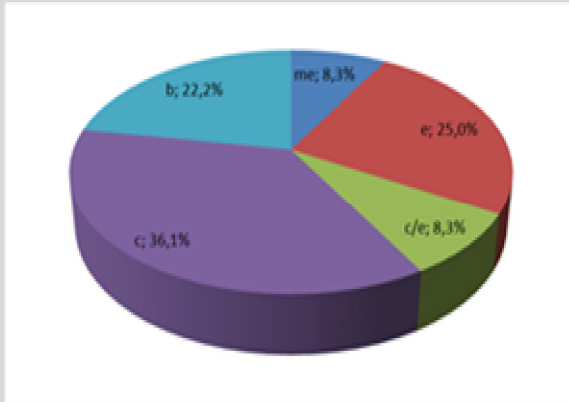


## ¿Logran realmente su objetivo los resguardos financieros en los contratos de emisiones de bonos?

Dentro del contexto de las emisiones de bonos, los resguardos financieros tienen como propósito evitar que las sociedades emisoras alcancen niveles de riesgo que puedan comprometer el pago de sus deudas. Dado ello, es importante evaluar si los *covenants* establecidos logran este objetivo.



De acuerdo con la metodología y los supuestos de evaluación aplicados por **Humphreys** (explicados más adelante), en una muestra de 36 emisores, en el 22,2% de los casos se observó que los resguardos financieros, incluso llegando a su límite, permiten que las sociedades emisoras mantengan un bajo endeudamiento relativo (b); en el 36,1% se logra que los pasivos financieros se mantengan en niveles altamente controlables (c) y en el 8,3% de las situaciones, si bien se eleva la deuda en términos relativos, se mantiene bajo el parámetro de muy controlables (c/e). Desde esta perspectiva, el 66,6% de la muestra evidencia que se cumplen los objetivos perseguidos por los *covenants*.

En contrario, en el 25% de las observaciones se apreció que el endeudamiento relativo alcanzaba elevados niveles (e), permitiendo tener dudas respecto a la eficacia de los resguardos financieros. Asimismo, en el 8,3% de los casos el pasivo financiero llegaba a montos muy elevados (me), pudiéndose aseverar que los *covenants* no lograban cumplir con su propósito. De esta forma, en el 33,3% de las situaciones se puede concluir que los *ratios* a respetar por los emisores no constituían una fuerte protección para los tenedores de bonos.

### Aspectos generales

El uso de los *covenants* en la emisión de instrumentos de deuda, surge de la necesidad que tiene el mercado financiero de disminuir los costos de agencia que se producen entre los accionistas de una compañía y sus bonistas (acreedores). La presente ficha técnica tiene por objeto identificar las principales limitaciones y prohibiciones que las sociedades se imponen al emitir bonos en el mercado chileno y, particularmente, la efectividad de las restricciones o exigencias asociadas a algunos indicadores financieros. Para calificar la eficacia de los *covenants* financieros se asumió que alcanzaban el límite permitido en los respectivos contratos de emisión y, bajo dicho escenario, se midió el impacto sobre la relación deuda financiera a EBITDA (en general, se estresó, según correspondiera en cada caso, el indicador pasivo exigible sobre patrimonio, deuda financiera a patrimonio y/o EBITDA a gastos financieros).

### Resguardos

Sector	Cantidad de Covenants	Q covenants / Empresas
Eléctrico	44	4
Financiero	6	1
Gas	5	3
Holding	5	3
Industrial	11	4
Infraestructura	8	1
Inmobiliario	4	2
Manufactura	21	4
Minería	8	2
Retail	15	4
Sanitario	15	4
Telecomunicaciones	3	1
Transporte	6	3
<b>Total</b>	<b>151</b>	<b>3</b>

### Covenants financieros más usuales según industria

Las estadísticas presentadas nos muestran por industria el número promedio de resguardos financieros entregados a los bonistas.

Los sectores Eléctrico, Manufactura, Industrial, Retail y Sanitario son los que concentran la mayor cantidad de *covenants* por empresa. Por otra parte, las industrias de Telecomunicaciones, Financieras e Infraestructura presentan una menor proporción por compañía.

