

Universidad de Chile
Facultad de Derecho
Departamento de Derecho Comercial
Financiamiento de las Empresas
Profesor Octavio Bofill Genzch.

RESGUARDOS FINANCIEROS: COVENANTS
TRABAJO SUSTITUTIVO

HERMES L. ORTEGA JARA

Toda empresa para iniciar, ampliar o mantener en ciertos períodos su producción requiere de un financiamiento adecuado. Los recursos necesarios puede obtenerlos internamente de sus propios accionistas o acudir para ello al mercado de financiamiento.

Al interior de los diversos mecanismos de financiamiento del mercado, existe un constante conflicto de intereses entre los emisores de los títulos de deuda y los acreedores de los mismos, pues el riesgo del incumplimiento de la obligación de pago es una variable constante. Dichos conflictos pueden generar incentivos perversos que conducen, entre otros problemas, a adoptar decisiones de inversión subóptimas¹.

Con el fin de evitar o al menos disminuir dichos conflictos y los riesgos generados por la posibilidad de los accionistas pueden arbitrariamente tomar decisiones de inversión, de financiamiento y de política de dividendos en detrimento económico de los acreedores², han surgido los resguardos financieros, también denominados covenants de acuerdo a un anglicismo de condiciones o cláusulas restrictivas, siendo esta última la menos adecuada en tanto constituye una especie del género.

Los covenants coloquialmente han sido definidos como *compromisos* asumidos por el prestatario de comportarse de una determinada manera, representada habitualmente mediante una serie de ratios financieros, en el marco de contratos de financiación³. A su vez en términos financieros generales es se han comprendido como una *agencia*, en el sentido de que se efectúa un encargo por un individuo, denominado principal, que hace a otro denominado agente, correspondiéndose dichos términos al financista y el emisor respectivamente⁴. En ámbitos más especializados dentro de la misma disciplina y con mayor correspondencia al ámbito jurídico, son definidos como

¹ ARAYA, Álvaro., ISLAS, Gonzalo., y MAQUIEIRA, Carlos. Cláusulas restrictivas (covenants) en los contratos de bonos: evidencia empírica en Chile. Revista Estudios de Administración. Vol. 9, Nº1, 2002. pp.1-2.

² Ibid.

³ Revista de Capital de Riesgo para Inversores. Private Equity & Corporate Finance para inversores, asesores, financiadores y colectivo académico en España. Glosario.

⁴ ARAYA, Álvaro. Cláusulas Restrictivas en los Contratos de Bonos: Solución Contractual a los Problemas de Agencia entre Accionistas y Tenedores de Bonos. Tesis de Magíster en Administración con Mención en Finanzas. Universidad de Chile. 1998.

aquellas cláusulas del contrato de emisión en las que el emisor se compromete a mantener algunos de sus indicadores financieros dentro de ciertos márgenes o someter sus operaciones a ciertas restricciones, o cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos y cuyo incumplimiento genera, por disposiciones expresa del contrato de emisión, la exigibilidad inmediata del pago de la deuda⁵.

En términos netamente jurídicos, dicha figura financiera corresponde efectivamente a una cláusula contractual, en que las partes que suscriben un contrato de financiación de carácter principal, estos son emisor e inversionista, pactan cláusulas accesorias que tienen por objeto resguardar la obligación de pago, por tanto su fin es mantener la capacidad de pago del emisor para su realización en tiempo y forma, y en caso de incumplimiento permite la exigibilidad inmediata del pago de lo adeudado.

Los resguardos financieros son frecuentemente utilizados en las modalidades de emisión de bonos y efectos de comercio. Su importancia radica en que dichas modalidades, principalmente los bonos, en los últimos años han experimentado un significativo desarrollo que ha permitido a muchas empresas financiar proyectos de inversión, y al mismo tiempo estos bonos han brindado a inversionistas institucionales la oportunidad de acceder a instrumentos de renta fija de alto retorno y larga madurez⁶.

