

En un contexto de liability management

... el Bono de la Compañía A (el “**Bono**”) *tradea* sobre la par a un *yield* del 10%, mientras que otros bonos de igual *duration*, cupón y *rating* crediticio *tradean* sobre la par a un *yield* del 5%. Dicho Bono tiene una cláusula de recompra voluntaria a un precio compatible con un *yield* del 10%.

La razón que explica que el precio del Bono de la Compañía A no siga subiendo hasta alcanzar el 5% de *yield* que marca la pizarra para su *peer group* (grupo de comparables) es que:

- cualquier inversor que convalidara un precio consistente con un *yield* del 5% se expondría a que, ante un evento de recompra voluntaria, tendría que reconocer una pérdida de capital.
- el mercado “descuenta” la recompra voluntaria y “factorea” ese escenario cuando le pone precio al Bono.
- el mercado “descuenta” que la Compañía A cuenta con la liquidez necesaria para recomprar su Bono, o que tiene un amplio acceso al mercado de capitales para refinanciar el Bono.

... un bono que *tradea* sobre la par implica que:

- el rendimiento es menor al cupón;
- en términos de cash flow, el emisor sigue pagando el cupón, no el rendimiento;
- para que el emisor empiece a pagar un cupón igual al rendimiento, tiene que llevar adelante una operación de liability mangement –i.e. canje, recompra seguida de una nueva emisión, etc.- reemplazando al bono anterior con un bono nuevo cuyo cupón sea equivalente al rendimiento del bono reemplazado

... las cláusulas de acción colectiva (“CACs”):

- permiten modificar los money terms sin que sea necesario el voto unánime de los bonistas;
- hacen innecesaria la realización de canjes de deuda;
- 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;
- se hacen más necesarias en el contexto soberano que en el privado, debido a que en este último existen regímenes concursales;

... que involucre instrumentos de renta fija emitidos en el marco de un régimen de depósito colectivo, el rol del Information Agent es, entre otros, el de:

- identificar a los bonistas para poder ofrecerles una propuesta diferenciada;

En un contexto de Project Finance

... la creación de un Special Purpose Vehicle o SPV:

- Permite separar el riesgo de un proyecto determinado, al constituirlo como una entidad jurídica separada donde los Sponsors se limitan al capital aportado al SPV.
- Los acreedores del Proyecto no tienen “recurso” contra el balance de los Sponsors, a menos que otorgaran una garantía del tipo “Completion Guarantee”, mientras esta se mantenga vigente.
- los bancos acreedores tienen recurso contra el SPV dueño del proyecto durante toda la vida del mismo;
- los bancos acreedores tienen recurso contra los Sponsors del proyecto hasta que se produce el project completion;

... los financiamientos del tipo *A/B Loan*:

- Son provistos por entidades multilaterales de crédito que actúan como lenders of record;
- Contienen un tramo A que representa el hold position de la entidad multilateral;
- Contienen un tramo B que se syndica entre bancos comerciales a través de la venta de participations con fuertes limitaciones en términos de voting power;
- Contienen un tramo A que por lo general tiene un vencimiento mayor al Tramo B.
- Contienen un tramo B que por lo general tiene una tasa de interés más alta que el Tramo A;
- Confieren un “paraguas de riesgo político” que permite superar restricciones en materia de convertibilidad y transferibilidad cambiaria vigentes en el país del prestatario;
- los bancos comerciales que suscribieron los *Participations* respecto del Tramo B tienen un poder de voto limitado;

... las *Export Credit Agencies* (“ECAs”):

- Proveen garantías que cubren el riesgo comercial;
- Proveen garantías que cubren el riesgo político;
- Proveen garantías denominadas “comprendivas”, es decir que cubren riesgos comerciales y políticos;
- son instituciones que promueven la exportación de tecnología local a través de la provisión de financiamiento “blando” a los importadores;

... el *off-taker*:

- Es una pieza clave para la estructuración del financiamiento del proyecto;
- Es cliente del proyecto;

... el project completion tiene como consecuencia:

- la liberación del completion guarantee provisto por los Sponsors;
- la obtención de resultados satisfactorios en materia de estándares mínimos de eficiencia del proyecto;

... el completion guarantee provisto por los Sponsors en favor de los bancos proveedores del financiamiento se extiende hasta el momento en el que:

- el proyecto alcanzó el project completion operativo;
- el proyecto alcanzó el project completion financiero;
- los bancos acreedores otorgaron un waiver en favor de los Sponsors, liberándolos de la citada garantía;

En un contexto de reestructuración de deuda

... soberana, los canjes de deuda tienen por objeto:

- Modificar “sintéticamente” money terms sin contar para ello con el voto unánime de los tenedores del bono a reestructurar, respecto de instrumentos que no cuentan con cláusulas de acción colectiva;

... la definición de “Títulos Elegibles” se aplica a:

- Los bonos sujetos a reestructuración;

En un contexto de Venture Capital

... los inversores:

- Buscan altos retornos;
- Están dispuestos a asumir fuertes riesgos;
- toman participación en el equity de la compañía, debido a que la misma, por su condición de start-up no es elegible para tomar financiamiento bajo la forma de deuda;
- estructuran su participación en el equity de la compañía incluyendo mecanismos de protección antidilución para proteger su inversión de down rounds;

... las condiciones que se tienen que observar para que proceda una compensación del tipo *antidilution* son:

- que el valor post money de la ronda 1 sea mayor que el valor pre money de la ronda 2
- que la ronda 1 y la ronda 2 se produzcan dentro del período de protección antidilution;

... el esquema de protección antidilutivo del tipo weighted average es menos dilutivo –para el fundador- que el full ratchet debido a que:

- tiene en cuenta el precio de las rondas 1 y 2, así como también el tamaño –en términos de la cantidad de acciones emitidas- de cada una de las rondas;

... el esquema de protección antidilutivo del tipo *weighted average* es menos dilutivo –para el fundador- que el *full ratchet* debido a que:

- tiene en cuenta el precio de las rondas 1 y 2, así como también el tamaño –en términos de la cantidad de acciones emitidas- de cada una de las rondas;

... la dilución down-round:

- es por aumento de capital no suscripto, a un precio inferior al precio de entrada del inversor F.
Ejemplo: *el inversor F compró 100 acciones (10% post-money) de A en \$100.-, lo cual arroja un valor compañía “post-money” de \$1.000.-. La asamblea de A decide emitir 100 acciones adicionales, a un precio de \$0,5 c/u.. F decide no suscribir. La participación de F se reduce a un 9,09%, y el valor económico de su tenencia se reduce a \$50.*
- La protección del tipo “full ratchet” supone una compensación en acciones adicionales a favor del inversor capitalista, ante una emisión de acciones por debajo del precio de entrada del inversor.
Ejemplo: *La Compañía A emitió 50.000 acciones a \$20.- por acción, las cuales fueron suscriptas en su totalidad por el inversor F. Al poco tiempo, A decide emitir 10 nuevas acciones a \$ 10.- por acción. Automáticamente se produce un recálculo, de forma que el monto aportado por F se divide por el nuevo precio, arrojando un número de acciones equivalente a 100.000, diluyendo en consecuencia a los viejos fundadores.*

En un contexto de préstamos sindicados

- los financial covenants se testean en base a un esquema de mantenimiento;
- es muy común que exista una cláusula de set off;
- es muy común que exista una cláusula de sharing of payments;
- el Lead Arranger es quien detenta el mayor hold position;
- la tasa base se redetermina al comienzo de cada período de interés;
- el prestatario transfiere los pagos de capital e interés al Agente Administrativo, quien posteriormente transfiere dichas sumas a los bancos prestamistas a prorrata de su exposición;
- la violación de un financial covenant constituye un evento de incumplimiento;
- ocurrido un evento de incumplimiento, los bancos acreedores pueden declarar los plazos caídos (conocido también como “aceleración”) en función del régimen de mayorías establecido en el contrato de préstamo;

... el ratio conocido como *Fixed Charge Coverage Ratio (EBITDA / 1 Year Debt Service)*:

- Se refiere al Last Twelve Months EBITDA;
- Se refiere al Forward Looking 1 Year Debt Service;
- Se propone monitorear la concentración de vencimientos de la deuda financiera en relación con la generación de EBITDA;

En un contexto de M&A

- El infomemo es elaborado por el sell side;
- no se concibe la existencia de representaciones y covenants del Vendedor sin que el contrato de compra venta establezca indemnidades en favor del Comprador;
- no se concibe la existencia de una escrow account sin que el contrato de compra venta establezca indemnidades a favor del Comprador;

