



UNIVERSIDAD  
TORCUATO DI TELLA

**UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA**

**Finanzas Corporativas**

**Profesor: Julio César Fermo**

**Comisión I, II y III – Examen Final - Año 2014 – Tema A**

- Para aprobar el examen los alumnos deberán obtener una calificación de al menos **“C”**, **tanto en la práctica como en la teoría**. La nota promedio ponderará un 50% la práctica, y un 50% la teoría.
- La duración máxima del examen es de **3 horas**.
- **No** se podrá utilizar el teléfono celular como calculadora.
- Por favor **no responda** sobre el texto del examen, dado que no hay espacio suficiente (excepto *multiple choice o eventualmente verdadero o falso*).
- Por favor escriba las respuestas en **hoja aparte, la parte práctica por un lado, y la teórica por el otro**. Por favor escriba en **birome o lapicera, en letra imprenta mayúscula, de manera clara y legible, acompañando los papeles de trabajo con los correspondientes cálculos**.
- **En los ejercicios del tipo “Verdadero / Falso”**, justifique su respuesta. No lo haga a través de ejemplos; los ejemplos complementan un concepto, no lo definen.
- No omita indicar su **nombre completo en cada hoja**.
- **Suerte!!!**

## **Parte A – Práctica**

### **Ejercicio Nro. 1 (10 puntos):**

*Book-Building (Modified Dutch Auction):* Determine (a) las asignaciones (V\$N y %), (b) el precio de corte y su rendimiento implícito, (c) el total del monto ofertado, y (d) las razones de exclusión de ciertos inversores para un bono a emitirse por V\$N250 millones de acuerdo a lo siguiente:

- (i) el período para presentar ofertas va desde el 01-ago-14 hasta el 20-ago-14,
- (ii) el precio de emisión es a la par,
- (iii) el tramo mayorista fija precio,
- (iv) el tramo mayorista recibe un 70% de la emisión,
- (v) el tramo mayorista no acepta órdenes menores a los V\$N20 millones,
- (vi) el tramo mayorista prioriza las asignaciones que se reciben tempranamente,
- (vii) el tramo minorista no fija precio,
- (viii) el tramo minorista recibe el 30% de la emisión,
- (ix) el tramo minorista no acepta órdenes menores a V\$N1 millón, y
- (x) el tramo minorista aloca pro-rata.

<b>Inversor</b>	<b>Fecha</b>	<b>Oferta (V\$N)</b>	<b>Precio (%)</b>	<b>TIR (%)</b>	<b>Book (V\$N)</b>	<b>Asignación (%)</b>
Mayorista 1	12-ago-14	20.000.000	90%	10%		
Mayorista 2	10-ago-14	30.000.000	91%	9%		
Mayorista 3	02-ago-14	50.000.000	92%	8%		
Mayorista 4	11-ago-14	25.000.000	86%	14%		
Mayorista 5	12-ago-14	60.000.000	90%	10%		
Mayorista 6	12-ago-14	15.000.000	91%	9%		
Mayorista 7	12-ago-14	20.000.000	90%	10%		
Mayorista 8	04-ago-14	30.000.000	92%	8%		
Minorista 1	01-ago-14	10.500.000				
Minorista 2	04-ago-14	12.000.000				
Minorista 3	07-ago-14	12.000.000				
Minorista 4	10-ago-14	13.000.000				
Minorista 5	13-ago-14	10.850.000				
Minorista 6	16-ago-14	10.750.000				
Minorista 7	19-ago-14	10.900.000				
Minorista 8	22-ago-14	500.000				
Total						

## **Ejercicio Nro. 2 (10 puntos):**

*Propuesta de reestructuración integral de pasivos bancarios y financieros:* Resuelva

- La Compañía Alfa anunció públicamente la suspensión de los pagos de su deuda financiera el día 30 de junio de 2014.
- La deuda sujeta a reestructuración (“**Deuda Elegible**”) era la siguiente:

Bonos internacionales:	V\$N100 millones
Bonos locales:	V\$N 50 millones
Deuda bancaria:	V\$N250 millones
<b>Total:</b>	<b>V\$N400 millones</b>