**Tipos de covenants utilizados por cada sector**

Garantía Activos	Activos Esenciales	Cobertura GF	Dividendos	Endeudamiento	Fuente Ingresos	Patrimonio
Eléctrico	Eléctrico	Eléctrico	Eléctrico	Eléctrico	Retail	Eléctrico
Gas	Inmobiliario	Gas	Sanitario	Financiero		Financiero
Holding		Manufactura		Gas		Holding
Industrial		Minería		Holding		Industrial
Manufactura		Sanitario		Industrial		Inmobiliario
Minería				Inmobiliario		Manufactura
Retail				Manufactura		Minería
Sanitario				Minería		Retail
				Retail		Transporte
				Sanitario		
				Telecomunicaciones		

**La muestra**

La muestra se realizó con 36 empresas pertenecientes al mercado nacional y con emisión de instrumentos de deuda pública. La totalidad de la muestra poseía restricciones al indicador "Nivel de Endeudamiento", mientras que 14 incluían en sus contratos, conjuntamente, *covenant* de "Cobertura de Gastos Financieros" y de "Nivel de Endeudamiento". Las compañías estudiadas se subdividieron en sectores Eléctrico, Financiero, Gas, Holding, Industrial, Inmobiliario, Manufactura, Minería, Retail, Sanitario y Telecomunicaciones. El total de las entidades analizadas sumaban US\$ 61.366 millones en deuda financiera y US\$ 15.270 millones en bonos en el mercado nacional, según datos a marzo de 2014, representando un 46% del total del mercado (US\$ 32.978 millones).

**Metodología**

La metodología utilizada consta de dos etapas. La primera se aplicó a la totalidad de las empresas de la muestra dado que todas contaban con *covenant* de nivel de endeudamiento. La segunda etapa se realizó sólo para las que adicionalmente contaban con restricciones al índice de "cobertura de gastos financieros".

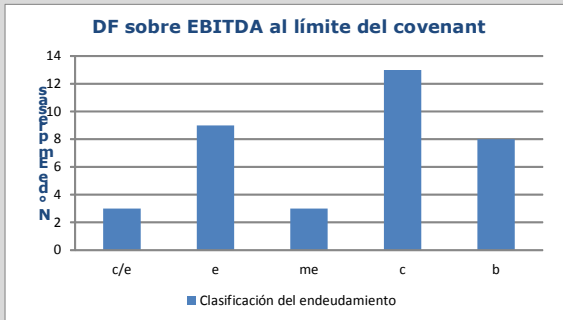
La primera fase del análisis consistió en efectuar una variación simulada a cada una de las 36 compañías, de la Deuda Financiera (DF) o del Pasivo Exigible (PE), según correspondiera, para provocar que el índice de endeudamiento llegase al límite establecido en el contrato de emisión. De esa forma y basándonos en el principio contable de partida doble, se aumentó en igual magnitud los activos de la firma. Una vez desarrollado este proceso, se utiliza el promedio de los *ratios* históricos de "Ingresos sobre Activos" y de "EBITDA sobre Ingresos" para calcular el efecto del mayor endeudamiento (y mayor activo) en el ingreso y en el EBITDA. Posteriormente se obtiene la variación de los Gastos Financieros (GF) producto del aumento del pasivo financiero, en función del *ratio* promedio histórico "GF sobre DF".

Al tener la variación del pasivo, del EBITDA y de los GF, se pueden obtener los *ratios* estresados de "EBITDA sobre GF" y el de "DF sobre EBITDA". Adicionalmente en el estudio se analiza la situación de los emisores bajo el supuesto que los nuevos activos tienen una rentabilidad del 0% (efecto nulo en el EBITDA).

La segunda fase del análisis consistió en calcular la variación que tendría que experimentar el EBITDA (sólo para las 14 empresas que cuentan con el *covenant* de cobertura de GF), para provocar que el *ratio* de "cobertura de gastos financieros" llegase al límite establecido por contrato (*ceteris paribus* el GF). Determinada la variación en el EBITDA, se extrapola la variación respectiva en el resultado operacional y en la utilidad y así medir su efecto sobre el patrimonio y sobre el *ratio* de endeudamiento establecido en el contrato de emisión. Asimismo, al igual que en la primera fase, se mide el *ratio* de DF sobre EBITDA sensibilizado.

La eficacia de los *covenants*, alcanzado su máximo o mínimo permitido, se midió en función de su efecto sobre la relación DF/EBITDA para las 36 empresas de la muestra. Así, dados los niveles del *ratio*, los emisores fueron divididos en cinco categorías según su endeudamiento relativo (Metodología **Humphreys** que considera tanto variables individuales de la compañía como variables de la industria):

- i) c/e: Controlable, pero elevado
- ii) e: Elevado
- iii) me: Muy Elevado
- iv) c: Controlable
- v) b: Bajo

**Resultados de la evaluación**


Dada la evaluación, encontramos que existen tres empresas que al llegar al límite del *covenant* de endeudamiento, exhibirían un endeudamiento – medido como DF sobre EBITDA– muy elevado (me). De la misma forma habría nueve firmas con un nivel de deuda elevado (e), tres compañías con un rango controlable pero elevado (c/e), trece con un grado controlable (c) y ocho con bajo grado de endeudamiento (b).

