

---

## Criterio: Contratos de Emisión – Declaraciones y Garantías, Covenants y Eventos de Default

---

Un contrato de emisión es un documento formal bajo el cual se detallan las características de la emisión, estableciendo derechos y protecciones a los tenedores de deuda. Los contratos de emisión establecen los derechos de los tenedores de deuda, definiendo ciertas restricciones a las operaciones del emisor y a las actividades de financiamiento, asignando restricciones relativas de endeudamiento, y otorgando derechos y períodos específicos para subsanar disposiciones infringidas por el emisor. Los contratos de emisión normalmente son documentos complejos y de suma importancia. Sin embargo, para propósitos de clasificación, se consideran tres aspectos relevantes de los contratos de emisión: Declaraciones y Garantías, Covenants y Eventos de Default.

### **DECLARACIONES Y GARANTÍAS**

Las Declaraciones y Garantías (también conocidas como Aseveraciones) se refieren a la formalización de hechos, opiniones y estimaciones, que los inversionistas exigen los emisores establezcan por escrito como condición de financiamiento. Las Declaraciones y Garantías por lo general abarcan puntos tales como la existencia y solvencia del emisor, la capacidad para abordar la transacción, y las estipulaciones de exigibilidad de los contratos de emisión. Las Declaraciones y Garantías suelen abordar temas relevantes para que se pueda realizar la transacción.

### **COVENANTS**

Los covenants son compromisos asumidos por el emisor con los tenedores de deuda. Están diseñados para proteger el instrumento financiero según lo establecido en el Contrato de Emisión. Esto se logra controlando posibles cambios que puedan ocurrir en la estructura de capital u operaciones que realice el emisor. Cuando los Covenants estipulan que el emisor debe seguir una determinada acción, son denominados como Covenants Positivos. Los Covenants Positivos más frecuentes son aquellos donde el emisor debe pagar obligaciones hasta el vencimiento del Contrato de Emisión, y mantener su existencia como tal. Cuando los Covenants no conllevan a una determinada acción son denominados como Covenants Negativos. Los Covenants Negativos usuales incluyen la prohibición de emitir deuda adicional o de enajenar parcial o totalmente los activos del emisor.

Los Covenants relacionados a la situación financiera de la Compañía son conocidos como Covenants Financieros y pueden ser Covenants Positivos o Covenants Negativos. Los Covenants Financieros normalmente contemplan ratios

financieros, como niveles de deuda, niveles de liquidez u otros indicadores de solidez financiera que el emisor debe cumplir. Los Covenants Financieros desempeñan un rol importante, al determinar la holgura que tiene el emisor cumpliendo su obligación financiera, o bien cuán ajustado se encuentra para dar cumplimiento a ésta. Cualquier emisión futura de la deuda no debe incumplir los contratos financieros existentes.

La mayoría de los Contratos de Emisión incluyen una variedad de Covenants Positivos y Negativos. Es normal, por ejemplo, que emisores con una alta clasificación de riesgo, tengan Covenants menos restrictivos que emisores con clasificaciones de riesgo más bajas, quienes tienen Covenants más estrictos.

Aunque los covenants por sí solos no cambian la calidad crediticia del emisor, sí pueden darle cierta estabilidad a la clasificación dado que la compañía se siente limitada a moverse en ciertos rangos financieros y a no tomar medidas que sean consideradas negativas para los Tenedores de Bonos, que podrían aumentar el perfil de riesgo de la entidad.

Hay casos en que los covenants restringen excesivamente la flexibilidad de un emisor en períodos difíciles. Restricciones excesivas a los covenants financieros pueden dificultar la recapitalización o reestructuración de la compañía. Lo anterior deja al emisor en una disyuntiva entre incumplir Covenants existentes (enfrentando una potencial causal de incumplimiento de la deuda) o bien, tomar las medidas necesarias para su reestructuración. De esta manera, cláusulas excesivamente restrictivas pueden agregar presión adicional sobre las clasificaciones de riesgo en momentos de estrés financiero.

Existen limitaciones importantes para hacer valer los Covenants. Generalmente, se requiere la aprobación de un determinado porcentaje de los tenedores de deuda. Esto puede ser un problema significativo si se requiere una acción inmediata. Una vez que se toman medidas de ejecución, los conflictos posteriores generalmente se caracterizan por retrasos significativos y costosos, y por lo general hay un grado de incertidumbre sobre el resultado final. En este sentido, en la evaluación de la clasificación del emisor, la protección para los Tenedores de deuda no es impulsada por Covenants propiamente tal, sino por las fortalezas de la compañía.

## **EVENTOS DE DEFAULT**

Un contrato de emisión describirá los eventos de default que permitirá al representante de los tenedores de deuda, acelerar el vencimiento de los títulos y exigir el pago total inmediato.

## CRITERIOS DE CLASIFICACIÓN

Criterio: Contratos de emisión – Declaraciones y Garantías, Covenants y Eventos de Default

Creación: Diciembre 2014

Última Actualización: Enero 2018



Ciertos eventos de default pueden considerarse estándar y se mencionan en las cláusulas finales del contrato de emisión. Se incluyen el incumplimiento respecto al pago de una obligación en el momento que corresponde, el incumplimiento de algún covenant o si una Declaración y Garantía establecida es de carácter ficticia. Una causal de incumplimiento también se da en circunstancias en que el emisor entra a un proceso de quiebra legal, ya sea voluntariamente o como consecuencia de las acciones de los acreedores.

Causales de incumplimiento que hacen referencia a otra entidad (generalmente filiales) y a las deudas de éstas, se conocen como *cross default*. Lo anterior significa que ante cualquier incumplimiento por parte de las entidades definidas en el contrato de emisión, se produce el incumplimiento de la obligación del emisor. Ante este hecho, normalmente, existirá un *fee* específico a ser entregado por el emisor para subsanar la causal de incumplimiento, previo a que se declare el evento de default propiamente tal y se acelere la deuda. Si existe un incumplimiento o quiebra de una entidad distinta del emisor, pero relacionada a éste, podría dar lugar a un evento de incumplimiento de acuerdo a lo establecido en el contrato de emisión, pudiendo ser importante para el rating del emisor.

Las causales de incumplimiento pueden estar sujetas a períodos específicos, donde el emisor puede subsanar un incumplimiento, de manera que un evento de default no resultará inmediatamente en un incumplimiento bajo el Contrato de Emisión. Normalmente se proporciona un número de días específico durante el cual el emisor puede tomar medidas para subsanar el incumplimiento.