de cinco años en la cola de plazo de proyecto.

En los *covenants* de financiación también se detallan los supuestos de incumplimiento. Es habitual encontrar cláusulas que no permiten mantener un cierto nivel de capital (*equity*) por parte de un prestatario, cláusulas temporales que impiden retrasar la puesta en servicio de un proyecto para el que se ha obtenido la deuda, prohibición del impago de los importes debidos a las entidades financieras y sanciones adscritas, cláusulas relativas al incumplimiento material y no subsanado por la acreditada de

⁶ Siguiendo a Rebollo (2010), la realidad imperante es que las financiaciones se hacen en forma de deuda *miniperm*, es decir, paquetes de deuda con vocación de ser necesariamente refinanciados. El *miniperm* puede ser *soft* o *hard*. En el primer caso, existe un incentivo para el socio privado de refinanciar, pues de lo contrario, los márgenes (costes financieros) se elevan, pero el banco permanece en su posición de acreedor. En el segundo caso se debe refinanciar obligatoriamente, y en tal caso, el riesgo de refinanciación es difícilmente soportable por el inversor privado.

cualquier manifestación, obligación o compromiso derivado de la deuda contraída. La gravedad del incumplimiento se encuentra tipificada por su intensidad, alcanzando su grado máximo en los supuestos de liquidación, suspensión de pagos, solicitud de insolvencia de la acreditada o de cualquiera de sus accionistas, y el abandono del proyecto, entre otros.

También dentro de los supuestos de incumplimiento merecen especial atención las cláusulas *cross default* y *change in control*. La primera de ellas hace referencia al incumplimiento de cualesquiera otras obligaciones distintas de las de pago y asumidas por la acreditada y/o los accionistas en los contratos del proyecto. La segunda supone una situación en la que se produce un cambio de control o accionarial no permitido en la acreditada, de acuerdo con los compromisos contraídos por parte de los accionistas originales del proyecto.

En las últimas décadas se ha planteado recurrentemente la idoneidad como instrumento del *project finance*. A este respecto, existe una amplia literatura académica, destacando Brealey, Cooper y Habib (1996), Smith y Walter (1990), Kensinger y Martin (1988) y Kleimeier y Megginson (2000). Estos dos últimos autores compararon hace ya diez años casi 5.000 proyectos financiados mediante esta estructura de crédito para comprobar si el *project finance* era realmente distinto a otros créditos sindicados, en proyectos sin recurso al accionista para desarrollar un nuevo proyecto que se instrumenta en una sociedad vehículo⁷. El *project finance* demostró que involucraba a más entidades financieras, requería menos *covenants*, se sentía más comfortable con tipos fijos frente a los variables y era idóneo principalmente para industrias intensivas en capital como en las empresas de infraestructuras, energía y telecomunicaciones.

El *project finance* en estado puro, sin recurso al accionista, es una estructura de crédito que se apoya en un flujo de caja recurrente, usando como garantías los activos, derechos e intereses para obtener el repago. La innovación que hasta ahora introducía el *project finance* consistía en que el sistema financiero sustituyera las tradicionales garantías reales por la implicación contractual de los entes intervinientes en el proyecto. Las garantías se aportaban solidariamente por el conjunto de agentes intervinientes. Esta forma de financiación se asociaba a proyectos de bajo

⁷ Esta definición, aunque parezca obvia por tratarse de *project finance*, cobra importancia en estos últimos años puesto que el incremento de cláusulas contractuales en los contratos de financiación sobre garantías corporativas, necesarias para obtener el *project finance*, rompe con esa filosofía esencial de no recurso al accionista y la va acercando a una financiación corporativa o esquema tradicional, con menos apalancamiento.

riesgo con elevado grado de predictibilidad de la recurrencia de sus ingresos. En la actualidad, con expectativas bajas de ingresos y alta percepción del riesgo, el *project finance* pasa a ser una forma de financiación con recurso limitado al accionista. Para ello, en las cláusulas de los contratos de financiación en los que se instrumentaliza, se exigen más garantías que en otros casos, al responder el balance de la empresa y su patrimonio, y es difícil no asimilarlo a una especie de financiación corporativa encubierta.

