

# Dilema 56

**Autores responsables:**

Harold López  
Iván Abarca  
José Salazar

Caso ficticio, creado con fines académicos



## Gestión de covenants

### ¿Contabilidad creativa o falseamiento de datos?

Hechtel-Eksel S.A es un holding inmobiliario que se compone de distintas empresas relacionadas al rubro, con más de 40 años de historia y reconocimiento a nivel nacional por su calidad y eficiencia. El resultado de sus proyectos se puede explicar, en parte, por la posición conservadora que históricamente han tomado sus gerentes en las operaciones y finanzas. A esto se suma la adjudicación de numerosas licitaciones estatales, principalmente debido a que las tasas de cumplimiento en plazos de entrega y pagos a proveedores superan ampliamente a la competencia. Sin embargo, de forma imprevista, actualmente se enfrentan a problemas financieros que requieren medidas inmediatas y efectivas para sobrellevar las complicaciones relacionadas. Mario, Gerente de Finanzas de la compañía, se enfrenta a restrictivos covenants en los pasivos de largo plazo de la empresa, y a la presión de sus superiores, quienes lo incentivan a utilizar artilugios contables para evitar el incumplimiento de los compromisos de la empresa con sus acreedores. ¿Qué debería hacer Mario ante esta situación?

La empresa chilena Hechtel-Eksel S.A fue fundada en el año 1975. Desde entonces ha logrado buenos resultados, que han impactado positivamente en su reputación de marca entre los consumidores. Actualmente, la empresa cuenta con oficinas localizadas en el centro de Santiago, empleando a más de 7.000 personas, entre operarios,

constructores, ingenieros y arquitectos. Incluso, es usual que el Estado de Chile les adjudique licitaciones de proyectos complejos a lo largo del país, entre los que se encuentran hospitales, edificios institucionales, colegios y municipalidades. En términos de estructura organizacional, la empresa cuenta con un directorio<sup>1</sup>, un

<sup>1</sup> Los miembros del directorio son elegidos anualmente por la Junta Ordinaria de Accionistas. Entre sus principales funciones se encuentran la fijación de objetivos, políticas y estrategia. Para cumplir con sus obligaciones, los miembros deben reunirse mensualmente para analizar el desempeño de la empresa, sus riesgos, estrategia y plan de acción a mediano y largo plazo.

gerente general y tres gerencias de área que reportan directamente al gerente general<sup>2</sup>.

María Urrutia se desempeña como Gerente General Corporativa de la compañía desde hace aproximadamente 5 años. Su trabajo se ha caracterizado por una fuerte orientación hacia los resultados fijados por el Directorio, razón por la cual es muy exigente con el equipo que tiene a cargo. Dentro de sus funciones se encuentran: dirigir, supervisar y controlar el funcionamiento de la empresa, con foco en la maximización de beneficios; operativizar y supervisar el cumplimiento de las normas técnicas y los procesos legales; establecer lineamientos presentes y futuros de la empresa; resguardar imagen corporativa; recibir información constante sobre el avance y estado de los proyectos.

Mario Sepúlveda, ingeniero de profesión, se ha convertido en su mano derecha desde que fue ascendido como Gerente Corporativo de Finanzas, hace tres años. De hecho, fue ella misma quien sugirió su nombre cuando se produjo la vacante, debido a la alta valoración que tenía de su trabajo, no sólo respecto a elementos técnicos, sino que también a habilidades interpersonales sobresalientes con colegas y superiores. María ha sido estratégica en este sentido, puesto que sabe la importancia de establecer buenas relaciones fuera del espacio laboral, por ejemplo en asados y fiestas, para el logro de relaciones de confianza orientadas a la toma de decisiones. Dos años atrás, como premio a su buen desempeño y resultados, María consiguió financiamiento completo para que pudiera realizar un MBA que era de mucho interés para él. Esto generó que Mario aumentara su compromiso con la empresa, lo que ha sido reconocido y valorado por sus superiores.

En aquel entonces, la empresa estaba muy bien posicionada. Por esta razón y buscando expandir su participación de mercado fuera de la Región Metropolitana, inició la adquisición horizontal de una compañía inmobiliaria de la zona sur de Chile. Sin embargo, transcurrido un año, esta inversión no ha traído los resultados esperados: los ingresos han crecido con las

tendencias del mercado, pero no ha sido posible traspasar este crecimiento a los resultados finales, complicando la situación financiera de la inmobiliaria. En este escenario, la Gerencia Corporativa de Finanzas ha adquirido aún más relevancia, puesto que ha debido cumplir y solventar las exigencias de endeudamiento que ha adquirido la empresa a través de bonos o préstamos corrientes.