- 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;
- los ajustes de precio pre closing se originan en el due diligence de compra;
- el ajuste de precios pre-closing se nutre de los findings obtenidos en la auditoría de compra;
- la violación de una representación (“representation”) por parte del accionista vendedor y contenida en el SPA (“Stock Purchase Agreement”) genera una indemnidad en favor del vendedor;
- los covenants pre-closing sólo se justifican si la toma de posesión del paquete accionario adquirido se produce con posterioridad a la firma del SPA;
- los covenants pre-closing sólo tienen sentido cuando la entrega de la posesión y la firma del contrato de compra-venta no son simultáneos;
- los esquemas denominados “earn-outs” se establecen en beneficio del vendedor;
- no tiene sentido incorporar representaciones del vendedor en el contrato de compra venta accionaria (“SPA”) si al mismo tiempo no se incorporan indemnidades del vendedor que se gatillan en caso de incumplimiento;
- el SPA contiene covenants pre y post closing cuando la firma y la toma de posesión por parte del comprador se producen en momentos distintos;
- el incumplimiento de un covenant post closing genera distintos efectos, entre ellos, la obligación de indemnizar al comprador en cabeza del vendedor;
- el incumplimiento de un covenant pre closing genera un ajuste de precio previo al closing en favor del comprador;
- no se concibe la existencia de cuentas escrow sin que al mismo tiempo el vendedor haya otorgado indemnidades por ajustes post closing;

... las cuentas *escrow*:

- Se conciben para garantizar indemnidades en favor del comprador;
- Son administradas por terceros independientes de la parte compradora y vendedora.
- Actúan como verdaderas garantías líquidas para cubrir ajustes del tipo post-closing a favor del Comprador;
- Sólo tienen sentido en la medida que el Vendedor haya otorgado indemnidades a favor del Comprador por ajustes del tipo post-closing;
- el Vendedor puede otorgar indemnidades sin que se constituya una cuenta escrow en garantía;
- los saldos depositados en la cuenta escrow nunca pueden exceder el monto de las indemnidades ofrecidas por el Vendedor;
- puede haber indemnidades sin cuenta escrow;
- pueden tener un saldo menor que la indemnidad comprometida por el vendedor;

... el *data room* virtual, a diferencia del *data room* físico:

- permite que los interesados revisen la información contenida en el mismo en simultáneo;
- permite la revisión remota por parte de los interesados, lo cual resulta en un ahorro significativo para estos en términos de gastos en vuelos, hoteles, etc.;
- evita la afectación física de un espacio destinado a contener la información del data room (i.e.: sala de reuniones, etc.);

... un *add-on* supone:

- que el comprador ya tiene dentro del portfolio un activo de características similares al target;

- que aun tratándose de un target pequeño respecto del tamaño del comprador, la adquisición pueda ser de interés para el adquirente;

... secuencia típica de un proceso es:

1. Long list de candidatos.
2. Envío del teaser.
3. Propuesta No Vinculante.
4. Short list de candidatos.
5. Propuesta Vinculante.
6. Firma del Convenio de Exclusividad.
7. Due Diligence – Auditoría de Compra.
8. Firma del Contrato de Compra-venta.
9. Pago del Precio

... una compañía que decide crecer de manera inorgánica lo hace:

- a través de operaciones de M&A.

En un contexto de *Private Equity*

- Los Demand Registration Rights en poder de inversores minoritarios con necesidad de monetizar su inversión son muy peligrosos para el accionista controlante en contextos de mercados de equities en baja;
- el General Partner está facultado para tomar las decisiones de compra, gerenciamiento y venta de las portfolio companies;
- el General Partner invierte un pequeño porcentaje en el Fondo por exigencia de los Limited Partners (“skin on the game”);
- el Reglamento del Fondo establece a partir de qué momento (“exit period”) el General Partner tiene que comenzar un proceso de monetización de las portfolio companies;
- la monetización (“liquidity event”) puede ocurrir en un momento determinado, o bien en más de un momento (i.e.: dividendos en efectivo anuales; M&A parciales, etc.);
- el liquidity event puede consistir en la venta de la portfolio company;
- el liquidity event puede consistir en el IPO de la portfolio company, en la medida que el mismo involucre una colocación secundaria;
- el liquidity event puede consistir en el ejercicio de un put por parte del General Partner contra el accionista con quien comparte el accionariado de la portfolio company;
- el liquidity event puede consistir en el ejercicio de un put por parte del General Partner contra la portfolio company;

... un Fondo que sólo está dispuesto a invertir bajo un esquema de “*cash in*” supone:

- que el target deberá emitir nuevas acciones para posibilitar el ingreso del Fondo;
- que la participación porcentual en el equity del accionista pre-money se va a diluir como consecuencia del ingreso del Fondo;
- una convivencia entre el accionista pre-money y el Fondo;
- la existencia de un valor del equity del target pre-money y post-money;

- toman participación en el equity de la compañía, debido a que la misma, por su condición de start-up no es elegible para tomar financiamiento bajo la forma de deuda;
- estructuran su participación en el equity de la compañía incluyendo mecanismos de protección antidilución para proteger su inversión de down rounds;

En un contexto de valuación de compañías

... el valor terminal:

- es un artificio matemático utilizado para asignarle un valor a los cash flows libres que se generarán con posterioridad al período de proyección;
- incluye un coeficiente “g” que supone una tasa de crecimiento constante de los cash flows libres en perpetuidad;

