



CURSO/GUÍA PRÁCTICA COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS DSCR, LTV, ICR, CURE RIGHTS Y WAIVERS

507 págs.





Todos los derechos reservados. No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, por ningún medio, ya sea informático, electrónico, mecánico, fotocopia, grabación, o cualquier otro, así como su préstamo, alquiler o cualquier otra forma de cesión de uso, sin previa autorización por escrito de los titulares de los derechos de propiedad intelectual.

Esta obra se ha elaborado con fines didácticos, por lo que el editor, autor, o cualquier persona relacionada con la misma se exoneran de toda responsabilidad resultante de las actuaciones de cualquier clase realizadas en base a esta obra, así como de cualquier error u omisión que pudiese contener.

Copyright © inmoley.com

Índice

¿QUÉ APRENDERÁ?.....	24
Introducción.	25
PARTE PRIMERA.	27
FUNDAMENTOS DEL MANUAL DE COVENANTS PARA PROMOTORES: OBJETIVOS, RIESGOS Y LÓGICA CREDITICIA	27
Capítulo 1: El covenant como “sistema de control” en la financiación de promoción inmobiliaria (España y Latinoamérica)	27
1. Qué es un covenant y qué no es (gatillo, ratio, obligación y evento de incumplimiento).....	27
a. Finalidad: anticipación del riesgo y disciplina financiera.....	27
b. Diferencias entre condición precedente, covenant y declaración/garantía	28
c. Lenguaje típico de documentación bancaria y su impacto práctico.....	29
2. Covenants como herramienta de alineación entre promotor, inversor y financiador	30
a. La asimetría de información y el rol del reporting	30
b. Incentivos: distribución de caja, restricciones y control del riesgo	31
c. Gobernanza: aprobaciones, consentimientos y control de cambios.....	32
3. Mapa de riesgos que suelen “cubrir” los covenants en promoción.....	33
a. Riesgos de mercado (ventas, precios, absorción)	33
b. Riesgos de ejecución (coste, plazo, calidad).....	34
c. Riesgos financieros (liquidez, tipos de interés, apalancamiento)	35
4. Principios de diseño: covenants útiles vs covenants “tóxicos”	36
a. Simplicidad medible y definiciones auditables.....	36
b. Evitar ratios imposibles en fase de obra	37
c. El equilibrio entre protección del acreedor y viabilidad del proyecto.....	37
5. Visión internacional: particularidades habituales entre España y Latinoamérica	38
a. Estructuras con SPV, garantías y flujos de caja	38
b. Documentación, prácticas bancarias y exigencias de control	39
c. Entornos de inflación, riesgo país y volatilidad de tipos de interés.....	40
6. Cómo usar esta guía: lectura por fases del proyecto y por objetivos	40
a. Antes de firmar: originación, term sheet y modelización	40
b. Durante obra: seguimiento de hitos, coste y caja	41
c. Explotación o entrega: estabilización, refinanciación y salida.....	42
Capítulo 2: Tipos de financiación y cómo cambian los covenants (deuda senior, mezzanine y estructuras híbridas)	43
1. Financiación promotora tradicional (deuda senior de construcción)	43
a. Disposiciones, hitos y certificaciones	43
b. DSRA/retenciones y control de pagos.....	44
c. Restricciones de distribución y cash sweep.....	45
2. Financiación de inversión y reposicionamiento (rehabilitación y valor añadido).....	46
a. Covenants operativos y de CAPEX	46
b. Métricas de cobertura vinculadas a rentas y ocupación	47

c. Riesgo de ejecución con activos en funcionamiento	48
3. Mezzanine, preferentes y deuda subordinada: covenants “más duros”	48
a. Mayor coste y exigencia de protección contractual.....	48
b. Triggers tempranos y eventos de control.....	49
c. Interacción con senior: intercreditor y cascadas de pago	50
4. Estructuras puente, refinanciación y “take-out” (salidas planificadas)	50
a. Covenants orientados a plazo y liquidez	50
b. Condiciones de refinanciación y obligaciones de mercado.....	51
c. Riesgo de salida y mitigación contractual.....	51
5. Financiación sindicada y fondos de deuda: estandarización vs flexibilidad	52
a. Documentación estandar y negociación realista.....	52
b. Mayor rigor en definiciones, reporting y auditoría	52
c. Gestión de consentimientos y tiempos de decisión	53
6. Checklist conceptual del “covenant package” por tipo de operación.....	53
a. Proyecto residencial build-to-sell	53
b. Build-to-rent / activo en renta con estabilización	54
c. Mixed-use, retail, hotelero y activos con estacionalidad	54
PARTE SEGUNDA.....	56
MÉTRICAS CLAVE DEL MANUAL DE COVENANTS: DSCR, LTV, ICR Y SU INTERPRETACIÓN PROFESIONAL.....	56
Capítulo 3: DSCR (Debt Service Coverage Ratio): cálculo, lectura y trampas habituales	56
1. Definición operativa del DSCR en promoción inmobiliaria	56
a. DSCR vs capacidad real de pago en fase de obra	56
b. CADS (Cash Available for Debt Service) y ajustes típicos	57
c. Periodicidad: test trimestral, semestral o anual.....	59
2. Componentes del numerador: qué caja “cuenta” y qué caja se excluye	60
a. Entradas reales vs contabilizadas	60
b. Tratamiento de impuestos, circulante y anticipos	61
c. Reservas y limitaciones de disponibilidad	62
3. Componentes del denominador: servicio de deuda y su normalización.....	63
a. Principal, intereses, comisiones y derivados	63
b. Escenarios de tipos de interés y coberturas.....	64
c. Perfil de amortización y periodos de carencia.....	64
4. DSCR en proyectos con entrega por fases	65
a. Segregación de flujos por subproyecto	65
b. Interacciones de caja y financiaciones cruzadas	66
c. Riesgo de “mezcla” de unidades y reporting por fase	66
5. DSCR como trigger: lock-up, cash sweep y limitación de pagos	67
a. Niveles: soft trigger y hard trigger	67
b. Escalado de medidas correctivas.....	67
c. Cómo anticipar tensiones de DSCR en el modelo	68
6. Diseño práctico de DSCR: umbrales realistas y coherencia con el business plan	69
a. DSCR mínimo por ciclo del proyecto	69
b. DSCR estabilizado (si aplica) y criterios de mercado	69
c. Validación con sensibilidad, estrés y buffer.....	70

Capítulo 4: LTV (Loan To Value): valoración, apalancamiento y control del riesgo de caída de valor..... 71

1. Qué mide el LTV y por qué es crítico en escenarios adversos	71
a. LTV vs LTC (Loan To Cost) y sus usos	71
b. Apalancamiento y protección del prestamista.....	72
c. Efecto de mercado: yield, tipos de interés y compresión/expansión.....	73
2. Valoración: métodos aceptados y conflictos de interpretación	74
a. Residual, DCF y comparables (según tipología).....	74
b. Valor “as is”, “upon completion” y “stabilised”	75
c. Supuestos sensibles: absorción, precios y coste.....	76
3. Frecuencia de revalorización y quién certifica	76
a. Tasador independiente: alcance y limitaciones	76
b. Conflictos de interés y cláusulas de independencia.....	77
c. Discrepancias: mecanismos de tercero y “averaging”	78
4. Triggers de LTV: prepagos, equity top-up y reducción de riesgo	79
a. Eventos de caída de valor y medidas automáticas.....	79
b. Prepagos obligatorios y cash sweep por LTV	79
c. Equity cure orientado a LTV: aportaciones y timing.....	80
5. LTV en entornos de inflación y volatilidad (Latinoamérica y escenarios mixtos)	81
a. Distorsiones por inflación y actualización de costes	81
b. Riesgo de divisa y valuación en moneda dura.....	82
c. Ajustes de coherencia entre ingresos y deuda	82
6. Diseño robusto del covenant de LTV	83
a. Umbrales por etapa: obra, entrega y estabilización.....	83
b. Definiciones de “Debt” y “Value” a prueba de litigio.....	84
c. Coordinación con DSCR e ICR sin duplicidades.....	85

Capítulo 5: ICR (Interest Coverage Ratio) y covenants de tipo de interés: sensibilidad, hedging y control de tensiones

1. Definición del ICR y su aplicabilidad según tipología de proyecto.....	86
a. ICR vs DSCR: cuándo aporta valor	86
b. Fase de obra vs fase de explotación.....	87
c. Ingresos recurrentes vs ingresos de venta	88
2. Determinación del “beneficio” o “resultado” que cubre intereses	89
a. EBITDA, NOI y métricas equivalentes en real estate	89
b. Ajustes por partidas no recurrentes.....	90
c. Tratamiento de gastos financieros capitalizados.....	91
3. Riesgo de tipos de interés y estrategias de cobertura (caps, swaps)	91
a. Impacto en el denominador y estrés de intereses	91
b. Covenants asociados a la contratación del hedge	92
c. Coste del hedge y su efecto en la rentabilidad del promotor	93
4. Eventos de mercado: cuándo el ICR se vuelve un problema “de repente”	94
a. Subidas rápidas de tipos de interés	94
b. Caídas de ocupación o retrasos de ingresos	94
c. Aumento de OPEX y presión sobre márgenes	95
5. Covenants complementarios: DSRA, límites de endeudamiento y reservas	95

a. Cuentas de reserva y mínimos de liquidez	95
b. Restricciones a endeudamiento adicional.....	96
c. Reglas de caja y priorización de pagos.....	97
6. Diseño práctico y negociable de ICR.....	97
a. Umbrales según activos (renta vs venta).....	97
b. Periodos de gracia y recalibración.....	98
c. Integración con waiver y cure rights.....	99
PARTE TERCERA.....	100
ARQUITECTURA DEL COVENANT PACKAGE PARA PROMOTORES: DEFINICIONES, CÁLCULOS Y COVENANTS NO FINANCIEROS	100
Capítulo 6: Definiciones contractuales: la clave real del manual de covenants	100
1. Anatomía de una definición “bien cerrada”	100
a. Evitar ambigüedades: términos medibles y verificables	100
b. Inclusiones y exclusiones típicas	101
c. Relación con estados financieros y modelo de caja	102
2. Definición de Deuda, Caja y equivalentes	103
a. Qué se considera “Debt” y qué no	103
b. Deuda intragrupo, garantías y pasivos contingentes	104
c. Caja restringida y reservas afectadas	105
3. Definición de Ingresos, costes y margen en proyectos de promoción	106
a. Reconocimiento por hitos vs por entrega	106
b. Coste de obra, imprevistos y contingencias	107
c. Costes indirectos, estructura y “management fee”	108
4. Ajustes permitidos: extraordinarios, no recurrentes y normalizaciones	109
a. Qué ajustes son admisibles y cuáles son “maquillaje”	109
b. Límites cuantitativos (baskets) y documentación	109
c. Auditoría del ajuste: soporte, facturas y trazabilidad.....	110
5. Fechas de test, periodos de cómputo y ventanas de medición.....	111
a. Test “look-back” y “look-forward”	111
b. Rolling 12 months vs periodo fijo.....	111
c. Sincronización con reporting y certificaciones	112
6. Coherencia de definiciones en financiación internacional.....	112
a. Traducciones y equivalencias de conceptos contables	112
b. Unificación para sindicatos o coinversión	113
c. Cláusulas de prevalencia y anexos técnicos.....	113
Capítulo 7: Covenants de obra y ejecución: coste, plazo, CAPEX y control de desviaciones.....	115
1. Covenant de presupuesto: aprobación, cambios y límites	115
a. Presupuesto base, contingencia y reservas.....	115
b. Reglas de variación y umbrales de consentimiento	117
c. Procedimiento de change order y evidencias.....	118
2. Cost to Complete y suficiencia financiera del proyecto	119
a. Definición y forma de cálculo	119
b. Obligación de aportación adicional de equity	120
c. Mecanismos de bloqueo de disposiciones	121
3. Calendario de obra y hitos críticos (plazos como covenant operativo)	122

a. Hitos medibles y verificación por terceros	122
b. Retrasos permitidos y causas justificadas	123
c. Plan de recuperación y obligación de mitigación	123
4. Contratos EPC/CM y riesgos contractuales que impactan covenants	124
a. Garantías, penalizaciones y retenciones	124
b. Subcontratación y cambios de contratista	125
c. Step-in y continuidad del contrato de obra	125
5. Seguros, calidad y cumplimiento técnico como covenants no financieros	126
a. Coberturas mínimas y vigencia	126
b. Control de calidad y certificaciones	127
c. Gestión de siniestros y obligación de información	127
6. Stress test de ejecución: cómo anticipar incumplimientos antes de que ocurran	128
a. Sensibilidades de coste y plazo	128
b. Umbrales de alerta temprana (early warning)	128
c. Medidas preventivas pactadas	129
Capítulo 8: Covenants comerciales y de mercado: preventas, absorción, ingresos y estrategia de salida	130
1. Covenant de preventas / pre-letting y calidad de demanda	130
a. Umbral de preventa y calendario exigido	130
b. Calidad del comprador/inquilino y financiación	131
c. Cancelaciones, morosidad y sustituciones	132
2. Precios, descuentos y control de política comercial	133
a. Límites a descuentos y campañas	133
b. Aprobación de cambios relevantes de pricing	134
c. Control de comercialización y canal de ventas	135
3. Absorción y ritmo de cierre: métricas para evitar sorpresas	136
a. KPIs mensuales y señales de caída de demanda	136
b. Planes de acción y ajustes del business plan	137
c. Escenarios de salida: venta en bloque vs unidad a unidad	137
4. Ingresos por rentas (si aplica) y covenants de estabilización	138
a. Ocupación mínima y rent roll objetivo	138
b. Concesiones, carencias y su impacto real	138
c. NOI y transición a financiación de inversión	139
5. Covenants de desinversión y plazos de salida (take-out)	140
a. Ventanas de refinanciación o venta	140
b. Condiciones de mercado y prórrogas	140
c. Penalizaciones y mecanismos de extensión	141
6. Integración con el modelo financiero del promotor	141
a. Variables que alimentan DSCR, LTV e ICR	141
b. Escenarios y buffers de seguridad	142
c. Documentación de supuestos y trazabilidad	142
PARTE CUARTA.	144
INCUMPLIMIENTOS, CURE RIGHTS Y WAIVERS: CÓMO NEGOCIAR Y SALVAR UNA FINANCIACIÓN SIN DESTRUIR EL PROYECTO	144
Capítulo 9: Reporting, testing y compliance: el día a día del manual de covenants	144

1. Obligaciones de reporting: qué, cuándo y con qué formato	144
a. Estados financieros, cash flow y situación de obra	144
b. Reporte comercial: ventas, leads y cancelaciones	146
c. Reporte técnico: hitos, certificaciones y riesgos	147
2. Certificados de cumplimiento (compliance certificates).....	148
a. Contenido mínimo y responsable de firma	148
b. Soportes documentales y anexos.....	148
c. Responsabilidad por falsedad o error.....	149
3. Mecanismos de verificación: auditoría, control de terceros y visitas	150
a. Auditor externo y alcance de revisión	150
b. Ingeniero independiente / project monitor	151
c. Acceso a información y confidencialidad.....	151
4. Testing de ratios: metodología y resolución de discrepancias	152
a. Cálculo según contrato y reconciliación	152
b. Discrepancias por contabilidad vs caja	153
c. Procedimiento de subsanación de errores	153
5. Alertas tempranas: covenant dashboards y reglas de escalado	154
a. Semáforos y límites internos del promotor	154
b. Comunicación proactiva con financiadores	155
c. Preparación de waiver antes del incumplimiento	155
6. Gobierno interno del promotor para cumplir covenants.....	156
a. Comité de covenants y calendario de control	156
b. Integración con tesorería y obra	157
c. Documentación para decisiones y trazabilidad	157
Capítulo 10: Eventos de incumplimiento (Events of Default) y remedios: impacto económico y operativo.....	159
1. Diferencia entre breach, default y event of default	159
a. Incumplimiento subsanable vs grave	159
b. Periodos de gracia y notificaciones	160
c. Efectos sobre disposiciones y pagos	161
2. Tipología de eventos: financieros, operativos y legales	162
a. Incumplimiento de ratios (DSCR/LTV/ICR)	162
b. Incumplimiento de obligaciones de obra o preventas	163
c. Insolvencia, litigios relevantes y cambios materiales adversos	163
3. Remedios del financiador: bloqueo, aceleración y enforcement	164
a. Suspensión de disposiciones	164
b. Cash sweep y restricciones de distribución.....	164
c. Ejecución de garantías y medidas cautelares	165
4. Consecuencias en cascada: cross-default y reputación del promotor	166
a. Riesgo en otras financiaciones del grupo	166
b. Impacto comercial y contractual con terceros	166
c. Estrategias para contener daños	167
5. Reordenación del plan de negocio tras un default.....	167
a. Priorización de caja y pagos críticos	167
b. Ajuste de obra y negociación con contratistas.....	168
c. Alternativas de refinanciación o socios	168

6. Cómo preparar un “defence file” técnico y financiero	169
a. Evidencias, cronología y causas raíz	169
b. Plan corrector y métricas de seguimiento.....	169
c. Propuesta de waiver o amendment con condiciones.....	170

Capítulo 11: Cure rights y waivers: herramientas contractuales para evitar la ruptura de la financiación172

1. Cure rights: concepto, alcance y límites reales	172
a. Grace periods y mecanismos automáticos	172
b. Equity cure: aportación de fondos y acreditación.....	173
c. Prepagos correctivos y reducción de deuda	174
2. Equity cure bien diseñado: cuándo funciona y cuándo no.....	175
a. Límites de importe y frecuencia	175
b. Tratamiento en el cálculo de ratios.....	175
c. Efectos sobre distribución y governance	176
3. Waivers: temporalidad, condiciones y precio del waiver	177
a. Waiver simple vs waiver condicionado	177
b. Waiver fee y reajustes de margen.....	178
c. Obligaciones de reporting reforzado	178
4. Enmiendas (amendments) y recalibración de covenants	179
a. Ajuste de umbrales y redefiniciones	179
b. Cambio de calendario de test.....	180
c. Nuevas restricciones y compensaciones	180
5. Negociación práctica: estrategia del promotor y del financiador.....	181
a. Preparación del caso y argumentario	181
b. Concesiones aceptables y líneas rojas.....	181
c. Comunicación y gestión del tiempo.....	182
6. Cláusulas de protección del proyecto: standstill y continuidad operativa.....	182
a. Moratorias pactadas y condiciones	182
b. Step-in y continuidad de obra	183
c. Plan de recuperación con hitos medibles	183

PARTE QUINTA.185

CHECKLISTS Y FORMULARIOS DE COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS: DSCR, LTV, ICR, CURE RIGHTS Y WAIVERS	185
---	------------

Capítulo 12: Checklists de originación y due diligence para promotores (antes de firmar)185

1. CHECKLIST. Viabilidad y underwriting del proyecto (mercado, plan comercial, riesgos y mitigaciones).....	185
Sección 1. Datos generales del proyecto y encaje estratégico.....	186
Sección 2. Mercado, producto y precio objetivo (underwriting comercial).....	186
Sección 3. Plan comercial y estrategia de preventas	187
Sección 4. Costes, calendario y viabilidad económica del proyecto	187
Sección 5. Riesgos principales y mitigaciones (matriz “operativa” para comité interno)	188
Sección 6. Conclusión de underwriting y decisión interna	189
2. CHECKLIST. Revisión del modelo financiero (base case) (hipótesis, caja, sensibilidades obligatorias).....	190
Sección 1. Identificación del modelo y control de versiones	190

Sección 2. Hipótesis de coste, plazo y ventas.....	190
Sección 3. Estructura de caja y calendario de pagos.....	191
Sección 4. Deuda, comisiones y tipo de interés (inputs críticos de covenants).....	191
Sección 5. Sensibilidades mínimas obligatorias (las que “de verdad” exige un financiador).....	192
Sección 6. Outputs de covenants y consistencia interna.....	192
3. CHECKLIST. Estructura de financiación y garantías (SPV, cuentas, reservas e interacciones con acreedores)	193
Sección 1. Vehículo (SPV) y estructura societaria	193
Sección 2. Garantías reales y personales (paquete de seguridad)	193
Sección 3. Cuentas, reservas y control de disposiciones.....	194
Sección 4. Interacciones con otros acreedores y riesgos de cross-default	194
Sección 5. Covenants asociados a la estructura (no solo ratios).....	194
4. CHECKLIST. Contratos críticos (obra, subcontratación, comercialización, seguros).....	195
Sección 1. Contrato de obra principal (EPC/CM) y alcance.....	195
Sección 2. Subcontratación y control de cambios.....	196
Sección 3. Comercialización y marketing	196
Sección 4. Seguros y cobertura mínima (covenants no financieros).....	196
5. CHECKLIST. Covenant package propuesto por el financiador (DSCR, LTV, ICR, triggers, reporting)	197
Sección 1. Ratios principales y métricas complementarias.....	197
Sección 2. Definiciones críticas (donde se gana o se pierde la negociación)	197
Sección 3. Triggers, remedios y escalado (soft vs hard).....	198
Sección 4. Reporting, auditoría y verificación	198
6. CHECKLIST. Negociación del term sheet (puntos no negociables, cure rights, costes y tiempos).....	199
Sección 1. Definiciones y límites (lo que debe quedar cerrado antes de firma)	199
Sección 2. Cure rights y waiver mechanics (cómo se salva la financiación)	199
Sección 3. Costes, comisiones y “leakage” económico	200
Sección 4. Consentimientos, gobernanza y tiempos de decisión.....	200
Sección 5. Condiciones precedentes y calendario de cierre (para evitar bloqueos).....	200
Capítulo 13: Checklists de modelización avanzada, estrés y “covenant forecasting”	202
1. CHECKLIST. Stress test de ventas y precios (absorción, cancelaciones, descuentos y mix de producto)	202
Sección 1. Datos base del proyecto y punto de partida comercial	203
Sección 2. Stress test A: caída de absorción y aumento de cancelaciones	203
Sección 3. Stress test B: descuentos y presión comercial sin destruir valor	204
Sección 4. Stress test C: cambio de mix de producto y “ventas fáciles” que engañan	204
Sección 5. Resultado combinado y lectura para covenants	204
Sección 6. Evidencias y entregables para comité y financiador	205
2. CHECKLIST. Stress test de coste y plazo de obra (desviaciones, retrasos, efecto en financiación y caja).....	205
Sección 1. Punto de partida técnico y económico.....	206
Sección 2. Stress test A: desviación de coste directo e indirecto.....	206
Sección 3. Stress test B: retrasos y efecto en financiación.....	206
Sección 4. Impacto en margen y caja (visión integrada)	207
Sección 5. Medidas de mitigación obligatorias antes de pedir waiver	207
Sección 6. Evidencias mínimas a incorporar al “defence file”	208
3. CHECKLIST. Tipos de interés y coberturas (curva, coste del hedge y efecto en DSCR/ICR)	208
Sección 1. Estructura de deuda y parámetros financieros base.....	208

Sección 2. Escenarios de subida y curva de tipos	209
Sección 3. Coste del hedge, disponibilidad y condiciones contractuales	209
Sección 4. Efecto en DSCR e ICR (comparativa base vs estrés)	210
Sección 5. Decisión recomendada y condiciones para term sheet	210
4. CHECKLIST. Valoración y sensibilidad de LTV (yield, comparables, residual y riesgo de revalorización a la baja)	211
Sección 1. Parámetros de valoración base y definición de “Value”	211
Sección 2. Sensibilidad A: expansión de yield (cap rates) por tipos y riesgo	211
Sección 3. Sensibilidad B: comparables, descuento y riesgo de liquidez	212
Sección 4. Sensibilidad C: valor residual y proyectos en desarrollo	212
Sección 5. Triggers de LTV y plan de cura cuantificado	212
Sección 6. Evidencias mínimas para negociación	213
5. CHECKLIST. Proyección de covenants (alerta temprana) (forecast trimestral, fechas críticas y preparación proactiva de waiver)	213
Sección 1. Identificación del proyecto y calendario de tests	213
Sección 2. Proyección trimestral de ratios (base y estrés)	214
Sección 3. Identificación de fechas críticas y disparadores internos (semáforo)	214
Sección 4. Acciones preventivas asignadas (quién hace qué y cuándo)	214
Sección 5. Preparación proactiva de waiver (si el riesgo no baja)	215
Sección 6. Evidencias y control documental (trazabilidad)	215
6. CHECKLIST. Plan de contingencia “antes del breach” (medidas comerciales, operativas y financieras)	216
Sección 1. Situación de alerta y motivo de activación	216
Sección 2. Medidas comerciales (sin destruir pricing ni valor)	216
Sección 3. Medidas operativas y de obra (control de costes y ruta crítica)	217
Sección 4. Medidas financieras y de caja (protección del proyecto)	217
Sección 5. Comunicación con financiador y preparación de waiver (si procede)	217
Sección 6. Seguimiento, control y cierre de contingencia	218
Capítulo 14: Formularios técnicos de covenants: definiciones, calendarios de test y tablas de umbrales	219
1. FORMULARIO. Plantilla de definiciones clave (Debt, Value, CADS, NOI y métricas relacionadas)	219
Sección 1. Identificación del documento y alcance de aplicación	220
Sección 2. Definición de Debt (Deuda)	220
Sección 3. Definición de Value (Valor) y métodos aceptados	221
Sección 4. Definición de CADS (Cash Available for Debt Service)	222
Sección 5. Definición de NOI, EBITDA y métricas equivalentes (si aplica)	222
Sección 6. Ajustes permitidos, límites (baskets) y documentación soporte	223
Sección 7. Prevalencia de anexos y reglas de interpretación	223
2. FORMULARIO. Plantilla de covenant DSCR (fórmula, test date, periodicidad, triggers y consecuencias)	224
Sección 1. Identificación del covenant y ámbito	224
Sección 2. Fórmula DSCR y definiciones de numerador/denominador	225
Sección 3. Periodicidad de test y calendario (test date)	225
Sección 4. Triggers por niveles (soft/hard) y umbrales realistas	226
Sección 5. Consecuencias automáticas por niveles (soft/hard) y obligaciones	226
Sección 6. Cure rights específicos del DSCR	227
3. FORMULARIO. Plantilla de covenant LTV/LTC (valoración, revalorización, discrepancias y remedios)	227

Sección 1. Identificación del covenant y alcance	227
Sección 2. Fórmulas y definiciones mínimas	228
Sección 3. Método de valoración y tasador (requisitos mínimos)	228
Sección 4. Frecuencia de revalorización y resolución de discrepancias	228
Sección 5. Umbrales, rampas y triggers (LTV y LTC)	229
Sección 6. Remedios: prepagos obligatorios, equity top-up y cash sweep por LTV	229
4. FORMULARIO. Plantilla de covenant ICR y covenants de interés/hedge (métrica, ajustes, cobertura y DSRA)	230
Sección 1. Identificación del covenant y contexto	230
Sección 2. Fórmula ICR y definición de numerador/denominador	230
Sección 3. Umbral ICR y escalado de consecuencias	231
Sección 4. Covenants de tipo de interés y obligación de cobertura (hedge)	231
Sección 5. DSRA y control de liquidez (covenants complementarios)	232
Sección 6. Integración con waiver y cure rights	232
5. FORMULARIO. Plantilla de covenants de obra (presupuesto, change orders, hitos y Cost to Complete)	233
Sección 1. Identificación del paquete de covenants de obra	233
Sección 2. Covenant de presupuesto (aprobación, límites y variaciones)	233
Sección 3. Procedimiento de change orders (evidencias y trazabilidad)	234
Sección 4. Hitos verificables y covenants de plazo (ruta crítica)	234
Sección 5. Cost to Complete (CtC) y suficiencia financiera	234
Sección 6. Aportaciones adicionales (equity top-up) y condiciones de continuidad	235
6. FORMULARIO. Plantilla de covenants comerciales (preventas, descuentos, absorción y medidas automáticas)	235
Sección 1. Identificación del paquete de covenants comerciales	236
Sección 2. Umbrales de preventas / pre-letting y plazos	236
Sección 3. Reglas de pricing, descuentos y campañas	236
Sección 4. Absorción y ritmo de cierre (KPIs obligatorios)	237
Sección 5. Medidas automáticas por incumplimiento (escalado antes del default)	237
Sección 6. Integración con modelo financiero y covenants financieros	237
Capítulo 15: Plantillas de reporting y certificados de cumplimiento (compliance certificates)...	239
1. FORMULARIO. Plantilla de reporte mensual de obra y coste (avance físico, certificaciones, desviaciones y mitigación)	239
Sección 1. Identificación del reporte y periodo	240
Sección 2. Resumen ejecutivo del mes (visión de covenants)	240
Sección 3. Avance físico y certificaciones (detalle verificable)	241
Sección 4. Desviaciones, riesgos y análisis de causa raíz	242
Sección 5. Plan de mitigación y próximos hitos (fechas y responsables)	242
Sección 6. Control de covenants operativos y Cost to Complete	243
2. FORMULARIO. Plantilla de reporte de tesorería y cash flow (caja disponible, caja restringida, pagos críticos y reservas)	243
Sección 1. Identificación del reporte y periodo	244
Sección 2. Posición de caja (disponible vs restringida)	244
Sección 3. Entradas previstas (próximos 30 días) y fiabilidad	244
Sección 4. Salidas previstas y pagos críticos (próximos 30 días)	245
Sección 5. Cumplimiento de reservas (DSRA) y reglas de waterfall	245
Sección 6. Conclusión de liquidez y acciones de protección	246
3. FORMULARIO. Plantilla de reporte comercial (ventas/preventas) (leads, visitas, reservas,	

cancelaciones, descuentos y efectos)	246
Sección 1. Identificación del reporte comercial	246
Sección 2. Embudo comercial (leads, visitas, reservas y cierres)	247
Sección 3. Preventas, depósitos y calidad de contratos (netas)	247
Sección 4. Política de descuentos e incentivos (control agregado)	247
Sección 5. Mix de producto y riesgo de inventario final	248
Sección 6. Conclusión comercial y relación con covenants	248

4. FORMULARIO. Plantilla de cálculo de ratios (DSCR/LTV/ICR) para anexar (inputs, fuentes, reconciliación y variaciones)	249
Sección 1. Identificación del cálculo y fecha de test	249
Sección 2. Inputs y fuentes de datos (trazabilidad)	249
Sección 3. Cálculo de DSCR (paso a paso)	250
Sección 4. Cálculo de LTV y LTC (paso a paso)	250
Sección 5. Cálculo de ICR (si aplica) y covenants de interés	250
Sección 6. Reconciliación con contabilidad y caja (por qué no coinciden)	251

5. FORMULARIO. Plantilla de compliance certificate (promotor) (declaración de cumplimiento, covenants testados e incidencias)	251
Sección 1. Encabezado y destinatarios	252
Sección 2. Declaración de cumplimiento (formulación operativa)	252
Sección 3. Detalle de covenants testados (tabla narrativa)	252
Sección 4. Incidencias, causas y medidas en marcha	253
Sección 5. Declaraciones adicionales y anexos adjuntos	254
Sección 6. Firma y cierre	254

6. FORMULARIO. Plantilla de informe del tercero (project monitor / auditor) (alcance, conclusiones, alertas y recomendaciones)	254
Sección 1. Encabezado del informe y alcance de revisión	255
Sección 2. Resumen de conclusiones (enlace a covenants)	255
Sección 3. Alertas (early warnings) y riesgos principales	256
Sección 4. Recomendaciones vinculadas a covenants (acciones concretas)	256
Sección 5. Observaciones sobre documentación y evidencias	256
Sección 6. Cierre del informe y firma	257

Capítulo 16: Formularios de cure rights, waivers y amendments (kit completo para salvar el proyecto).....258

1. FORMULARIO. Plantilla de notificación de potencial incumplimiento (early warning notice)	258
Sección 1. Datos del emisor, destinatario y referencia	259
Sección 2. Descripción del potencial incumplimiento y causa raíz	259
Sección 3. Impacto en ratios y calendario (cuantificación)	260
Sección 4. Medidas inmediatas adoptadas (acción ya ejecutada)	261
Sección 5. Solicitud de coordinación con el financiador (sin pedir waiver aún)	261
Sección 6. Anexos y cierre	261

2. FORMULARIO. Plantilla de solicitud de waiver (waiver request letter)	262
Sección 1. Encabezado y alcance del waiver solicitado	262
Sección 2. Resumen de situación y causa raíz (explicación breve y verificable)	263
Sección 3. Compromisos del promotor (covenants reforzados durante el waiver)	263
Sección 4. Reporting reforzado y condiciones del waiver	264
Sección 5. Propuesta de estructura económica del waiver (principio de acuerdo)	264
Sección 6. Cierre y anexos	264

3. FORMULARIO. Plantilla de equity cure / aportación correctiva (importe, acreditación, aplicación y	
---	--

efecto)	265
Sección 1. Encabezado de notificación de equity cure.....	265
Sección 2. Importe, fecha y acreditación de fondos	265
Sección 3. Aplicación del importe (deuda, caja o reserva) y reglas operativas	266
Sección 4. Efecto en ratios y tratamiento contractual	266
Sección 5. Confirmación solicitada al financiador y siguientes pasos	267
Sección 6. Anexos y firma	267
4. FORMULARIO. Plantilla de amendment (enmienda) del covenant package (umbrales, definiciones y calendario)	268
Sección 1. Identificación del amendment y objetivo	268
Sección 2. Umbrales nuevos y definiciones ajustadas	268
Sección 3. Nuevas obligaciones y compensaciones	269
Sección 4. Calendario de implementación y verificaciones	269
Sección 5. Condiciones suspensivas y dependencias	270
Sección 6. Cierre y anexos técnicos del amendment	270
5. FORMULARIO. Plantilla de fee letter y revisión económica del waiver/amendment (waiver fee, margen, comisiones y entrada en vigor)	271
Sección 1. Identificación de la fee letter	271
Sección 2. Waiver fee, margen y comisiones (estructura económica)	271
Sección 3. Penalizaciones, costes de terceros y límite económico	272
Sección 4. Condiciones de entrada en vigor	272
Sección 5. Efectos económicos colaterales (si aplica)	273
Sección 6. Cierre y aceptación	273
6. CHECKLIST. Gestión de crisis durante la negociación de waiver/amendment (control interno, coordinación y caja)	273
Sección 1. Control interno y narrativa única (mensaje coherente)	274
Sección 2. Coordinación con socios (equity), contratistas y comercialización	274
Sección 3. Priorización de caja y decisiones ejecutivas (supervivencia operativa)	274
Sección 4. Preparación documental y “defence file” del promotor	275
Sección 5. Estrategia de negociación y tiempos (evitar llegar tarde)	275
Sección 6. Seguimiento, control y salida de la fase de crisis	276
PARTE SEXTA.	277
PRÁCTICA DE COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS: DSCR, LTV, ICR, CURE RIGHTS Y WAIVERS	277
Capítulo 17: Supuestos prácticos de covenants en España: residencial, build-to-rent y promoción por fases	277
1. Caso tipo: caída de preventas y tensión de DSCR en fase de obra	277
a. Síntomas tempranos y métricas que avisan	277
b. Medidas operativas y comerciales	279
c. Negociación de waiver y covenants reforzados	280
2. Caso tipo: aumento de coste y Cost to Complete con aportación adicional	281
a. Causas de desviación y control de cambios	281
b. Plan de mitigación y reprogramación	282
c. Equity cure y condiciones de continuidad	283
3. Caso tipo: caída de valoración y breach de LTV en mercado adverso	283
a. Revalorización y discrepancias de tasación	283
b. Prepagos y cash sweep por LTV	284



c. Recalibración del covenant package.....	285
4. Caso tipo: retrasos de obra y covenants de hitos críticos	286
a. Plan de recuperación y nuevas métricas	286
b. Cambios en EPC/CM y garantías	287
c. Standstill condicionado y reporting intensivo	287
5. Caso tipo: bloqueo de distribuciones (lock-up) por triggers de DSCR.....	288
a. Impacto en socios y estructura de caja	288
b. Medidas para recuperar ratio	288
c. Condiciones para levantar el lock-up.....	289
6. Caso tipo: promoción por fases con covenants diferenciados por subproyecto	290
a. Separación de flujos y reporting por fase	290
b. Riesgo de contaminación cruzada	290
c. Rediseño de definiciones y testing	291

Capítulo 18: Supuestos prácticos en Latinoamérica: inflación, divisa, riesgo país y estructuras híbridas

1. Caso tipo: inflación alta y distorsión del presupuesto/coste	293
a. Revisión del presupuesto y contingencias	293
b. Ajuste de covenants operativos y de control de CAPEX	294
c. Reglas de actualización y reporting reforzado	295
2. Caso tipo: riesgo divisa y descalce entre ingresos y deuda	296
a. Diagnóstico del descalce y coberturas posibles	296
b. Reconfiguración de métricas y umbrales	296
c. Cláusulas específicas de FX y triggers adicionales	297
3. Caso tipo: refinanciación forzada por shock de tipos de interés	298
a. Impacto en ICR y servicio de deuda	298
b. Medidas: hedge, reestructuración, extensión.....	298
c. Waiver con condiciones y compensaciones	299
4. Caso tipo: proyecto mixed-use con cash flows heterogéneos.....	299
a. Segmentación de covenants por unidad de negocio	299
b. Cascadas de pago y prioridades	300
c. Control de cambios y gobernanza	300
5. Caso tipo: coinversión y conflictos entre socios ante un breach	301
a. Derechos de información y toma de decisiones	301
b. Aportaciones adicionales y dilución	302
c. Acuerdo de salida y protección del proyecto	302
6. Caso tipo: negociación de amendment integral para salvar el proyecto	303
a. Nuevo business plan y stress test	303
b. Rediseño completo del covenant package.....	303
c. Implementación: calendario, reporting y control.....	304

Capítulo 19: Casos prácticos de covenants (cláusulas financieras) para promotores inmobiliarios: DSCR, LTV, ICR, cure rights y waivers.

Caso práctico 1. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." Un retraso leve en preventas activa un trigger de DSCR y bloquea distribuciones.	306
CAUSA DEL PROBLEMA	306
SOLUCIONES PROPUESTAS	307

1. Recalibración inmediata del plan comercial para recuperar preventas y caja	307
2. Implantación de un DSRA "ligero" y reglas de caja para reforzar el DSCR.....	308
3. Control estricto de coste: congelación de change orders y comité de aprobaciones	308
4. Solicitud de waiver condicionado con covenant "puente" y calendario de recuperación	309
CONSECUENCIAS PREVISTAS	310
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	310
LECCIONES APRENDIDAS	311

Caso práctico 2. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS."

Una caída de valoración dispara el LTV y obliga a prepagos y equity top-up.312

CAUSA DEL PROBLEMA	312
SOLUCIONES PROPUESTAS	313
1. Activar el mecanismo de discrepancia de tasación y solicitar una segunda valoración (y "averaging")313	
2. Prepayment parcial con fondos del propio proyecto y ajuste del waterfall de caja	314
3. Equity top-up estructurado como aportación condicionada y protección del inversor minoritario .	315
4. Negociar recalibración temporal del LTV y transición a métricas operativas (LTC + Cost to Complete)315	
5. Estrategia de cobertura y reducción de sensibilidad a tipo de interés (hedge) para estabilizar valor316	
CONSECUENCIAS PREVISTAS	316
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	317
LECCIONES APRENDIDAS	318

Caso práctico 3. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." Un ICR mal definido provoca un incumplimiento inesperado tras capitalizar intereses.....320

CAUSA DEL PROBLEMA	320
SOLUCIONES PROPUESTAS	322
1. Reconciliación técnica del ICR: redefinir EBITDA/NOI y Net Interest Expense con anexos auditables322	
2. Solución operativa: acelerar ocupación real y recortar concesiones para mejorar NOI.....	322
3. Remedio financiero: dotación de DSRA reforzada y prepayment correctivo del mezzanine	323
4. Negociación de waiver condicionado y eliminación del "efecto sorpresa" para los próximos test ..	323
CONSECUENCIAS PREVISTAS	324
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	325
LECCIONES APRENDIDAS	325

Caso práctico 4. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." Un covenant de Cost to Complete bloquea disposiciones por desviación de coste y plazo.327

CAUSA DEL PROBLEMA	327
SOLUCIONES PROPUESTAS	328
1. Aportación inmediata de equity correctivo y reordenación del calendario de equity	328
2. Plan de contención de coste: congelación de mejoras y renegociación con contratistas	329
3. Plan de recuperación de plazo: fast-track selectivo y reasignación de recursos	330
4. Amendment del covenant package: incorporar "cure rights" de CTC y evitar bloqueos abruptos ...	330
5. Medidas de "protección" contractual con el contratista para evitar ralentizaciones	331
CONSECUENCIAS PREVISTAS	331
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	332
LECCIONES APRENDIDAS	333

Caso práctico 5. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." Un covenant de preventas y política de descuentos obliga a renegociar la estrategia comercial bajo lock-up.334

CAUSA DEL PROBLEMA	334
SOLUCIONES PROPUESTAS	336
1. Regularización inmediata del incumplimiento de política de descuentos y "reconducción" de la campaña	336
2. Reestructuración del covenant de preventas: calidad de demanda y sustitución de compradores	

“débiles”	336
3. Cure financiero: aportación correctiva de equity y creación de una reserva comercial controlada	337
4. Waiver condicionado por 2 trimestres y transición a triggers escalonados (soft/hard)	337
5. Medida de estabilización de DSCR: reducción de costes indirectos y reprogramación de certificaciones	338
CONSECUENCIAS PREVISTAS	339
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	339
LECCIONES APRENDIDAS	340

Caso práctico 6. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS."

Una promoción por fases mezcla flujos y provoca un incumplimiento cruzado de covenants. ..341

CAUSA DEL PROBLEMA	341
SOLUCIONES PROPUESTAS	343
1. Regularización inmediata del ring-fencing: reversión de la transferencia y formalización del uso excepcional de fondos	343
2. Equity cure específico para Fase 2 y restablecimiento de suficiencia sin contaminar Fase 1	344
3. Rediseño del DSCR por fases: separar definición de caja disponible y evitar un DSCR “tóxico” por estructura	344
4. Plan de liberación de garantías (release plan) con condiciones objetivas y calendario de normalización	345
5. Gobierno interno del promotor: comité de covenants y “semáforo” por fase para prevenir contaminación cruzada	345
CONSECUENCIAS PREVISTAS	346
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	347
LECCIONES APRENDIDAS	348

Caso práctico 7. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." Un cash sweep y un lock-up escalonado asfixian la tesorería por un DSCR en “zona gris”

CAUSA DEL PROBLEMA	349
SOLUCIONES PROPUESTAS	351
1. Redefinir el DSCR operativo para fase de estabilización y pactar un periodo de “ramp-up” con escalado realista	351
2. Crear una cuenta de inversión operativa (Operating CAPEX Reserve) para estabilización, blindada y trazable	352
3. Cure financiero directo: prepayment parcial para reducir intereses y salir del hard trigger	352
4. Revisión del modelo de caja y del OPEX: programa de eficiencia y “normalización” de costes para elevar NOI	353
5. Waiver condicionado con “plan de estabilización” y métricas intermedias obligatorias (no solo ratio)	353
CONSECUENCIAS PREVISTAS	354
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	355
LECCIONES APRENDIDAS	356

Caso práctico 8. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." Un breach de LTV por tasación adversa se agrava por riesgo divisa y exige covenants FX específicos. 357

CAUSA DEL PROBLEMA	357
SOLUCIONES PROPUESTAS	359
1. Cure del LTV con equity top-up en euros y refuerzo de garantías, evitando conversión masiva de moneda local	359
2. Prepayment parcial en euros financiado por “natural hedge”: acelerar cobros indexados y diseñar una política de precios ligada a moneda dura	359
3. Implementar covenants FX específicos: bandas de tipo de cambio, triggers de cobertura y cuentas duales	360
4. Renegociar la metodología de valoración para LTV en contexto FX: “dual valuation” y ajustes coherentes	361

5. Plan de tesorería y priorización de caja: evitar que el servicio de deuda en euros destruya la operación local.....	361
CONSECUENCIAS PREVISTAS	362
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	363
LECCIONES APRENDIDAS	364

Caso práctico 9. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." Un error en el reporting de covenants desencadena un breach por discrepancias entre contabilidad y caja.365

CAUSA DEL PROBLEMA	365
SOLUCIONES PROPUESTAS	367
1. Subsanción inmediata del reporting: reconciliación bancaria, reemisión del Compliance Certificate y protocolo de verificación	367
2. Regularización de cuentas: eliminación de cuentas secundarias y centralización total en cuentas pignoradas	368
3. Cure financiero de DSCR: dotación extraordinaria de DSRA y aportación temporal de equity para cubrir el trimestre	368
4. Waiver condicionado con refuerzo de compliance: auditor externo, reporting reforzado y semáforos internos	369
5. Rediseño del covenant DSCR para fase de obra: introducir "cash timing buffer" y evitar incumplimientos por desfases temporales	369
CONSECUENCIAS PREVISTAS	370
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	371
LECCIONES APRENDIDAS	372

Caso práctico 10. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." Un covenant de cobertura de tipos de interés provoca un default técnico y tensión con acreedores senior y mezzanine.373

CAUSA DEL PROBLEMA	373
SOLUCIONES PROPUESTAS	375
1. Contratación inmediata del hedge con estructura mixta: cap parcial + DSRA reforzada	375
2. Equity cure específico para financiar prima del hedge y cubrir desviación de Cost to Complete	376
3. Waiver condicionado del covenant de hedge: sustituir "fecha fija" por "ventana de cumplimiento" con hitos	376
4. Revisión del intercreditor para evitar escalada del mezzanine: standstill reforzado y gobernanza pactada	377
5. Plan operativo de estabilización de ICR: reducción de OPEX y mejora de rent roll para evitar el siguiente incumplimiento	377
CONSECUENCIAS PREVISTAS	378
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	379
LECCIONES APRENDIDAS	379

Caso práctico 11. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." Un equity cure se discute por definiciones y el banco no lo reconoce para salvar el DSCR.381

CAUSA DEL PROBLEMA	381
SOLUCIONES PROPUESTAS	383
1. Convertir el shareholder loan en equity reconocible: capitalización inmediata y documentación registral/mercantil	383
2. Cure alternativo vía prepayment: aplicar parte de la inyección a amortización de deuda para subir DSCR	383
3. Waiver condicionado con recalibración temporal del DSCR por retraso administrativo en escrituraciones	384
4. Rediseñar el equity cure en un amendment: reglas claras de cómputo en DSCR y tratamiento de aportaciones	384

5. Protocolo de crisis y gobierno interno: comité de covenants y control de definiciones antes de ejecutar medidas.....	385
CONSECUENCIAS PREVISTAS	386
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	387
LECCIONES APRENDIDAS	388

Caso práctico 12. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." **Un covenant de preventas se incumple por cancelaciones masivas y el banco impone un paquete de covenants reforzado.**

CAUSA DEL PROBLEMA	389
SOLUCIONES PROPUESTAS	391
1. Reconfiguración del plan comercial sin romper el covenant de descuentos: incentivos en especie y segmentación de producto	391
2. Mejora de bancabilidad: proceso de preaprobación hipotecaria y filtro financiero previo	391
3. Waiver condicionado y "reset" de covenant de preventas: nueva curva de umbrales realista con KPIs mensuales	392
4. Paquete de covenants reforzado: lock-up escalonado, control de pricing y obligación de "sales monitor"	392
5. Plan financiero de contingencia: aportación de equity y ajuste de obra para proteger Cost to Complete	393
CONSECUENCIAS PREVISTAS	393
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	394
LECCIONES APRENDIDAS	395

Caso práctico 13. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." **Un proyecto por fases colapsa por "contaminación cruzada" de caja y covenants mal segmentados.**

CAUSA DEL PROBLEMA	396
SOLUCIONES PROPUESTAS	399
1. Ring-fencing por fases: subcuentas y waterfall segmentado con "permitted transfers" limitadas... ..	399
2. Cure combinado para desbloquear triggers: equity cure para Cost to Complete + prepayment dirigido a LTV	399
3. Amendment de DSCR por fases: dos DSCR distintos y triggers asimétricos	400
4. Recalibración de LTV: "Value upon completion" con metodología robusta y mecanismo de discrepancia	400
5. Plan operativo de recuperación Fase 2: control de cambios, renegociación con contratista y hitos-covenant	401
CONSECUENCIAS PREVISTAS	402
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	402
LECCIONES APRENDIDAS	403

Caso práctico 14. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." **Un "covenant package" sindicada se rompe por Cost to Complete y LTV a la vez, y obliga a un amendment con consentimientos complejos.....**

CAUSA DEL PROBLEMA	405
SOLUCIONES PROPUESTAS	408
1. Plan de choque de continuidad: priorización de pagos críticos, reinstauración de DSRA y "standstill operativo" con el sindicato	408
2. Cure del Cost to Complete con equity top-up escalonado y verificado por project monitor	408
3. Reperfilado de deuda y mitigación del LTV proyectado: prepayment dirigido + "equity cure para LTV" con reglas claras	409
4. Cumplimiento del hedge covenant con solución híbrida: cap parcial + DSRA ampliada y activación por hitos de disposición.....	409
5. Amendment integral con gobernanza sindicada: mayorías, plazos de consentimiento y paquete de	

reporting reforzado.....	410
CONSECUENCIAS PREVISTAS	411
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	412
LECCIONES APRENDIDAS	413
Caso práctico 15. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS."	
Un descalce de divisa e inflación alta convierte el DSCR en un gatillo permanente y obliga a rediseñar covenants.	414
CAUSA DEL PROBLEMA	414
SOLUCIONES PROPUESTAS	416
1. Cure inmediato de continuidad: aportación de equity para Cost to Complete y restitución de reserva de divisa	416
2. Rediseño del covenant DSCR por divisa: DSCR dual (local/euro) y "FX adjustment factor" auditable.....	417
3. Estrategia de "natural hedge": indexación contractual de cobros, reprogramación de hitos y conversión temprana de caja	417
4. Waiver condicionado y amendment de covenants: extender test dates, reforzar reporting y crear "FX cure mechanics".....	418
5. Reestructuración parcial del pasivo: tramo en moneda local y reducción de principal vía socio inversor (equity + prepayment)	418
CONSECUENCIAS PREVISTAS	419
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	420
LECCIONES APRENDIDAS	421
Caso práctico 16. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS."	
Un compliance certificate incorrecto se considera falseamiento y activa un default aunque el proyecto tenga caja suficiente.....	422
CAUSA DEL PROBLEMA	422
SOLUCIONES PROPUESTAS	425
1. Reconstrucción inmediata del cálculo y reconciliación "contrato vs realidad" con informe de tercero.....	425
2. Cure financiero "objetivo" para desactivar el hard trigger: prepayment + refuerzo de DSRA y caja mínima	425
3. Waiver condicionado por misrepresentation: reconocimiento de error de buena fe y calendario de subsanación	426
4. Amendment de definiciones: CADS, caja restringida e IVA con reglas cerradas y anexos operativos.....	426
5. Gobierno interno de covenants: dashboard de semáforos, doble validación y control de versiones.....	427
CONSECUENCIAS PREVISTAS	428
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	428
LECCIONES APRENDIDAS	429
Caso práctico 17. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS."	
Un ICR se desploma por shock de tipos de interés y el hedge covenant se convierte en el verdadero cuello de botella.	431
CAUSA DEL PROBLEMA	431
SOLUCIONES PROPUESTAS	433
1. Cure de liquidez y preservación de DSRA: aportación inmediata de equity para financiar la prima del hedge sin romper reservas	433
2. Diseño de hedge escalonado y eficiente: cap parcial inmediato + incremento por hitos de ocupación.....	434
3. Plan comercial intensivo con covenant de ocupación como KPI rector: reducción de concesiones dispersas y pricing por microsegmentos.....	434
4. Amendment del ICR transitorio y creación de "ICR cure mechanics" basado en aportaciones a DSRA.....	435
5. Reperfilado de deuda y sensibilidad de tipos: extensión del mini-perm y conversión parcial a tipo fijo.....	436
CONSECUENCIAS PREVISTAS	436
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	437
LECCIONES APRENDIDAS	438