Al revisar los estados financieros, en diciembre de este año, Mario se da cuenta de que el indicador de Cobertura de Gastos Financieros Netos<sup>3</sup> estaba a punto de bajar de las 3 veces, mínimo exigido en las emisiones de bonos generados por la empresa, que es un covenant<sup>4</sup> estricto para evitar una multa, aceleración de deuda y daño reputacional. El escenario es complejo debido a que se aproximan los cierres contables del año y la correspondiente entrega de resultados. Pese a que los ratios se encuentran sobre los mínimos y máximos exigidos, Mario se encuentra confiado en la venta de unos terrenos de la compañía que están pendientes. Lamentablemente, días más tarde, mientras se encuentra gestionando los cierres junto a sus analistas, uno de sus socios clave le informa que deberá aplazar la compra de un terreno que Hechtel-Eksel estaba ofertándole. La venta de concretarse, entonces, se realizaría en el siguiente periodo.

Como consecuencia, el tiempo no es suficiente para realizar la venta antes del cierre del ejercicio o encontrar a un comprador alternativo, debido al tamaño y las condiciones del activo. Esto toma por sorpresa al equipo, pues era considerada una venta "segura" que otorgaría los ingresos suficientes para mantener los covenants en números positivos. Mario está muy preocupado, puesto que se encuentran al borde de incumplir con los límites establecidos en los covenants, y también porque María le ha recordado su responsabilidad como Gerente Corporativo de Finanzas, exigiéndole encontrar rápidamente una solución para evitar el default técnico<sup>5</sup>.

Además, se ha enterado de que, a razón de la caída de este comprador, el mercado ha reaccionado recortando un 20% el precio de las acciones y los acreedores se

2 Anexo 1: Organigrama de la empresa.

3 Cobertura de Gastos Financieros = EBITDA/Gastos Financieros Netos anuales.

4 Covenant: cláusula restrictiva en un contrato de deuda. Su objetivo es incentivar un buen comportamiento de pago así como proveer garantías a acreedores (Medina, 2015).

5 Se produce cuando se incumple una condición del contrato de crédito (o covenant) sin necesariamente dejar de hacer los pagos comprometidos. Generalmente un default técnico gatilla la cláusula de aceleración de deuda, la cual implica que el acreedor está facultado de exigir los pagos actuales y futuros del instrumento de deuda (bono).

encuentran siguiendo de cerca los indicadores por temor a un incumplimiento cruzado o cross default<sup>6</sup>. En las gerencias el estrés es evidente, ya que al incumplir alguno de los covenants los acreedores se encuentran en pleno derecho de exigir la devolución total de la deuda adquirida, lo que podría comprometer los proyectos de otras áreas y la empresa en su totalidad. Mario anticipa que las consecuencias de un default técnico serían el alza de interés de la tasa que le otorgan a la empresa, pérdida de la confianza ante los acreedores y potencialmente una cesación de pagos si los acreedores deciden ejercer el total de la deuda, pues no disponen del circulante necesario para pagar inmediatamente. En el peor de los escenarios, la empresa no tendría capacidad para pagar y, al acumular una morosidad suficiente, podría declararse en incumplimiento, entrando en un proceso de reorganización judicial o una liquidación forzosa (lo que antes era llamado “quiebra”<sup>7</sup>).

Dentro de sus opciones se encuentra negociar un Waiver<sup>8</sup> con los acreedores, transparentando al mercado que la empresa no se encuentra bien financieramente en el corto plazo, pero que esto mejorará ante la consolidación de los proyectos en desarrollo y la reestructuración y estabilización de las nuevas adquisiciones. Sin embargo, esto significaría costos significativos para la empresa, que no estaban contemplados, tanto por concepto de repactación de la deuda misma, reputación en el mercado y tiempo de negociación de los ejecutivos de la empresa.

Otra posibilidad consiste en registrar la venta del terreno, como si se hubiera realizado, y reconocer el ingreso, puesto que por el atractivo del activo éste se venderá en el corto plazo, influyendo favorablemente en la contabilidad, como sugiere el real earning management<sup>9</sup>

que aprendió en su MBA. De esta forma, no se incumpliría el covenant y se evitarían las consecuencias financieras y la imagen sólida que proyecta Hechtel-Eksel en el mercado. Mario reflexiona que esta decisión se vería sustentada en el marco regulatorio (siendo legal y contablemente defendible), además, nadie saldría perjudicado, ya que el ratio financiero se cumpliría en un tiempo más con alta seguridad. De este modo, no estaría “falseando” información, puesto que el terreno efectivamente se va a vender cuando el comprador esté en condiciones de hacerlo. Esto, considerando que “sólo se ha aplazado la compraventa”.

Por otra parte, si se espera una situación de insolvencia, la reestructuración necesariamente considerará este activo como liquidable. Luego, para ser vendido en los plazos exigidos, tendría que reducir su precio para hacer frente al requisito de liquidación, lo que se conoce como fire sale<sup>10</sup>. Como resultado, en tal escenario, la posibilidad de pago es incluso menor para sus acreedores; mientras que si se realiza la pensada contabilización de la venta no hay alarma ni riesgo a los acreedores.

Esta alternativa de registrar la venta, en cuanto a la contabilidad, se podría respaldar en lo que indica la NIC 18<sup>11</sup> para la venta de bienes, siendo posible considerarlo como ingreso en cuanto a que la venta no implica transferencia al comprador y requiere un “examen de las circunstancias de la transacción” (numeral 15). Adicionalmente, todos los alcances del numeral 14 le permitirían clasificarlo como ingreso. Mario piensa que, de acuerdo a la interpretación del numeral 17, y en base a su experiencia, podría justificar ante el Directorio y los supervisores que los riesgos de la venta son insignificantes. Desde su análisis, el flujo de efectivo existiría, pero en un plazo y con alta certeza; por otra

6 *Cross-Default: Disposición indicada en un contrato de deuda que indica que se considera un incumplimiento cuando hay un default en otra deuda (específica o cualquiera). (Investopedia, s.f.)*

7 *En octubre de 2014 se sustituye la ex Ley de Quiebras por la Ley de Insolvencia y Reemprendimiento (Ley N° 20.270) bajo el objetivo de reorganizar personas jurídicas financieramente viables y liquidar en forma eficiente aquellas que no lo son. Además, como novedad contempla un procedimiento para personas naturales, las cuales podrán hacer acuerdos y liquidaciones con sus acreedores. Para personas jurídicas, la ley ofrece un periodo de protección financiera concursal, en el cual el deudor tendrá algunos beneficios para el pago de su deuda, promoviendo que se diseñe una propuesta de reorganización y apuntando a la continuidad de las operaciones de la entidad.*

8 *Waiver: Las partes pueden renunciar a sus derechos de pedir de forma anticipada la deuda a través de un acuerdo expreso. (Cornell Law School, s.f)*

9 *Real earnings management: corresponde a realizar actividades reales y otras decisiones con el objetivo de influir en los estados financieros contables. No hay un consenso general de si es una buena política administrativa o si exacerba la visión de corto plazo de las organizaciones. Sin embargo, Huang y Sun (2017) consideran que esta práctica impacta menos en empresas con ejecutivos que tienen mejores habilidades, en vez de atribuirse a condiciones específicas de la industria o de la firma que realiza esta actividad.*

10 *Fire Sale: Venta de un bien o activo a un precio considerablemente menor o descontado. Su nombre original proviene de bienes dañados por el fuego, pero representa una liquidación en situación de estrés financiero. (Investopedia, s.f.)*

11 *Anexo 2 detalla el tratamiento contable según la NIC 18 para la venta de bienes.*

parte, los gastos de la venta ya son conocidos y bien calculados. Con todo, el objetivo se cumpliría, de crear un ingreso y elevar el resultado operacional (EBIDDA) aplicable al covenant en cuestión.

Finalmente, aunque el requisito del covenant no apunta a la liquidez, cree que una tercera alternativa sería levantar capital emitiendo nuevas acciones, descartando bonos o instrumentos de deuda por su efecto en los gastos financieros. A pesar que esto no aumentaría su posibilidad de incumplimiento en la Cobertura de Gastos Financieros, se reduce la presión pues garantizarían los pagos al acreedor y se podría incluso negociar mejor el waiver. Sin embargo, este proceso requiere tiempo en un escenario que exige inmediatez en la toma de decisiones y el permiso de los directores, así como el diseño de un prospecto que califique como atractivo a potenciales inversionistas.

María Urrutia considera que una venta esperada y “altamente probable” contabilizada como ingreso no infringiría los principios contables, y además evita por ahora un default técnico. Por otra parte, como argumenta que la venta solo se ha aplazado, considera que en caso que la venta se caiga en forma definitiva, aquello sería a comienzos del año entrante y podría buscarse otro comprador.