- Alfa contrató los servicios de Citi en calidad de asesor financiero exclusivo.
  - Citi realizó un “*market read*” e identificó acreedores con diferentes perfiles, a saber: (i) tenedores de bonos internacionales que habían comprado sus bonos en el mercado secundario a precios promedio de US\$20 por cada V\$N100; (ii) bancos comerciales cuya expectativa de recupero se situaba en un 70% del crédito original; y (iii) tenedores de bonos locales (esencialmente inversores retail) que priorizaban las propuestas que no importaran quita en el capital.
  - A los efectos de los cálculos se entenderá por “recupero” al cociente entre (i) el valor presente de la oferta escogida por el acreedor, y (ii) el valor nominal del crédito sujeto a reestructuración.
  - Los términos de la propuesta de reestructuración se indican a continuación:
- 1- **Cash Tender Offer:** el accionista controlante aportará US\$22 millones para recomprar bonos a un precio del 20% bajo un esquema de cash tender offer. La Compañía se reserva el derecho de rechazar las ofertas presentadas si no alcanza un rescate mínimo de V\$N50 millones.
  - 2- **Medium-Term Bonds:** la Compañía emitirá bonos a mediano plazo con vencimiento bullet en el año 2019 (5 años), con un cupón fijo del 9% anual. Por cada V\$N1.000.- de Deuda Elegible, la Compañía entregará V\$N800 de Medium-Term Bonds. El monto máximo de emisión de Medium-Term Bonds no podrá superar los V\$N100 millones.
  - 3- **Long-Term Bonds:** la Compañía emitirá bonos de largo plazo con vencimiento bullet en el año 2024, con cupón fijo del 2% anual. Por cada V\$N1.000 de Deuda Elegible, la Compañía entregaría V\$N1.000 de Long-Term Bonds. No existe monto máximo para este tramo.
- La propuesta de reestructuración tiene un plazo de duración de 20 días.
  - Dicha propuesta contiene una cláusula por la cual los acreedores gozarán del derecho de retiro (“*withdrawal rights*”) en caso de que la Compañía modificara alguno de los términos de la misma.

- La propuesta de reestructuración será dejada sin efecto en caso que menos del 95% de la Deuda Elegible haya participado de la oferta.
- La “*yield curve*” aplicable a la deuda de Alfa es la siguiente:

Plazo	Rendimiento
5 años	15%
10 años	20%

- Al término del plazo de duración de la oferta, los resultados eran los siguientes:

Cash Tender:	V\$N200 millones
Medium-Term Bond:	V\$N 20 millones
Long-Term Bond:	V\$N 50 millones
<b>Total</b>	<b>V\$N270 millones</b>

- Citi recomendó a la Compañía mejorar los términos del Medium-Term Bond de manera de alentar la adhesión de algunos de los bancos comerciales, los cuales se habían mostrado poco interesados en la propuesta. La Compañía aceptó la recomendación, y decidió (i) elevar el cupón del Medium Term al 11% anual, y simultáneamente, (ii) extender la propuesta por 10 días más.
  - Después de expirado el período adicional, los resultados fueron los siguientes:
- 1- **Cash Tender:** tenedores de Deuda Elegible que representaban V\$N50 millones decidieron ejercer el derecho de retiro, y canjear su deuda por Medium-Term Bonds. El total de Deuda Elegible que eligió el tender fue entonces de V\$N150 millones.
  - 2- **Medium-Term Bonds:** el total de Deuda Elegible ofrecida en canje por Medium-Term Bonds totalizó V\$N190 millones.
  - 3- **Long-Term Bonds:** el total de Deuda Elegible ofrecida en canje por los Long-Term Bonds totalizó V\$N50 millones, sin cambios.

Se solicita:

- Confirme si Alfa logró o no reunir una masa de acreedores cuya Deuda Elegible superara el nivel mínimo definido por la Compañía (1) antes y (2) después de mejorar los términos del Medium-Term Bond.
- Estime el nivel de hold-outs (V\$N y %) antes y después de mejorar los términos del Medium-Term Bond.
- Estime los V\$N recomprados en el Cash Tender Offer.
- Estime las tasas de recupero del Medium-Term Bond original y mejorado.
- Establezca el stock de deuda total al closing de la reestructuración, abierto por tipo de deuda, e identifique el monto de Deuda Elegible rescatada por Cash Tender Offer y el monto de Medium-Term y Long-Term Bonds entregados en canje.

### **Ejercicio Nro. 3 (10 puntos):**

Verdadero o falso. Justifique:

- Cuando estoy valuando compañías y utilizo el método del WACC, al proyectar y estimar el *Free Cash Flow (FCF)*, no debo recalculer los impuestos a las ganancias como si la empresa no tuviese deuda ya que el efecto del *Tax Shield* lo recojo a nivel de la tasa de descuento (específicamente, cuando calculo el costo de la deuda como el *After-Tax Cost of Debt*).

Verdadero // falso. Justifique.

### **Ejercicio Nro. 4 (10 puntos):**

Responda. Justifique su respuesta:

- Una compañía posee 2 contratos financieros: un préstamo bancario sindicado por un monto de US\$100.000.000 (contrato A) y un bono internacional por un monto de US\$500.000.000 (contrato B). El contrato A califica bajo la definición de “Deuda” del Indenture Agreement o contrato B. Adicionalmente, en los Supuestos de Incumplimiento definidos en dicho Indenture Agreement se lee: “...será considerado un Supuesto de Incumplimiento que cualquier Deuda del Emisor, por encima de los US\$10.000.000, o su equivalente en otras monedas, resulte exigible (ya sea a su vencimiento, requerimiento de prepago o por la simple aceleración) y que no sea pagada al término del período de remediación...”. El deudor incumple un covenant negativo bajo el préstamo bancario sindicado, que no es curado dentro del período de gracia de 10 días hábiles definido en el contrato A. Los acreedores bajo este préstamo aceleran la facilidad recién a los 30 días corridos de acontecido el Supuesto de Incumplimiento. Cuando es que los inversores bajo el bono internacional pueden declarar un cross-acceleration y por qué?

### **Ejercicio Nro. 5 (10 puntos):**

*Multiple choice.* Marque sólo lo que corresponda (puede haber más de una respuesta correcta):

El <i>Clear Market Provision</i> :	<p>Inhibe al deudor de realizar transacciones de deuda durante el período de sindicación.</p> <p>Permite al banco organizador la adecuación de determinados términos y condiciones del préstamo para asegurar una sindicación exitosa.</p> <p>Fuerza al deudor a salir al mercado dentro de un plazo determinado de tiempo o ante un evento predefinido.</p> <p>Inhibe al agente colocador de syndicar la facilidad mientras el deudor no lo autorice.</p> <p>Permite al book-runner syndicar la facilidad pero no instrumentar el contrato de préstamos con los bancos participantes.</p>
El <i>Best Efforts Undertaking</i> :	<p>Implica asumir un compromiso de underwriting parcial en firme.</p> <p>Implica asumir un compromiso de underwriting total en firme.</p> <p>Implica asumir un compromiso de realizar los mejores esfuerzos</p>

	<p>respecto a un underwriting parcial.</p> <p>Implica asumir un compromiso de realizar los mejores esfuerzos respecto a un underwriting total.</p> <p>Implica lograr un Successful Syndication de la facilidad.</p>
El <i>average life</i> de un préstamo de 60 meses con 1,5 años de gracia y un esquema de amortización lineal a partir del mes 18 es:	<p>4,0 años.</p> <p>3,75 años.</p> <p>3,5 años.</p> <p>3,25 años.</p> <p>3,0 años.</p> <p>2,75 años.</p> <p>2,5 años.</p>

## **Parte II – Teoría**

### **Ejercicio Nro. 6 (10 puntos):**

Actualmente en el mercado local existen dos tipos de fideicomisos financieros: aquellos en los que el fiduciante tituliza una cartera de préstamos ya originados (“fideicomisos financieros de cartera originada”) y otros en los que el fiduciante tituliza flujos futuros (“fideicomisos financieros de flujo futuro”). Por favor indique la respuesta correcta:

1. los fideicomisos de cartera originada y de flujos futuros están diseñados de forma que las cobranzas sean direccionadas hacia una cuenta fiduciaria administrada por un fiduciario financiero;
2. los fideicomisos de flujos futuros suponen un riesgo performance mayor a los fideicomisos de cartera originada;
3. los fideicomisos de cartera originada suponen un riesgo performance mayor a los fideicomisos de flujos futuros;
4. los fideicomisos de flujos futuros suponen la post financiación de un flujo de cobranzas proyectado, en tanto que los de cartera originada implican la prefinanciación de un portfolio de préstamos;
5. los fideicomisos de cartera originada suponen la post financiación de un portfolio de préstamos, en tanto que los de flujos futuros implican la prefinanciación de un flujo de cobranzas proyectadas;
6. los fideicomisos de cartera originada generalmente presentan uno más tramos seniors, diseñados para mejorar la calidad crediticia de los tramos subordinados;
7. los fideicomisos de cartera originada generalmente presentan uno o más tramos subordinados, diseñados para mejorar la calidad crediticia del tramo senior;
8. los tenedores de un valor representativo de deuda emitido por un fideicomiso de cartera originada conservan un recurso contra el fiduciante;
9. los tenedores de un valor representativo de deuda emitido por un fideicomiso de cartera originada no conservan un recurso contra el fiduciante;
10. (1) y (2);

11. (1), (2) y (5);
12. (1), (2), (5) y (7);
13. (1), (2), (5), (7) y (9);
14. (3), (4) y (6);
15. (3) y (4);
16. (3), (4), (6) y (9);
17. ninguna de las anteriores;

Respuesta: ( \_\_\_\_ )

**Ejercicio Nro. 7 (10 puntos):**

En un contexto de *liability management* las cláusulas de acción colectiva (“CACs”):

1. permiten modificar los *money terms* sin que sea necesario el voto unánime de los bonistas;
2. hacen innecesaria la realización de canjes de deuda;
3. garantizan la inexistencia de *hold outs* en la medida que se alcance el umbral mínimo de votos que prevé el *Indenture* para modificar *money terms*;
4. se hacen más necesarias en el contexto soberano que en el privado, debido a que en este último existen regímenes concursales;
5. son incompatibles con la existencia de *financial covenants* y *events of default*;
6. (1), (2), (3) y (4);
7. (1), (2) y (3);
8. (3) y (4);
9. (1), (2), (3) y (5);
10. ninguna de las anteriores;

Respuesta: ( \_\_\_\_ )

**Ejercicio Nro. 8 (10 puntos):**

En el contexto de M&A:

1. no se concibe la existencia de representaciones y *covenants* del Vendedor sin que el contrato de compra venta establezca indemnidades en favor del Comprador;
2. no se concibe la existencia de una *escrow account* sin que el contrato de compra venta establezca indemnidades a favor del Comprador;
3. no se concibe la existencia de indemnidades a favor del Comprador sin que al mismo tiempo la documentación de cierre establezca una *escrow account* a favor de este último;

4. los *covenants pre closing* resultan de aplicación en un escenario en el que la toma de posesión está sujeta al cumplimiento de un conjunto de condiciones precedentes por parte del Vendedor previstas en el contrato de compra venta;
5. los ajustes de precio *pre closing* se originan en el *due diligence* de compra;
6. los ajustes de precio *post closing* se originan en el *due diligence* de compra;
7. cualquier pago bajo un *earn-out* es abonado por la compañía *target* objeto del M&A;
8. (1), (2), (4) y (5);
9. (1), (2), (4) y (6);
10. (1), (2), (4), (5) y (7);
11. ninguna de las anteriores;

Respuesta: ( \_\_\_\_ )

**Ejercicio Nro. 9 (10 puntos):**

Ud es el accionista controlante (80%) de la Compañía XX que se encuentra negociando un acuerdo de accionistas con el minoritario (20%). Los objetivos que Ud. se trazó para comenzar con la negociación son los siguientes: tener la posibilidad de arrastrar al minoritario en la venta que realice el controlante en las condiciones que éste último acuerde con el comprador; sumar las tenencias del minoritario –a opción de este último– ante la realización de un *IPO* decidido por la Compañía dentro de un plazo preestablecido, y contar con la opción de igualar la mejor oferta recibida por el minoritario en un proceso de venta de su tenencia. Por favor establezca cuales de los mecanismos que se describen a continuación estarían en línea con sus objetivos:

1. *tag along*;
2. *drag along*;
3. 1 y 2;
4. *first refusal*;
5. *first offer*;
6. 1 y 5;
7. *piggyback registration rights*;
8. *demand registration rights*;
9. *put* contra el controlante;
10. *put* contra el accionista y el controlante;
11. (1), (8) y (9);
12. (6) y (10);
13. (2), (4) y (7);
14. compensación del tipo *full ratchet*;



15. ninguna de las anteriores;

Respuesta: ( \_\_\_\_ )

**Ejercicio Nro. 10 (10 puntos):**

En un contexto de *Venture Capital*, las condiciones que se tienen que observar para que proceda una compensación del tipo *antidilution* son:

1. que el valor *post money* de la ronda 1 sea mayor que el valor *pre money* de la ronda 2;
2. que el valor *pre money* de la ronda 1 sea menor que el valor *pre money* de la ronda 2;
3. que el valor *pre money* de la ronda 1 sea menor que el valor *post money* de la ronda 2;
4. que el valor *post money* de la ronda 1 sea menor que el valor *post money* de la ronda 2;
5. que el valor *post money* de la ronda 1 sea menor que el valor *pre money* de la ronda 2;
6. que la ronda 1 y la ronda 2 se produzcan dentro del período de protección *antidilution*;
7. 1 y 6;
8. 2 y 5;
9. 3 y 5;
10. 4 y 5;
11. que el inversor ronda 1 no haya ejercido el derecho de preferencia;
12. ninguna de las anteriores;

Respuesta: ( \_\_\_\_ )