Los resguardos financieros se pueden clasificar jurídicamente en obligaciones de hacer o covenants imperativos, en caso de que ordenen la ejecución de algún acto o celebración de contrato y en obligaciones de no hacer o covenants prohibitivos⁷, si consisten en la mera proscripción de determinada conducta⁸. Dentro de las primeras podemos señalar las obligación de entregar información relativa a ciertos hechos tales como los cumplimientos

⁵ HUMPHREYS, Clasificadora de Riesgo. Procedimiento de Clasificación de Instrumentos de Oferta Pública emitidos por Sociedades No Financieras. p. 9.

⁶ Superintendencia de Valores y Seguros. Comunicado de la SVS sobre iniciativa que promueve el desarrollo del Mercado de Bonos.

⁷ ARAYA, Álvaro., ISLAS, Gonzalo., y MAQUIEIRA, Carlos. Op. Cit., p.10.

⁸ Literatura especializada en este sentido agrega la obligación de declarar acerca la veracidad de ciertos actos o datos, pero en términos jurídicos dicha obligación es subsumida por las obligaciones de hacer.

o incumplimientos de determinadas obligaciones, o datos financieros del emisor; y en cuanto a las segundas, la prohibición de caucionar el pago de deudas propias o de terceros sin que simultáneamente se constituyan garantías reales o personales al menos equivalentes a favor de los inversionistas suscriptores de dicha cláusula accesoría.

Adicionalmente, parte de la doctrina hace referencia también a cláusulas facultativas o permisivas que son incorporadas en los contratos de financiamiento, las cuales carecen de contenido obligacional y otorgan más bien un derecho al emisor o a los tenedores, no un resguardo de la obligación principal. Ejemplo de ello, son las cláusulas que permiten convertir los bonos en acciones y la rescatabilidad anticipada de los mismos⁹.

Otra clasificación se realiza en función de la carencia o preeminencia de ratios o coeficientes financieros, distinguiéndose entre resguardos financieros y no financieros, caracterizándose los primeros en cuanto introducen reglas matemáticas objetivas al deudor de acuerdo a los componentes del patrimonio del emisor, las cuales se mantienen mientras el emisor se encuentre pendiente de pago.

Algunos resguardos financieros son: *i. El límite al endeudamiento*, ello comprende que el deudor se compromete a mantener su endeudamiento bajo determinado ratio según su patrimonio neto considerando su capacidad de generar liquidez (v.gr. si el ratio o también denominado leverage, es 1 a 1 la empresa no se puede endeudar más allá de su patrimonio neto); *ii. Activo libre de gravámenes*, el cual tiene por objeto a los diversos acreedores, aludiendo a los esquemas de prelación, pudiendo solicitar que el deudor mantenga el total o parte de sus activos libres de gravámenes, asegurando con ello a los valistas; *iii. El Patrimonio mínimo*, se encuentra relacionado con el límite al endeudamiento, pues impone un límite a la posibilidad de endeudamiento con terceros, aun cuando mantenga el leverage; y *iv. Cobertura de gastos financieros*, que tiene relación con el flujo de caja libre, componiéndose de los ingresos, menos costos y gastos financieros, por tanto obliga a tener una cantidad de dinero, por lo cual no tiene por objeto el negocio sino que la

⁹ ARAYA, Álvaro., ISLAS, Gonzalo., y MAQUIEIRA, Carlos. Op. Cit.

estructura de financiamiento (v.gr. si la ratio es 5 a 1 y su caja es 100, solo puede utilizar 20), entre otras.

En cuanto a los resguardos no financieros, estos típicamente son: *i. Pari Passu o Par Conditio Creditorum*, el cual busca mantener en condición de igualdad a los diversos acreedores en caso de insolvencia y en relación a la liquidación de su pasivo, por tanto si se acelerase alguno de los créditos, aquel que posea esta clausula, lo hará de la misma forma y tiempo; *ii. Negative Pledge*, que establece la prohibición de gravar activos, a menos que atribuya idéntico beneficio, en la misma calidad y monto; *iii. Restricciones a los repartos de dividendos*, en la medida que no se pague el crédito; *iv. Limitaciones a la venta de activos* de carácter esencial del emisor, sin autorización previa del financista; *v. Restricciones a la realización de operaciones o transacciones* con personar relacionadas; *vi. Obligaciones de informar*, tanto a los representantes de los tenedores de bonos como a la Superintendencia de Valores y Seguros; *vii. La Mantención de auditorías* permanentes respecto a los estados financieros y clasificadores de riesgos, en este sentido cabe señalar que la participación de intermediarios financieros especializados en la supervisión de las decisiones adoptadas en el interior de la empresa, favorece el control de la eficiencia en el ejercicio de sus opciones, compensándose los incentivos de los accionistas a efectuar una gestión oportunista de dichas opciones¹⁰; y *viii Notificaciones o avisos* de cumplimientos e incumplimientos a los acreedores, entre otras.

Una clasificación diferente que hace referencia a las condiciones de aplicación de las clausulas, distingue entre covenants absolutos o incondicionados y covenants condicionados, siendo los primeros aquellos que se aplican siempre y en todo caso, como lo sería la obligación de presentar informes periódicos a los financistas y los segundos, aquellos que se aplican exclusivamente cuando un hecho futuro e incierto se efectúa¹¹.

¹⁰ DE LA FUENTE, Gabriel., y FORTUNA, José María. Influencia del conflicto entre accionistas y acreedores en el valor de mercado de las opciones de inversión: Una propuesta teórica. ICADE: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Pontificia Comillas. N° 57. 2002. p.17.

¹¹ ARAYA, Álvaro., ISLAS, Gonzalo., y MAQUIEIRA, Carlos. Op. Cit., p.11.

En su caso, las características particulares del emisor y las condiciones de plazos del instrumento determinarán los tipos de resguardos exigidos en cada oportunidad por el acreedor¹².

Sin perjuicio de lo anterior, es menester señalar que en consideración de que los resguardos financieros son una solución contractual al conflicto de intereses que se generan en los contratos de financiamiento, materializan el principio de la autonomía de la voluntad presente en los contratos, pudiendo por tanto los emisores e inversionistas en virtud de dicho principio, incorporar diversos contenidos en los covenants, según las necesidades e intereses que posean. Si bien los enunciados anteriormente son aquellos más utilizados¹³, ello no inhibe la creación futura de nuevos covenants.

Típicamente los contratos de financiamiento contendrán un cúmulo de diversos resguardos financieros, sin que ello reste necesariamente la flexibilidad requerida para el desarrollo de la actividad, pues su establecimiento no limita la posibilidad de otorgar distintas opciones al emisor respecto a su financiamiento por terceros, de la misma forma que el acreedor posee en cuanto a sus resguardos. A modo de ejemplo, se pueden establecer ratios

¹² HUMPHREYS. Op. Cit., p. 9.

¹³ Según organismos especializados (Clasificadora de Riesgos) los resguardos financieros más utilizados en Chile respecto a la emisión de Bonos, destacan: a. Restricciones del emisor en cuanto a *no superar cierto grado de endeudamiento*; b. Compromisos del emisor, cuando la emisión no contare con garantías suficientes, de *mantener activos libres de gravámenes por un monto superior o igual a los pasivos exigibles no garantizados* o, en su defecto, *prohibición de caucionar el pago de deudas propias o de terceros sin que simultáneamente se constituyan garantías reales o personales, al menos proporcionalmente equivalentes, a favor de los tenedores de bonos*; c. Estipulación en cuanto a que *el pago de capital no amortizado e intereses devengados se podrá exigir anticipadamente si el emisor no pagare oportunamente una obligación importante o si otros acreedores hacen uso de su facultad para exigir anticipadamente el pago de sus respectivos créditos*; d. Estipulación respecto a poder *exigir anticipadamente el pago del capital no amortizado e intereses devengados si se acordare la reducción del plazo de duración de la sociedad y éste fuere menor que el plazo que falte para el vencimiento de los bonos; o si se produjere la disolución anticipada de la sociedad*; e. Procedimientos establecidos *en caso de fusión, transformación o división de la sociedad emisora, o cuando la sociedad hiciere aportes a sociedades que afectaren en forma significativa la estructura de los activos del emisor*; f. Compromisos del emisor a *mantener los seguros mínimos necesarios para proteger sus principales activos operacionales* y de velar por el cumplimiento de esta restricción por parte de sus filiales; y g. Restricción respecto de *inversiones en instrumentos representativos de deuda emitidos por personas relacionadas a la sociedad y sobre el otorgamiento a éstas de préstamos que sean ajenos a la operación comercial normal del emisor* y compromiso de velar por el cumplimiento de esta condición por parte de sus filiales. En cuanto a la emisión de efectos de comercio, estos son: a. Restricciones del emisor en cuanto a *mantener un índice mínimo de liquidez*; b. Estipulación en cuanto a que *el pago de capital no amortizado e intereses devengados se podrá exigir anticipadamente si el emisor no pagare oportunamente una obligación importante o si otros acreedores hacen uso de su facultad para exigir anticipadamente el pago de sus respectivos créditos*. Para estos efectos, se considerará que una obligación es importante si representa más del 3% de los activos totales individuales del emisor; y c. Restricción respecto de *inversiones en instrumentos representativos de deuda emitidos por personas relacionadas a la sociedad y sobre el otorgamiento a éstas de préstamos que sean ajenos a la operación comercial normal de emisor*,

financieros con un financista; patrimonios mínimos sumado a otras garantías, con otro, y suma de todas ellas con un tercero, entre otras modalidades¹⁴.

Considerando que los covenants son de naturaleza contractual, en tanto son cláusulas accesorias al contrato principal de financiamiento, que tienen por objeto asegurar el cumplimiento de la obligación de pago, en su celebración se deben cumplir con las normas establecidas en nuestro ordenamiento jurídico para la validez de dichos actos jurídicos, especialmente el art. 1445 y siguientes del Código Civil.

Por tanto, junto con que sea legalmente capaz y actúe estando facultado para representar actos en nombre de otra persona, en cuanto a su consentimiento éste debe ser serio y exento de los vicios de error, fuerza y dolo¹⁵, según el art. 1451. Así también, se debe tener especial atención en cuanto a la licitud de la causa y objeto del contrato. Normativamente se entiende por ilícita aquella que contraviene al derecho público chileno (art. 1462) y aquella que se encuentra prohibida por ley, contraria a las buenas costumbre o al orden público, respectivamente (art. 1467), pudiéndose configurar alguna en cuanto al establecimiento de una cláusula restrictiva que prohibiere obligaciones establecidas por ley (v. gr. La obligación de las Sociedades Anónimas abiertas de distribuir anualmente como dividendo entre sus accionistas a lo menos el 30% de las utilidades líquidas¹⁶, en relación a la cláusula de Restricción a los repartos de dividendos mientras se encuentre pendiente la obligación de pago¹⁷).

En cuanto a las consecuencias del incumplimiento de los covenants, es menester distinguir entre la solución que las propias partes hayan estipulado en

¹⁴ Caso CENCOSUD. Disponible en Superintendencia de Valores y Seguros. Emisiones de Bonos.

¹⁵ El error vicia el consentimiento en los casos de los arts. 1453 a 1455. La fuerza es vicio del consentimiento si es ilegítima, grave y determinante en la celebración del contrato, según los arts. 1456 y 1457; y el dolo, si es obra de una de las partes y determinante para su celebración, según el art. 1458.

¹⁶ Artículo 79, de la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas.

¹⁷ La solución a dicha problemática se presenta con la adopción de un acuerdo que limite dicha distribución por la unanimidad de la junta respectiva (Art. 79 de la Ley N° 18.046).

caso de incumplir un covenant y las consecuencias generales derivadas del contrato.

En relación a la solución que emisor y financista pacten en caso de incumplir una cláusula accesoria estipulada en el contrato de financiamiento, esto es el covenant, típicamente acarreará la exigibilidad inmediata del pago del total de la deuda, por tanto nos encontramos en este caso ante una cláusula de aceleración o de caducidad convencional del plazo¹⁸. De esta forma, a modo de ejemplo, si el emisor no cumple con su obligación de mantener su endeudamiento dentro del marco del ratio acordado según su patrimonio neto, el inversionista podrá solicitar entonces la exigibilidad inmediata del pago total de lo adeudado.

En cuanto al mismo incumplimiento bajo la perspectiva general de los contratos, se debe analizar la naturaleza de la obligación estipulada, pues dependiendo si corresponde a obligaciones de hacer (covenants imperativos, en caso de que ordenen la ejecución de algún acto o celebración de contrato) u obligaciones de no hacer (o covenants prohibitivos, si consisten en la mera proscripción de determinada conducta) nuestro ordenamiento realiza un tratamiento diverso, otorgándole diferentes derechos del acreedor. De esta forma si nos encontramos frente a covenants imperativos, se aplicará el artículo 1553 del C.C. pudiendo solicitar conjuntamente con la indemnización de la mora: i. El apremio del deudor para la ejecución de hecho estipulado; ii. Autorización para hacer ejecutar lo convenido por un tercero a expensas del deudor; o iii. La indemnización íntegra de los perjuicios, salvo en lo correspondiente al daño moral. Ahora bien si se trata de covenants prohibitivos según el artículo 1555 del C.C. el acreedor puede solicitar la indemnización íntegra de los perjuicios, en caso que no pueda deshacerse lo hecho. En caso contrario y siendo necesaria su destrucción, deberá procederse a ello,

¹⁸ EXCMA. CORTE SUPREMA. La cláusula de aceleración es el "pacto en que las partes convienen anticipar el cumplimiento de una obligación que se ha diferido en el tiempo, cuando el deudor incurre en alguna de las situaciones fácticas previamente acordadas, generando la caducidad del plazo que el deudor tenía para satisfacer la deuda, lo que implica que la obligación en ese momento se hace exigible y el acreedor queda facultado para ejercer las acciones que el ordenamiento jurídico le confiere para obtener el pago de su acreencia. Revista de Derecho y Jurisprudencia. T. 95. Sec. 1º. p. 192.

obligándose al deudor o autorizando al acreedor para que lo realice a expensas del deudor.

De lo anterior se deduce que las soluciones otorgadas por la normativa nacional ante el posible incumplimiento, motivan la adopción de soluciones propias como la cláusula de aceleración o de caducidad convencional del plazo, pues no satisfacen de forma adecuada las necesidades de los acreedores, en el sentido de que puede carecer de todo sentido compeler al deudor a realizar el hecho acordado o que lo realice un tercero a costas de éste, pues el riesgo ya se materializó, y en dicho caso procede la exigibilidad inmediata del pago total de lo adeudado de forma anticipada o en su caso la renegociación de los términos en condiciones más favorables para el financista. Una solución más cercana al modelo normativo, le restaría dinamismo creciente mercado de financiamiento y encarecería los costos de transacción.

Por tanto, podemos concluir que los covenants o resguardos financieros son cláusulas contractuales accesorias al contrato principal de financiamiento, cuya obligación principal es pagar el capital y los intereses en los plazos acordados, que nacen con el objeto de mitigar el conflicto de intereses que poseen los emisores e inversionistas, manteniendo la solvencia del emisor, en los cuales el emisor se obliga a hacer o no hacer determinados actos que pueden o no tener una razón financiera y cuyo incumplimiento permite la exigibilidad inmediata del pago de la deuda. Las características particulares del emisor y las condiciones de plazos del instrumento determinarán los tipos de resguardos exigidos en cada caso por el acreedor y considerando que son una materialización de la autonomía de la voluntad es posible incorporar los más diversos contenidos en los covenants, según las necesidades e intereses que posean.