Sector	me	e	c/e	c	b
Eléctrico	0	4	1	5	0
Financiero	0	0	0	0	1
Gas	0	0	0	0	2
Holding	0	0	1	0	0
Industrial	1	0	0	0	2
Infraestructura	0	0	0	0	0
Inmobiliario	1	0	0	1	0
Manufactura	0	2	1	3	0
Minería	0	0	0	1	1
Retail	0	1	0	1	1
Sanitario	1	1	0	2	1
Telecomunicaciones	0	1	0	0	0
Transporte	0	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>3</b>	<b>13</b>	<b>8</b>

Sector	Ambos Covenants	Covenant de nivel de endeudamiento
Eléctrico	5	10
Financiero	0	1
Gas	1	2
Holding	0	1
Industrial	0	3
Infraestructura	0	0
Inmobiliario	0	2
Manufactura	3	6
Minería	1	2
Retail	0	3
Sanitario	4	5
Telecomunicaciones	0	1
Transporte	0	0
<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>36</b>

Los resultados nos indican, en su gran mayoría, que cuando se sensibiliza el *ratio* de endeudamiento y lo llevamos al límite establecido por el *covenant*, la relación DF sobre EBITDA es más baja en comparación al escenario de sensibilizar el *ratio* de cobertura de GF. En ninguna de las 14 empresas analizadas que tienen los dos *covenants* predominó el de cobertura de GF, adicionalmente al realizar el *ratio* "DF sobre EBITDA" suponiendo 0% de aumento en EBITDA, tenemos que en sólo una compañía predomina lo antes mencionado.

**Contactos**

Carlos García B. / Luis Felipe Illanes Z.  
 Tel. (56) 22 433 52 00  
 carlos.garcia@humphreys.cl  
 luisfelipe.illanes@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono: (56) 22 433 52 00- Fax (56) 22 433 52 01

[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

<http://www.humphreys.cl>

**Anexo I**
**Anexo II**

La muestra del estudio se compone por las emisiones de instrumentos de deuda de las siguientes empresas:

Sector	Empresa
Eléctrico	Gener
Minería	CAP
Eléctrico	Colbún
Gas	Metrogas
Sanitario	Nuevosur
Eléctrico	Saesa
Industrial	Carozzi
Holding	Copec
Eléctrico	Enlasa
Financiero	Forum
Gas	Gasco
Sanitario	Aguas Andinas
Eléctrico	CGE
Manufactura	CCU
Manufactura	Embotelladora Andina
Eléctrico	Endesa
Sanitario	Essbío
Sanitario	Esvál
Manufactura	Inversiones CMPC
Eléctrico	Inversiones Eléctricas del Sur
Sanitario	Inversiones Southwater
Eléctrico	Compañía Fuerza Eléctrica
Inmobiliario	Plaza
Retail	Ripley Chile
Retail	Falabella
Industrial	Sigdo Koppers
Minería	Soquimich
Inmobiliario	Walmart Chile Inmobiliario
Retail	Cencosud
Manufactura	Celco
Manufactura	Cristalerías
Industrial	Indura
Manufactura	Masisa
Telecomunicaciones	Telefónica
Eléctrico	Transelec
Eléctrico	Transnet

Empresa	Bonos (Mercado chileno) en MM\$ a marzo-14
Gener	192.463
CAP	95.446
Colbún	290.458
Metrogas	153.000
Nuevosur	98.074
Saesa	123.194
Carozzi	75.336
Copec	198.422
Enlasa	35.872
Forum	262.387
Gasco	114.114
Aguas Andinas	481.954
CGE	152.622
CCU	73.612
Embotelladora Andina	248.856
Endesa	316.208
Essbío	172.030
Esvál	252.636
Inversiones CMPC	425.735
Inversiones Eléctricas del Sur	267.613
Inversiones Southwater	261.350
Compañía Fuerza Eléctrica	48.599
Plaza	478.059
Ripley Chile	53.826
Falabella	231.324
Sigdo Koppers	118.184
Soquimich	290.828
Walmart Chile Inmobiliario	91.596
Cencosud	696.587
Celco	414.296
Cristalerías	87.314
Indura	71.646
Masisa	210.634
Telefónica	192.630
Transelec	1.008.737
Transnet	130.747