Sea cual sea el escenario, el reconocimiento definitivo del ingreso de flujo de caja sería el año siguiente, mientras que los resultados de este año ya se verían suficientemente buenos para cumplir sus covenants<sup>12</sup>.

*Frente al caso expuesto, ¿cuál es el dilema ético que enfrenta a Mario?*

*¿Cuáles son las alternativas de solución que tiene Mario para resolver este dilema?*

*¿Quiénes son los actores afectados con la posible decisión?*

*¿Cómo podría evitar Mario y la empresa el incurrir en faltas éticas en sus acciones?*

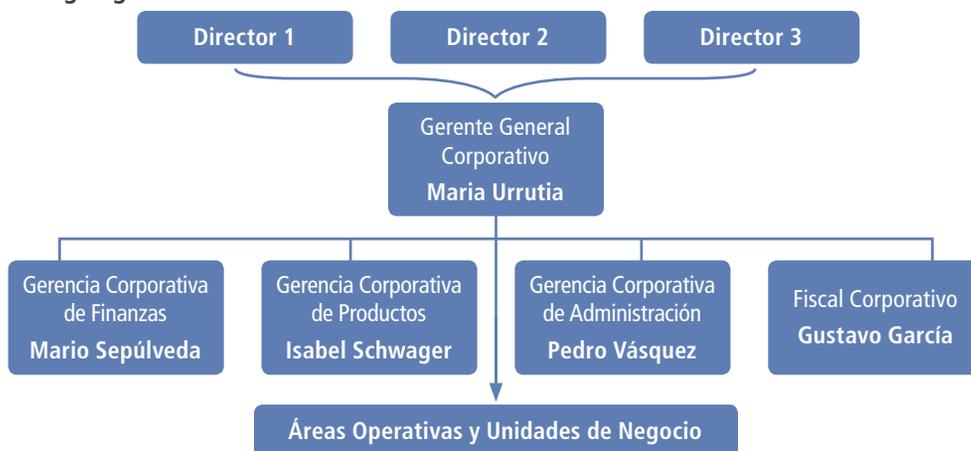
*¿Cuáles son las consecuencias que anticipas para el Gerente de Finanzas y quiénes además de él son responsables en cada una de las alternativas?*

*Como accionista, ¿cómo manejarías los problemas de encubrimiento o confabulación entre directivos?*

*¿Es apropiado contar con una política de real earnings management?*

## Anexos

### Anexo 1: Organigrama de Hechtel-Eksel



Fuente: Elaboración propia

<sup>12</sup> De acuerdo a Dechow, Sloan y Sweeney (1996), esta práctica ocurre, de hecho, las empresas tienden a “manipular” (o administrar) el beneficio hacia arriba para evitar infringir covenants e incurrir en costos de default técnico.

## **Anexo 2: Extracto de "Venta de bienes" en Norma Internacional de Contabilidad (NIC) N° 18 "Ingresos de Actividades Ordinarias"**

14. Los ingresos de actividades ordinarias procedentes de la venta de bienes deben ser reconocidos y registrados en los estados financieros cuando se cumplen todas y cada una de las siguientes condiciones:

- (a) la entidad ha transferido al comprador los riesgos y ventajas, de tipo significativo, derivados de la propiedad de los bienes;
- (b) la entidad no conserva para sí ninguna implicación en la gestión corriente de los bienes vendidos, en el grado usualmente asociado con la propiedad, ni retiene el control efectivo sobre los mismos;
- (c) el importe de los ingresos de actividades ordinarias puede medirse con fiabilidad;
- (d) es probable que la entidad reciba los beneficios económicos asociados con la transacción; y
- (e) los costos incurridos, o por incurrir, en relación con la transacción pueden ser medidos con fiabilidad.

15. El proceso de evaluación de cuándo una entidad ha transferido al comprador los riesgos y ventajas significativos que implica la propiedad requiere un examen de las circunstancias de la transacción. En la mayoría de los casos, la transferencia de los riesgos y ventajas de la propiedad coincidirá con la transferencia de la titularidad legal o el traspaso de la posesión al comprador. Éste es el caso en la mayor parte de las ventas al por menor. En otros casos, por el contrario, la transferencia de los riesgos y las ventajas de la propiedad tendrá lugar en un momento diferente del correspondiente a la transferencia de la titularidad legal o el traspaso de la posesión de los bienes.

16. Si la entidad retiene, de forma significativa, riesgos de la propiedad, la transacción no será una venta y, por tanto, no se reconocerán los ingresos de actividades ordinarias. Una entidad puede retener riesgos significativos de diferentes formas. Ejemplos de situaciones en las que la entidad puede conservar riesgos y ventajas significativas, correspondientes a la propiedad, son los siguientes:

- (a) cuando la entidad asume obligaciones derivadas del funcionamiento insatisfactorio de los productos que no entran en las condiciones normales de garantía;
- (b) cuando la recepción de los ingresos de actividades ordinarias de una determinada venta es de naturaleza contingente porque depende de la obtención, por parte del comprador, de ingresos de actividades ordinarias derivados de la venta posterior de los bienes;
- (c) cuando los bienes se venden junto con la instalación de los mismos y la instalación es una parte sustancial del contrato, siempre que ésta no haya sido todavía completada por parte de la entidad; y
- (d) cuando el comprador tiene el derecho de rescindir la operación por una razón especificada en el contrato de venta, y la entidad tiene incertidumbre acerca de la probabilidad de devolución.

17. Si una entidad conserva sólo una parte insignificante de los riesgos y las ventajas derivados de la propiedad, la transacción es una venta y por tanto se procederá a reconocer los ingresos de actividades ordinarias. Por ejemplo, un vendedor puede retener, con el único propósito de asegurar el cobro de la deuda, la titularidad legal de los bienes. En tal caso, si la entidad ha transferido los riesgos y ventajas significativos, derivados de la propiedad, la transacción es una venta y se procede a reconocer los ingresos de actividades ordinarias derivados de la misma. Otro ejemplo de una entidad que retiene sólo una parte insignificante del riesgo que comporta la propiedad puede ser la venta al por menor, cuando se garantiza la devolución del importe si el consumidor no queda satisfecho. En estos casos, los ingresos de actividades ordinarias se reconocen en el momento de la venta, siempre que el vendedor pueda estimar con fiabilidad las devoluciones futuras y reconozca una deuda por los reembolsos a efectuar, basándose en su experiencia previa o en otros factores relevantes.

18. Los ingresos de actividades ordinarias se reconocerán sólo cuando sea probable que los beneficios económicos asociados con la transacción fluyan a la entidad. En algunos casos, esto puede no ser probable hasta que se reciba

la contraprestación o hasta que desaparezca una determinada incertidumbre. Por ejemplo, en una venta a un país extranjero puede existir incertidumbre sobre si el gobierno extranjero concederá permiso para que la contrapartida sea remitida. Cuando tal permiso se conceda, la incertidumbre desaparecerá y se procederá entonces al reconocimiento del ingreso. No obstante, cuando surge alguna incertidumbre sobre el grado de recuperabilidad de un saldo ya incluido entre los ingresos de actividades ordinarias, la cantidad incobrable o la cantidad respecto a la cual el cobro ha dejado de ser probable se procede a reconocer como un gasto, en lugar de ajustar el importe del ingreso originalmente reconocido.

19. Los ingresos de actividades ordinarias y los gastos relacionados con una misma transacción o evento se reconocerán de forma simultánea; este proceso se denomina habitualmente con el nombre de correlación de gastos con ingresos. Los gastos, junto con las garantías y otros costos a incurrir tras la entrega de los bienes, podrán ser medidos con fiabilidad cuando las otras condiciones para el reconocimiento de los ingresos de actividades ordinarias hayan sido cumplidas. No obstante, los ingresos de actividades ordinarias no pueden reconocerse cuando los gastos correlacionados no puedan ser medidos con fiabilidad; en tales casos, cualquier contraprestación ya recibida por la venta de los bienes se registrará como un pasivo.

Fuente: IASB, 2017.

## Referencias

Cornell Law School. (s.f.). "Acceleration Clause".

Obtenido de [https://www.law.cornell.edu/wex/acceleration\\_clause#Waive](https://www.law.cornell.edu/wex/acceleration_clause#Waive)

Dechow, P., R. Sloan, y A. Sweeney. (1996). "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC". *Contemporary accounting research*. Vol. 13, No.1, pp. 1-36.

Huang, X. y L. Sun. (2017). "Managerial ability and real earnings management". *Advances in Accounting*. Vol. 39, pp. 91-104 Investopedia (s.f.). Term: Cross-Default.

Obtenido de <https://www.investopedia.com/terms/c/crossdefault.asp>

Investopedia (s.f.). Term: Fire Sale.

Obtenido de <https://www.investopedia.com/terms/f/firesale.asp>

International Accounting Estandard Board. (2017). "IAS 18 Revenue".

Obtenido de: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-18-revenue/>

Medina, M. (2015). Funcionamiento de covenants en contratos de deuda en Chile.

Disponible en <http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/137623/Inostroza%20Medina%20Mario.pdf>