Un ejemplo de este tipo de garantías, que asemejan el *project finance* a una deuda corporativa encubierta, la hallamos en una de las cláusulas que se vienen observando en los dos últimos años, con bastante frecuencia en los contratos de financiación, en lo que se refiere a las garantías de puesta en marcha del proyecto objeto de financiación: Los accionistas de la acreditada se comprometerán a cubrir en forma de aportaciones de capital social y/o deuda subordinada ilimitadamente cualquier sobrecoste hasta la puesta en marcha del proyecto. Esta obligación se exige sea garantizada mediante garantía corporativa o bancaria al primer requerimiento, por el valor proporcional del total de la inversión, que suele coincidir con los fondos propios a aportar por el accionista.

Pero el proyecto para el que se firmó un *project finance* no siempre genera ingresos recurrentes y entre las primeras señales de peligro se halla la imposibilidad de devolver una cuota de deuda *senior*. **Estas situaciones se reproducen en la actualidad con demasiada frecuencia, ya que se ha pasado por una época de expectativas altas de ingresos que el tiempo ha demostrado poco realistas.**

Cuando el proyecto necesita una dispensa temporal (*waiver*) para aplazar el repago de la deuda contraída, se produce una refinanciación del proyecto caracterizado por un endurecimiento de los *covenants*, pero otro de los términos financieros que sube con fuerza en la crisis actual es el *distressed credit*, también denominado *non performing loans* (NPLs), asociado a activos con alto riesgo de impago, por lo que sus precios incluyen un importante descuento respecto a su valor nominal y su recuperación se apoya en su garantía o colateral. Estos créditos en situación de dificultad se asocian a garantías de distinta naturaleza, como son la prenda sobre: los saldos de las cuentas del proyecto, los derechos de crédito derivados de los contratos del proyecto, los derechos de cobro a favor de la acreditada, los derechos derivados de los contratos de seguros, promesa de hipoteca sobre el contrato y la respectiva cesión de los derechos de cobro derivados de dicho contrato.

En cualquier caso, es indudable que, en los últimos tiempos, los inversores en estos proyectos aplican hipótesis más conservadoras y, con toda seguridad, la prudencia y aversión al riesgo se mantendrá hasta conocer la capacidad de generación de flujos real de estos proyectos, generalizándose la utilización de coberturas mediante derivados de inflación y otros riesgos, desde los sectores más dinámicos, energía, petróleo, gas y transporte, hasta la totalidad de inversiones financiadas con instrumentos de esta naturaleza.

Bibliografía

- AGHION, P., y BOLTON, P. (1992), "An incomplete contracts approach to financial contracting", *Review of Economic Studies* 59, pp. 473-494.
- ALLEN&OVERY (2009), *Annual Review*, Londres.
- BEGLEY, J., y FREEDMAN, R. (2004), "The changing role of accounting numbers in public lending agreements", *Accounting Horizons* 18, pp. 81-96.
- BRADLEY, M., y ROBERTS, M. (2003), "The structure and pricing of corporate debt covenants", *Working Paper*, Duke University.
- BREALEY, COOPER y HABIB (1996), "Using Project Finance to Fund Infrastructure Investments", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, pp. 25-38.
- CHAVA, S., y ROBERTS, M. (2008), "How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants", *Journal of Finance*, vol. LXIII, nº 5, pp. 2085-2121.
- DEWATRIPONT, M., y TIROLE, J. (1994), "A theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence", *Quarterly Journal of Economics* 109, pp. 1027-1054.
- FITCHRATINGS (2010), Informe de Metodología Maestra Global. Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos, enero 2010.
- JENSEN, M., y MECKLING, W. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure", *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- KENSINGER, J., y MARTIN, J. (1988), "Project finance: Raising Money the Old-Fashioned Way", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 1, pag. 69-81.
- KLEIMEIER, S. y MEGGINSON, W. (2000): "Are Project Finance Loans Different From Other Syndicated Credits?", *Journal of Applied Corporate Finance*, Morgan Stanley, vol. 13(1), pp. 75-87.
- REBOLLO, A. (2010), "Diagnóstico de la situación actual y recomendaciones revisadas". *Infra-structure*, Deloitte, julio.
- SMITH, R., CLIFFORD W., y WARNER, J. (1979), "On financial contracting: An analysis of bond covenants", *Journal of Financial Economics* 7, pp. 117-161.
- SMITH, R., y WALTER, I. (1990), *Global Financial Services*, Harper Business, New York, pp. 191-281,
- TIROLE, J. (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton.