

MFIN Tradicional – Sábado 06/8

Reestructuración de Deuda

- *Ejercicio 1 – Canje Renta Fija*
- *Ejercicio 2 – Reestructuración Integral de Pasivos Financieros*

Profesor: Andres Vacarezza

Ayudantes:

- Nicolas Minniti - nminniti@gmail.com
- Julián Emiliozzi - jemiliozzi@columbuszuma.com

*Importante: dudas o consultas por email, por favor poner en el asunto “**MFIN**”, de esta forma nos aseguramos de responder el 100% para el final del día.*

Cuando debemos encarar un proceso de Reestructuración de Pasivos Financieros?



1. El repago de la deuda no iguala/se ajusta a los flujos del negocio
2. Covenants muy restrictivos
3. Sacar de circulación una emisión con un mercado secundario muy pobre
4. Obtener una ganancia de capital si la emisión se negocia a un precio muy bajo
5. Para frenar el avance de acreedores hostiles

IMP: La refinanciación de pasivos es un proceso que desgasta el perfil comercial de las compañías, **PRIMERO** se debe siempre buscar soluciones operativas.

Alternativas de Reestructuración

OPC 1. Modificar Términos y Condiciones de los pasivos ya existentes.

- Alargar Plazo
- Disminuir tasa
- “PIKear” intereses
- Dispensar covenants, etc.

OPC 2. Sustituir un pasivo “viejo” por otro instrumento (ya sea nueva Deuda o Equity)

- “Exchange Offer” – Tender Offer seguido de una nueva emisión

Tender Offers. Variantes

- Precio establecido por el Emisor
- Precio establecido por el Mercado. 2 Variables:
 - *Pure Dutch Auction*
 - ***Modified Dutch Auction***
 - Precio único
 - Alocación de ordenes en orden *creciente de precio / decreciente de yield*
 - Precio y orden de corte que completan el libro.

Ejercicio Canje Renta Fija

Caso Práctico - Instrumentos de renta fija. Canje:

- La Compañía A se encuentra en un proceso de “*liability management*” (“gerenciamiento de pasivos”) orientado a extender el vencimiento de sus 4 bonos, conforme a la tabla que se acompaña (Tabla A).
- El canje de los bonos se hace en forma simultánea en el año 2002, a la par, neto de cualquier pago en efectivo.
- Todos los bonos se extienden 3 años desde el vencimiento de cada uno de ellos (el bono que vencía en el 2002 se refinancia al 2005, el del 2004 al 2007, el del 2006 al 2009, y el del 2007 al 2010).
- Una porción del canje se paga en efectivo para alentar la adhesión de los inversores al mismo.
- La Compañía anticipa que algunos inversores no se sumarán a la propuesta (“*hold-outs*”). Los *hold-outs* serán pagados a su vencimiento.
- La proyección financiera de la Compañía presenta el flujo de repago que se acompaña (Flujo B).

Ejercicio Canje Renta Fija (cont.)

Tabla A:

Bono	Monto	Vcto.	Pago Up Front		Hold-Outs		Nuevo Bono
			% Tender	US\$	% Emisión	US\$	US\$
Bono A	100	2002	(completar)	(completar)	(completar)	(completar)	70
Bono B	300	2004	(completar)	45	(completar)	(completar)	(completar)
Bono C	200	2006	(completar)	20	(completar)	(completar)	120
Bono D	400	2007	(completar)	(completar)	40%	160	220
Total	1.000	n.a.	n.a.	105	n.a.	n.a.	n.a.

Cash Flow de Repago de los Bonos Viejos + Bonos Nuevos (Flujo B):

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	20		60	70	60	160		120	220
	45					195			
	20								
	20								
	10								
Total	115		60	70	60	355		120	220

Las sumas contenidas en ésta tabla no siguen ningún orden en particular (es decir, los números de una misma fila no corresponden necesariamente a un mismo bono).

Ejercicio Canje Renta Fija (cont.)

SOLUCIÓN

- En el año 2002 se producen los pagos up-front de los bonos con vencimiento en el 2002, 2004, 2006 y 2007, más los hold-outs del 2002;
- En el año 2003 no tiene lugar ningún pago;
- En el 2004 sólo tienen lugar los pagos a los hold-outs del 2004;
- En el 2005 se produce el vencimiento del nuevo bono que se emitió en reemplazo del bono con vencimiento en el 2002;
- En el 2006 sólo tienen lugar los pagos a los hold-outs del 2006;
- En el 2007 se produce el vencimiento del nuevo bono que se emitió en reemplazo del bono con vencimiento en el 2004, más los hold-outs del 2007;
- En el 2008 no se produce ningún vencimiento;
- En el 2009 se produce el vencimiento del nuevo bono que se emitió en reemplazo del bono con vencimiento en el 2006;
- En el 2010 se produce el vencimiento del nuevo bono que se emitió en reemplazo del bono con vencimiento en el 2007.

Ejercicio Canje Renta Fija (cont.)

SOLUCIÓN

Bono	Monto	Vcto.	Pago Up Front		Hold-Outs		Nuevo Bono
			% Tender	US\$	% Emisión	US\$	US\$
Bono A	100	2002	22,22%	20	10%	10	70
Bono B	300	2004	18,75%	45	20%	60	195
Bono C	200	2006	14,29%	20	30%	60	120
Bono D	400	2007	8,33%	20	40%	160	220
Total	1.000	n.a.	n.a.	105	n.a.	n.a.	n.a.

Ejercicio: Reestructuración Integral de Pasivos Financieros

Alternativas de Reestructuración de Deuda

- **Cash Tender Offer / Pago Upfront**
 - Se realiza un pago en efectivo, usualmente aportado por el Accionista, al momento $T=0$ de la reestructuración. Usualmente reestructura la Deuda Elegible a un bajo valor nominal.
- **Deuda Mediano Plazo**
 - Se reemplaza la deuda vieja, por nueva deuda a un plazo **medio** en el tiempo (ej. 5 años). Generalmente se modifican los términos económicos (plazo y tasa) afectando el valor nominal (o “face value”) del crédito y el valor de recupero.
- **Deuda Largo Plazo**
 - Se reemplaza deuda vieja, por nueva deuda a un plazo **largo** en el tiempo (ej. 7 o 10 años). Generalmente no se modifican términos económicos (plazo y tasa), no afectando el valor nominal, aunque si se afecta el valor de recupero (valor en el tiempo del dinero).