Caso práctico 18. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." Un mixed-use con flujos heterogéneos incumple DSCR por estacionalidad y obliga a segmentar covenants y cascadas de pago.439

CAUSA DEL PROBLEMA	439
SOLUCIONES PROPUESTAS	442
1. Segmentación contractual del DSCR: DSCR por activo y DSCR "global de seguridad"	442
2. Cascadas de pago separadas (ring-fencing) con "permitted transfers" condicionadas	442
3. Waiver condicionado y recalibración temporal de covenants: "rampa hotelera" como periodo especial	443
4. Plan comercial "doble carril": leasing oficinas con pricing quirúrgico y hotel con contratos corporativos	443
5. Estrategia financiera de salida parcial: venta en bloque de un subpaquete residencial para amortizar y bajar presión de servicio de deuda	444
CONSECUENCIAS PREVISTAS	445
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	445
LECCIONES APRENDIDAS	446

Caso práctico 19. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." Una coinversión bloquea el equity cure y convierte un breach técnico en una crisis de gobernanza con riesgo de cross-default.448

CAUSA DEL PROBLEMA	448
SOLUCIONES PROPUESTAS	451
1. "Standstill de crisis" con el banco y plan de continuidad de obra con prioridades de pago	451
2. Equity cure de emergencia "por el promotor" con estructura de capital protegida: aportación como equity puro y mecanismo de compensación interna	451
3. Dilución pactada y automática del coinversor por no aportar ("penalty dilution") con revisión de derechos de control	452
4. Amendment del covenant package con "equity cure mechanics" y reset de preventas, a cambio de protección adicional al banco	452
5. Plan de monetización selectiva: venta de un paquete de unidades y prepayment dirigido para reducir presión bancaria	453
CONSECUENCIAS PREVISTAS	454
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	455
LECCIONES APRENDIDAS	456

Caso práctico 20. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS." El vencimiento de un préstamo puente coincide con una caída de valor y obliga a renegociar covenants con deuda sindicada y mezzanine.457

CAUSA DEL PROBLEMA	457
SOLUCIONES PROPUESTAS	460
1. Waiver de take-out y extensión del bridge con "milestones" obligatorios y precio del waiver	460
2. Segmentación de covenants y de caja: ring-fencing de oficinas vs residencial y amortización dirigida por ventas	460
3. Equity cure y "LTV/DSCR cure mechanics" para bajar apalancamiento y estabilizar ratios sin reescribir todo el contrato	461
4. Plan de leasing agresivo con covenants operativos: LOIs convertidos en pre-let firme y control de carencias	461
5. Renegociación intercreditor: standstill del mezzanine y redefinición de derechos de step-in para evitar ejecución cruzada	462
CONSECUENCIAS PREVISTAS	463
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	463
LECCIONES APRENDIDAS	465

Caso práctico 21. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS."

Un covenant de endeudamiento adicional se incumple por una garantía cruzada y bloquea

disposiciones críticas en plena obra.....466

CAUSA DEL PROBLEMA 466

SOLUCIONES PROPUESTAS 468

1. Cure inmediato por eliminación de la obligación contingente: sustitución de la garantía cruzada por soporte alternativo del grupo 468

2. Waiver técnico condicionado: consentimiento puntual del banco senior a cambio de compensación y refuerzo de protecciones 469

3. Subrogación interna del riesgo: indemnidad y contragarantía a favor de la SPV, con validación bancaria 469

4. Plan de continuidad de pagos con el banco senior: autorización limitada de disposiciones críticas mientras dura el cure 470

5. Rediseño de definiciones y permisos: "Permitted Indebtedness" y "Permitted Guarantees" más realistas para grupos con múltiples SPVs 470

CONSECUENCIAS PREVISTAS 471

RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS 472

LECCIONES APRENDIDAS 472

Caso práctico 22. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS."

Una devaluación de divisa rompe el DSCR y activa un covenant FX que obliga a rediseñar

definiciones, coberturas y cure rights.474

CAUSA DEL PROBLEMA 474

SOLUCIONES PROPUESTAS 476

1. Equity cure inmediato con "uso dirigido" para estabilizar DSRA y ejecutar prepayment correctivo en euros 476

2. Rediseño del covenant FX: convertir obligación rígida en "rango de conversión" y mecanismo anti-venta forzosa 477

3. Cobertura (hedge) pragmática: NDF escalonado y no sobre-asegurado, vinculado a hitos de cobros 477

4. Recalibración del DSCR durante el shock: DSCR transitorio y KPI operativo de ventas/cobros para evitar lock-up permanente 478

5. Estrategia comercial anti-devaluación: "precio en moneda dura de referencia" y estructura de pagos que proteja cobros en euros 478

CONSECUENCIAS PREVISTAS 479

RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS 480

LECCIONES APRENDIDAS 481

Caso práctico 23. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS."

Una discrepancia en la definición de CADS provoca un breach de DSCR y obliga a reescribir el

reporting y los ajustes permitidos.482

CAUSA DEL PROBLEMA 482

SOLUCIONES PROPUESTAS 485

1. Reconciliación técnica inmediata: "CADS Bridge" con trazabilidad de caja restringida y caja disponible 485

2. Corrección operativa de cuentas: separación estricta de IVA y depósitos restringidos, con prohibición interna de "puentes de tesorería" 485

3. Waiver técnico por "misreporting" y no por deterioro real: evitar que el breach se trate como default económico 485

4. Amendment de definiciones: CADS, Restricted Cash y tratamiento de IVA con un anexo técnico "a prueba de conflicto" 486

5. Covenant forecasting y alertas tempranas: dashboard de covenants con semáforos y simulación de DSCR "contractual" 487

CONSECUENCIAS PREVISTAS 487

RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS 488



LECCIONES APRENDIDAS	489
----------------------------	-----

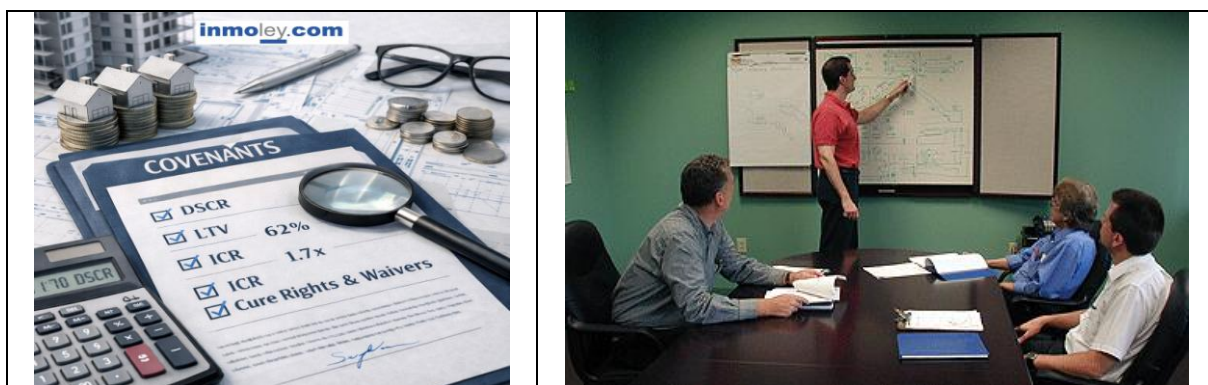
Caso práctico 24. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS."
Un cambio normativo de eficiencia energética dispara el CAPEX, activa Cost to Complete y obliga a renegociar covenants sin frenar la obra.....490

CAUSA DEL PROBLEMA	490
SOLUCIONES PROPUESTAS.....	493
1. Paquete técnico-financiero de justificación (Business Case de eficiencia) para obtener consentimiento bancario y evitar bloqueo estructural.....	493
2. Equity cure estructurado: aportación escalonada con "escrow" y liberación por hitos para no inmovilizar exceso de caja	493
3. Amendment de covenants operativos: creación de "Energy Upgrade Capex Basket" con límites y control de cambios	494
4. Plan de recuperación de plazo (schedule recovery) con covenants de hitos y penalización interna a contratas	494
5. Ajuste comercial preventivo: proteger margen sin incumplir covenant de descuentos	495
CONSECUENCIAS PREVISTAS	495
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	496
LECCIONES APRENDIDAS	497

Caso práctico 25. "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS."
Un breach múltiple activa step-in, cash sweep y eventos cruzados, y obliga a un amendment integral con reset de definiciones, covenants y gobernanza.....498

CAUSA DEL PROBLEMA	498
SOLUCIONES PROPUESTAS.....	501
1. "Crisis Standstill Agreement" multilateral: congelar remedios mientras se ejecuta un plan verificable.....	501
2. Recapitalización mixta: equity cure + conversión parcial mezzanine + inyección del coinversor con nueva preferencia	502
3. Amendment integral del covenant package: reset de definiciones, umbrales por etapa y covenants segmentados por unidad de negocio.....	502
4. Remedial Plan operativo: control de coste y plazo con covenants de hitos y sustitución parcial de contratista si no cumple.....	503
5. Estrategia de salida y monetización: venta parcial del retail o paquete BTS para bajar deuda y restaurar bancabilidad	504
CONSECUENCIAS PREVISTAS	504
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS	505
LECCIONES APRENDIDAS	506

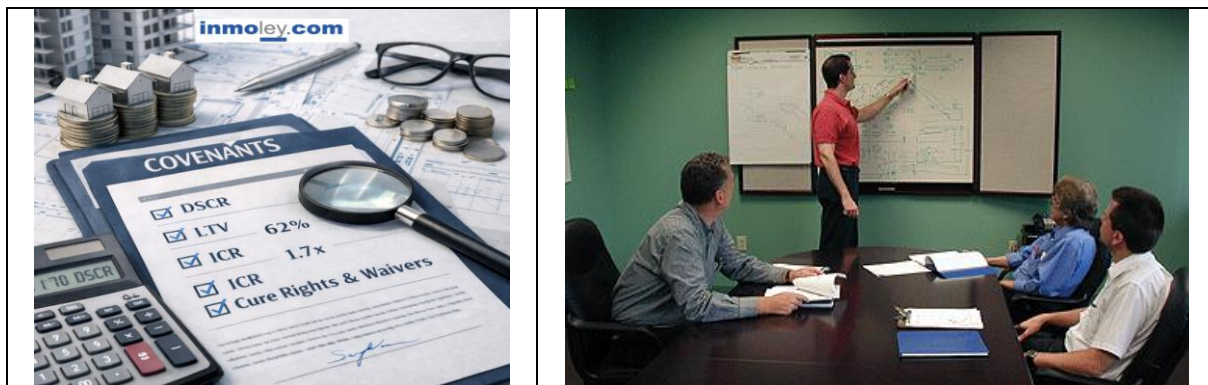
¿QUÉ APRENDERÁ?



Lo que aprenderá con la Guía Práctica de "COVENANTS (CLÁUSULAS FINANCIERAS) PARA PROMOTORES INMOBILIARIOS: DSCR, LTV, ICR, CURE RIGHTS Y WAIVERS" en 12 puntos:

- Comprender qué es un covenant y cómo se utiliza como sistema de control del riesgo en financiación inmobiliaria.
- Identificar los riesgos de mercado, ejecución, coste, plazo y liquidez que cubre un covenant package bien diseñado.
- Distinguir cómo cambian los covenants según el tipo de financiación: deuda senior, mezzanine y estructuras híbridas.
- Calcular e interpretar el DSCR en promoción inmobiliaria, evitando errores típicos de definición y de caja disponible.
- Dominar el LTV y el LTC como medidas de apalancamiento, entendiendo su relación con la valoración y los escenarios adversos.
- Aplicar el ICR y los covenants de tipo de interés, incluyendo coberturas y control de tensiones financieras.
- Redactar y negociar definiciones contractuales críticas (Debt, Value, CADS, NOI) para evitar ambigüedades y conflictos.
- Diseñar covenants operativos de obra: presupuesto, change orders, hitos críticos y Cost to Complete.
- Estructurar covenants comerciales de preventas, absorción, política de descuentos y estrategia de salida del proyecto.
- Gestionar reporting, testing y compliance certificates con trazabilidad documental y control de discrepancias.
- Actuar ante un incumplimiento: events of default, remedios del financiador, cross-default y protección de continuidad del proyecto.
- Utilizar cure rights, waivers y amendments con criterios profesionales, apoyándose en checklists, formularios y casos prácticos reales.

Introducción.



COVENANTS INMOBILIARIOS: EL MANUAL PRÁCTICO PARA PROTEGER SU FINANCIACIÓN Y SALVAR SU PROYECTO

En un mercado inmobiliario cada vez más exigente, la diferencia entre una promoción que avanza con estabilidad y otra que entra en tensión suele estar en un elemento silencioso, pero decisivo: los covenants. Estas cláusulas financieras y operativas, bien entendidas y bien negociadas, son el verdadero sistema de control del riesgo en cualquier financiación profesional. Sin embargo, en la práctica, muchos promotores solo descubren su impacto cuando ya es tarde: un DSCR que se deteriora por un desfase de caja, un LTV que se dispara por una valoración adversa, un ICR que deja de cuadrar por una definición mal cerrada o un reporting que no resiste una verificación. En ese momento, la financiación deja de ser un soporte y se convierte en una amenaza directa para la continuidad del proyecto.

Esta guía práctica nace precisamente para resolver ese problema de raíz. No es un documento teórico, ni un listado superficial de ratios: es un manual operativo diseñado para profesionales que trabajan con obra real, calendario real, decisiones reales y presión real. A lo largo de sus capítulos, aprenderá a interpretar y utilizar los covenants como herramienta de gestión, a identificar dónde se gana o se pierde una negociación y a anticiparse a los triggers antes de que activen un lock-up, un cash sweep o un evento de incumplimiento. Se abordan, con un enfoque claro y accionable, las métricas clave del sector — DSCR, LTV e ICR—, su cálculo correcto y sus trampas habituales, además de toda la arquitectura contractual que las sostiene: definiciones, calendarios de test, criterios de valoración, reservas y reglas de caja.

El contenido va más allá del “qué” y se centra en el “cómo”. La guía incorpora covenants no financieros críticos para la financiación inmobiliaria: control de coste, presupuesto, change orders, Cost to Complete, hitos verificables de obra, preventas, absorción, política de descuentos, estabilización y salida. También integra el día a día del cumplimiento: reporting, compliance certificates, auditorías, project monitor y dashboards internos para que el promotor tenga control y trazabilidad, no improvisación. Y, cuando los números se tensan, entra



en el terreno que de verdad marca la diferencia: cure rights, equity cure, waivers y amendments. Aquí encontrará criterio, estructura y estrategia para negociar y salvar una financiación sin destruir el proyecto ni regalar valor.

El beneficio para el profesional es inmediato. Esta guía le permitirá convertir el covenant package en una ventaja competitiva: entenderá cómo preparar un term sheet con inteligencia, cómo detectar cláusulas "tóxicas" que asfixian el proyecto, cómo anticipar tensiones en el modelo financiero antes de que el banco las vea y cómo construir un "defence file" sólido y verificable cuando el riesgo aparece. Ganará seguridad en la negociación con financiadores, mejorará su capacidad de control de caja y coste, reforzará su posición frente a socios e inversores y, sobre todo, reducirá la probabilidad de que un incumplimiento técnico escale a una crisis operativa.

Además, esta guía incluye una de las partes más valiosas para quien trabaja con proyectos reales: checklists y formularios completamente operativos. No se trata de plantillas vacías, sino de modelos listos para aplicar, que ayudan a ordenar el underwriting, la revisión del modelo financiero, el stress test, la proyección de covenants y la preparación de waiver o amendment con rapidez y rigor. A esto se suman casos prácticos extensos, diseñados para que el lector interiorice los mecanismos de causa-efecto: qué pasa cuando fallan preventas, cuando sube el coste, cuando cae el valor, cuando el tipo de interés cambia la foto o cuando la gobernanza bloquea el equity cure.

Si su objetivo es proteger la financiación, mantener la continuidad de la obra y conservar el control del proyecto, esta guía es la herramienta que le faltaba. Adquirirla no es un gasto: es una inversión directa en criterio, capacidad de negociación y protección del valor. Porque en financiación inmobiliaria no basta con "tener un préstamo"; hay que saber sostenerlo en el tiempo, gestionarlo con inteligencia y defenderlo cuando el mercado se vuelve adverso.

Hoy más que nunca, el promotor que domina covenants domina el riesgo. Y quien domina el riesgo, controla la viabilidad del proyecto, la relación con el financiador y el resultado económico final. El siguiente paso hacia una gestión profesional más sólida y más rentable empieza aquí: con un manual que le enseña a anticiparse, negociar y actuar con precisión. Esta guía práctica está diseñada para quienes quieren trabajar con ventaja, no con incertidumbre.