... el riesgo país argentino:

- se mide a través de un indicador conocido como EMBI Argentina (Emerging Markets Bond Index);
- mide la diferencia entre el rendimiento promedio de un portfolio de bonos emitidos en dólares por Argentina, y un portfolio de bonos emitidos en dólares por Estados Unidos, de similar vida promedio;
- reduce el valor del equity de las compañías argentinas mientras mayor sea el nivel del mismo;

En un contexto de reestructuración de deuda

... el emisor lanzó una propuesta integral cuyos términos se indican a continuación:

- *Cash Tender Offer*: el accionista controlante contribuirá US\$ 35 millones para recomprar deuda en poder de los acreedores siguiendo un mecanismo de *pure dutch auction* (sistema holandés puro). En caso de empate entre dos o más órdenes en términos de precio, la alocaión se hará a *pro-rata*.
- *Medium Term Bonds*: la Compañía emitirá bonos de mediano plazo con vencimiento *bullet* en el año 2008 (5 años), con un cupón fijo del 1% anual. Por cada V.N. US\$1.000.- de Deuda Elegible, la Compañía entregará V.N.US\$ 1.200.- de *Medium Term Bonds*. El monto máximo de *Medium Term Bonds* no podrá superar los V.N.US\$ 60 millones.
- *Long Term Bonds*: la Compañía emitirá bonos de largo plazo con vencimiento *bullet* en el año 2015, con cupón fijo del 2% anual. Por cada V.N. US\$ 1.000.- de Deuda Elegible, la Compañía (i) abonará US\$ 100.- en efectivo, con el producido de un aporte de capital adicional que realizará el accionista controlante y (ii) por la diferencia, entregará *Long Term Bonds* a valor par. No existe monto máximo para éste tramo.

Dentro de las condiciones precedentes para el *closing*, el emisor estableció un umbral de adhesión del 90%. El prospecto prevé que las condiciones precedentes se establecieron en beneficio exclusivo del deudor. Expirado el plazo de duración para participar del proceso, el nivel de adhesión se ubicó muy por debajo del citado umbral, razón por la cual el emisor decidió redoblar la apuesta, incrementando el cupón de la propuesta de Long Term Bonds hasta un 5% anual.

En función de lo anterior:

- Los inversores que eligieron la opción del Cash Tender Offer tienen derecho de retiro;
- Los inversores que eligieron la opción del Medium Term Bond tienen derecho de retiro;
- Los inversores que eligieron la opción del Long Term Bond tienen derecho de retiro;
- El emisor puede unilateralmente reducir el umbral de adhesión sin que se requiera el consentimiento de los acreedores;

... el Sistema Holandés modificado:

una vez clasificadas las peticiones recibidas de mayor a menor por precio ofrecido (menor a mayor yield), y en función del volumen de fondos, quedarían adjudicadas todas las peticiones que superen el precio mínimo aceptado. Las pujas realizadas por encima del precio medio se adjudican a este precio; las restantes aceptadas, al precio ofertado.

En las subastas se pueden presentar dos clases de ofertas:

- Competitivas: el participante debe indicar el precio que está dispuesto a pagar por los títulos que solicita. Se pueden presentar tantas peticiones como se desee a precios distintos.
- No competitivas: en este caso, no se indica el precio a pagar o tipo de interés solicitado. El precio de adjudicación será el promedio que resulte de la subasta.

En un contexto de LBO (leveraged buyout)

... el *General Partner* de un Fondo:

- Toma decisiones de compra y venta de compañías privadas para el Fondo;

En un contexto de financiamiento off-balance sheet

- La titulización de un portfolio de flujos futuros supone para el inversor un fuerte riesgo de performance por parte del fiduciante;
- La titulización de un portfolio de flujos futuros supone una estrategia financiera de pre-financiación de capital de trabajo;

En un contexto de proyección de estados contables

...si el cash flow de financiamiento para un año determinado arroja un saldo positivo, ello significa:

- que la Compañía va a estar tomando nueva deuda y/o aportes de capital en sumas que excederán de las sumas destinadas a cancelar deuda y/o a pagar dividendos;

En el contexto de equities

... una oferta primaria de acciones supone necesariamente:

- la emisión de nuevas acciones
- un canal de financiamiento para la compañía emisora

En un contexto de capital público

... una estrategia de *proxy fight* promovida por un activista corporativo supone:

- una disputa entre el activista y el management de la emisora, en la cual el primero busca tomar el control del Directorio removiendo a los miembros actuales, en tanto que el segundo se propone mantener el status quo;

En un contexto de financiamiento *off-balance sheet*

- el riesgo de performance de una titulización de un portfolio de cartera originada está dado fundamentalmente por el rol del fiduciante en su carácter de servicer (cobrador);
- el riesgo de performance de una titulización de un portfolio de flujos futuros está dado fundamentalmente por el rol del fiduciante en su carácter de originador del underlying asset (activo subyacente);
- la titulización de un portfolio de flujos futuros supone una estrategia financiera de pre-financiación de capital de trabajo;
- la titulización de un portfolio de cartera originada supone una estrategia financiera de post-financiación de capital de trabajo;

En un contexto de deuda corporativa

...el concepto de subordinación estructural supone:

- la existencia de una cadena societaria (“corporate chain”);

- la existencia de al menos dos acreedores que no tienen relación entre sí;
- la existencia de un acreedor cuya subordinación se explica por el hecho de que su acreencia se encuentra fuertemente ligada a la cobranza de un flujo residual (dividendo);
- que el crédito subordinado estructuralmente presenta una calidad crediticia inferior al crédito que no se encuentra en esa condición;
- que el acreedor subordinado estructuralmente no tiene acción directa sobre los activos de la compañía cuyos dividendos representan la principal fuente de repago de la acreencia de dicho acreedor;

En un contexto de renta fija

...alcanzar el *investment grade* para una emisora supone:

- contar con una calificación crediticia de al menos BBB- según la escala de S&P;
- reducir el costo de su financiamiento;
- ampliar la oferta de crédito a la que dicha emisora va a poder acceder;

... para un país perder el grado de inversión (*investment grade*) supone:

- tener una nota inferior a BBB-
- un aumento en el yield de su deuda;
- una fuerte reducción en la base de inversores en condiciones de invertir en los instrumentos emitidos por el citado soberano;

... un *underwriting* en firme supone:

- Que si el mercado no absorbe el total de la emisión, el underwriter deberá suscribir la diferencia;

... El Emisor Y actualmente cuenta con una estructura de deuda en el mercado de capitales local distribuida entre dos títulos: el bono A y el bono B. Luego de violar un covenant financiero en la facilidad o bono A, el mismo incurrió en un evento de default, generando que los acreedores en el plazo de los 15 días optaran por acelerar los pagos de la misma. Asuma que el instrumento de deuda A califica como Deuda Elegible bajo el préstamo B y que los acreedores de este último están protegidos bajo una cláusula de “Cross-Acceleration”, por lo tanto:

- La facilidad B se encuentra en instancias de Cross Default a la espera de alcanzar el régimen de mayoría de acreedores que le permita acelerar. Evento de default hay en ambas facilidades, ya sabemos que A optó por acelerar en el plazo de 15 días y queda en acreedores de la B reunirse y confirmar la aceleración (que lógicamente sucederá ya que nadie quiere verse perjudicado económicamente, si un grupo de acreedores pide que le paguen todo junto el otro grupo también lo hará)

Caso 1

Ud. es el CFO de la Compañía ZZ. En estos momentos, se encuentra analizando un *term sheet* enviado por el Banco Comercial XX, en relación con un bono cuyos términos se acompañan a continuación:

<i>Emisor:</i>	ZZ
<i>Monto:</i>	US\$ 150 millones
<i>Plazo:</i>	10 años
<i>Cupón:</i>	12% n.a.
<i>Tipo de compromiso:</i>	Underwriting en firme
<i>Financial Covenants:</i>	Gross Leverage (Debt / EBITDA) < 4; Fixed Charge Coverage Ratio(1) > 1
<i>Ley Aplicable:</i>	Estados Unidos

(1): EBITDA (últimos 12 meses) / Debt Service próximos 12 meses

La lógica implícita en el paquete de *covenants* financieros propuesto se resume en:

- en el caso del Gross Leverage, contar con un ratio que combine un proxy –histórico- de generación de cash flows operativos (EBITDA) con un determinado stock de deuda financiera, lo cual facilita la comparación con otros emisores de igual o distinto tamaño relativo;
- en el caso del Fixed Charge Coverage Ratio, contar con un ratio que permita monitorear el nivel de concentración de vencimientos – futuros- de su deuda financiera en el corto plazo (1 año), en relación con un proxy –histórico- de su capacidad anual de generación de cash flows operativos (EBITDA);

Caso 2

El Banco XX junto con el Banco PP han sido designados como co-colocadores y *jointbookrunners* de la emisión de un bono por parte de la Compañía ZZ por la suma de US\$ 10 millones. Al momento del cierre del período de colocación, el *book* presentaba lo siguiente:

Tramo Competitivo			Tramo No Competitivo	
Inversores	VN solicitado	TIR solicitada	Inversores	VN Solicitado
Inversor A	10.000.000	12,00%	Inversor K	530.000
Inversor B	2.300.000	11,00%	Inversor L	780.000
Inversor C	4.500.000	9,00%	Inversor M	600.000
Inversor D	2.100.000	8,50%	Inversor N	135.000
Inversor E	5.000.000	14,00%	Inversor O	50.000
Inversor F	2.900.000	11,50%	Inversor P	75.000
Inversor G	1.500.000	8,75%	Inversor Q	600.000
Inversor H	1.350.000	17,00%	Total	2.770.000
Inversor I	3.500.000	15,00%		
Inversor J	8.000.000	13,00%		
Total	41.150.000			

El prospecto del bono prevé un tramo competitivo y un tramo no competitivo; éste último no podrá superar el 60% del monto de la emisión. En el tramo competitivo la asignación de las órdenes se hará bajo un sistema del tipo holandés modificado, en tanto que en el tramo no competitivo las órdenes se alojarán a prorrata.

Al momento de realizarse las alocações, el Banco XX prepara en borrador el siguiente aviso, para ser publicado en la autopista de la información financiera de la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.gob.ar): ... *Les informamos que la transacción ha sido un éxito. El tramo competitivo totalizó US\$ 7.230.000.- a una TIR de corte del 9,00%, en tanto que el tramo no competitivo totalizó US\$ 2.770.000.- a la TIR de corte ...* ". Paralelamente el Banco PP prepara el

siguiente aviso: “... Les informamos que la transacción ha sido un éxito. La totalidad de la colocación se colocó al tramo competitivo por la suma de US\$ 10.000.000.- a una TIR de corte del 11,00% ...”

Por favor indique qué debió haber ocurrido para evitar esta interpretación disímil?

- el prospecto debió haber establecido que al tramo no competitivo se le alojaría el mayor de (i) cero y (ii) un porcentaje mínimo de la colocación;

Caso 3

Existen diferentes maneras de diseñar un *covenant* de *Leverage*, entre ellas Deuda Financiera / *EBITDA* (*Gross Leverage*) y Deuda Financiera Neta / *EBITDA* (*Net Leverage*). Típicamente el *indenture* de un bono prevé que, ante la imposibilidad del emisor de incurrir US\$ 1.- de Deuda Financiera –porque ello supondría un evento de *default*-, se gatilla una cláusula denominada Pagos Restringidos, la cual incluye, entre otros, la imposibilidad de pagar dividendos, de realizar aportes de capital en compañías no controladas, etc.

La Compañía A (la “**Compañía**” o la “**Emisora**”) ha mejorado sustancialmente su perfil crediticio durante los últimos años, lo que le permitió acumular una suma sustancial de *cash* en su tesorería, a pesar de lo cual “convive” con un *covenant* de *Gross Leverage* muy restrictivo ($\text{Deuda Financiera} / \text{EBITDA} \leq 2x$). Con dicho *cash* la Emisora se propone abonar un dividendo en efectivo. Según las cifras del último balance anual, la Emisora presenta un nivel de Deuda Financiera / *EBITDA* de 2,75x.

En esa línea:

- el *covenant* de *Gross Leverage* **fuera** a la Emisora a realizar una recompra parcial de su Deuda Financiera –para su posterior cancelación- para de esa forma establecer un nuevo nivel que le permita incurrir al menos US\$ 1.- de Deuda Financiera, y en consecuencia, liberar los pagos que de otra manera estarían limitados por la cláusula de Pagos Restringidos;
- el *covenant* de *Net Leverage* le permitiría a la Compañía aprovechar el *cash* que la misma generó como consecuencia del mejoramiento en su perfil crediticio, **sin que sea necesario** llevar adelante ninguna recompra parcial de su Deuda Financiera –para su posterior cancelación- para liberar los pagos que de otra manera estarían limitados por la cláusula de Pagos Restringidos;

Otros ejercicios

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:

- 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;

- los fideicomisos de flujos futuros suponen un riesgo performance mayor a los fideicomisos de cartera originada;
- 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;
- los fideicomisos de cartera originada generalmente presentan uno o más tramos subordinados, diseñados para mejorar la calidad crediticia del tramo senior;
- los tenedores de un valor representativo de deuda emitido por un fideicomiso de cartera originada no conservan un recurso contra el fiduciante;

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:

- drag along;
- first refusal;
- piggyback registration rights;

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:

- 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;
- los fideicomisos de flujos futuros suponen un riesgo performance mayor a los fideicomisos de cartera originada;
- 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;
- los fideicomisos de cartera originada generalmente presentan uno o más tramos subordinados, diseñados para mejorar la calidad crediticia del tramo senior;
- los tenedores de un valor representativo de deuda emitido por un fideicomiso de cartera originada no conservan un recurso contra el fiduciante;

El equity value pre-money:

- es igual al precio de suscripción de la oferta primaria multiplicado por la cantidad de acciones pre-money;
- es igual al equity value post-money menos el producido de la colocación primaria de acciones;

Establezca cuáles son las condiciones para que aplique la protección antidilution:

- “down round” dentro del período de protección;

Ud. es acreedor de XX S.A. bajo la facilidad A. XX es deudor de JJ bajo la facilidad B. La facilidad A contiene una cláusula de cross default. La facilidad B es elegible para generar un cross default bajo la facilidad A, lo cual implica:

- que el default de la facilidad B constituye un evento de incumplimiento bajo la facilidad A;

La estructura de capital de una compañía hace referencia:

- a la combinación de deuda / capital propio con que una compañía financia su operación

En un ejercicio de valuación el WACC:

- es el costo promedio ponderado de la deuda y del equity

Ejercicios prácticos

Ejercicio 1

Durante los últimos meses, las compañías privadas SAN y JORGE estuvieron evaluando la posibilidad de hacer un *Merge* para conformar una nueva compañía que se llamará SAN JORGE.

Finalmente, luego de realizar las correspondientes evaluaciones cruzadas se acordó que:

- Los accionistas de SAN recibirán 6 acciones de SAN JORGE por acción de SAN.
- Los accionistas de JORGE recibirán 4 acciones de SAN JORGE por acción de JORGE.
- Previo al Merge existen 1.000 acciones de SAN y 1.000 acciones de JORGE.
- Se espera luego realizar un IPO de SAN JORGE emitiendo 100.000 nuevas acciones.

Usted sabe de la evaluación SAN, la siguiente información:

- Deuda Financiera: \$ 100.000.000.
- Caja: \$ 50.000.000
- El flujo de caja sus activos libres descontados a su correspondiente tasa WACC otorgan un valor presente de \$ 200.000.000.

Determine el Equity Value resultante de la evaluación de JORGE:

Solución

En base a la información de San:

Cash: \$ 50 MM	Debt: \$ 100 MM
Company Value: \$ 200 MM	
	Equity: $200 + 50 - 100 =$ \$ 150 MM

Entonces:

$$EqS = 60\% \cdot EqSJ$$

$$EqJ = 40\% \cdot EqSJ$$

$$EqJ = EqS \cdot 40\% / 60\%$$

$$EqJ = 150 \cdot 0,4 / 0,6 = 100$$

El equity value de JORGE es de \$100MM.

Ejercicio 2


Usted desea realizar una valuación rápida del Equity Value de la compañía AA, de la cual sabe que:

- Tiene un EBITDA de \$ 750.000.
- Una posición de caja de \$ 200.000.
- Deuda Financiera Nula.

Buscando compañías similares, se encuentra con BB. Revisando sus Estados Contables e información pública, recopila los siguientes datos:

- Tiene un EBITDA de \$ 1.000.000.
- Posición de Caja \$ 500.000.
- Deuda Financiera \$ 1.500.000.
- Posee en total 250.000 acciones, con un float del 20% en el Merval cotizando a 10 \$/acción.
- Posee una participación minoritaria de 50.000 acciones de la compañía CC, cotizando actualmente en el Merval a 2 \$/acción.

Realizando una valuación por múltiplos comparables, estime el Equity Value de AA:

BB:			AA:	
Cash: \$ 500.000	Debt: \$ 1.500.000		Cash: \$ 200.000	Equity: \$ 2.550.000 + \$ 200.000 = \$ 2.750.000
Inversiones: 50.000 acc x 2 \$/acc = \$ 100.000				
Company Value: \$ 2.500.000 + \$ 1.500.000 - \$500.000 - \$ 100.000 = \$ 3.400.000	Equity: 250.000 acc x 10\$/acc = \$ 2.500.000		Company Value: 3,4 x \$ 750.000= \$ 2.550.000	

$$\frac{CV}{EBITDA} = \frac{\$ 3.400.000}{\$ 1.000.000} = 3,4x$$

Ejercicio 3

GG es una startup tecnológica que inicia su vida financiada 100% vía equity y el costo del mismo es 14%. Suponga que luego de unos años de financiarse con rondas de capital, decide acceder al mercado de deuda internacional alterando su estructura de capital de la siguiente manera:

- Deuda: 40%
- Equity: 60%
- Costo de deuda (Cd) es del 9%

GG se encuentra gravada por el impuesto a las ganancias, y la tasa aplicable es del 35%. En vista de esto, considerando las proposiciones de Modigliani Miller y sabiendo que el

Beta Inicial Desapalancado es 0,5, se solicita:

1) Calcule el nuevo costo del equity apalancado.

$$Ce = Ca + [(Ca - Cd) \cdot \frac{D}{E} \cdot (1 - t)]$$

$$Ce = 14\% + [(14\% - 9\%) \cdot \frac{40\%}{60\%} (1 - 35\%)]$$

$$Ce = 16.17\%$$

2) Calcule el costo promedio ponderado del capital after-tax (WACC aftertax):

$$WACC_{AT} = (1 - t)Cd \frac{D}{V} + Ce \frac{E}{V}$$

$$WACC_{AT} = (1 - 35\%) \cdot 9\% \cdot 40\% + 16.17\% \cdot 60\%$$

$$WACC_{AT} = 12.04\%$$

3) El Be (Beta del Equity), luego del cambio de estructura de capital y considerando el impuesto vigente, asumiendo un Bd (Beta de la Deuda) de 0,1.

4) El Be (Beta del Equity), luego del cambio de estructura de capital y considerando el impuesto vigente, asumiendo la deuda como libre de riesgo (Bd = 0).

Beta con deuda ($Bd \neq 0$)	Beta sin deuda ($Bd = 0$)
$Be = Ba + ((Ba - Bd) \frac{D}{E} (1 - t))$	$Be = Ba + ((Ba - Bd_{RF}) \frac{D}{E} (1 - t))$
$Be = 0,5 + ((0,5 - 0,1) \frac{40\%}{60\%} (1 - 35\%))$	$Be = 0,5 + (0,5 \frac{40\%}{60\%} (1 - 35\%))$
$Be = 0,67$	$Be = 0,717$

5) Parecería ser que la WACC se vio beneficiada por la inclusión de nueva deuda. Si el modelo incluyera “distress costs”, la WACC debería ser (redondee la correcta): **Mayor.**

Ejercicio 4

Usted se encuentra trabajando para un fondo de *private equity* que está transitando un proceso de adquisición de una empresa argentina del rubro agropecuario (la “Compañía”).

El vendedor, a través del Infomemo, entre otros documentos presentados, comunica que el EBITDA de la Compañía a ser considerado para la transacción y vinculado al último ejercicio económico (FY16 al 30/06/2016) fue de \$ (Pesos Argentinos) 20.000.000. En base a esto, y luego de efectuar

una valuación de la Compañía, el fondo recientemente acaba de presentar una oferta vinculante por \$ 67.650.000 (“Valor de Transacción”) correspondiente al 60% del capital accionario.

A efectos de facilitar cualquier ajuste posterior producto de la auditoría de compra, el precio ofrecido se tradujo en términos del EBITDA y del múltiplo EV/EBITDA (en este caso 6x, en sintonía con múltiplos corrientes en Argentina). Por lo tanto, el Valor de Transacción surge del producto del múltiplo por el EBITDA estimado en base a cifras del último Balance auditado (en este caso junio de 2016) luego de sustraerle los Pasivos Financieros Netos (Deuda Financiera – Caja del último Balance auditado).

Posteriormente, en el marco del *due diligence* de compra, se advirtió que:

- La compañía abonaba anualmente la medicina prepaga y otros gastos personales de la familia del accionista controlante por \$200.000.
- Los accionistas desempeñaban funciones ejecutivas, aunque no formaban parte de la nómina salarial. Estimaciones de terceros independientes informan que para el tipo de empresa bajo referencia esta remuneración debería alcanzar los US\$ (Dólares Norteamericanos) 750.000 anuales.
- Una porción de la existencia final de bienes de cambio se encontraba sobrevaluada. La sobrevaluación alcanzaba la suma de \$ 100.000.

Información Complementaria:

- Capital de trabajo: la existencia inicial de bienes de cambio según el Balance del FY16 arrojaba la suma de \$ 700.000.
- Capital de trabajo: las compras de mercadería según el Balance del FY16 arrojaban la suma de \$ 3.000.000.
- Capital de trabajo: la existencia final de bienes de cambio según el Balance del FY16 arrojaba la suma de \$ 1.000.000.
- La Compañía registra deuda financiera por US\$ 500,000. No posee caja ni equivalentes.
- Tipo de Cambio vigente para el año fiscal 2016: \$ 14,50.

Las partes acordaron respetar el múltiplo luego del *diligence*, sin embargo, sobre la base de un EBITDA “Corregido”.

Se solicita:

1) *EBITDA Corregido* (\$)

$$EBITDA_{corr} = EBITDA_{oferta} + Medicina - Compensación - Ajuste_{CMV}$$

$$EBITDA_{corr} = 20.000.000 + 200.000 - 10.875.000 - 100.000$$

$$EBITDA_{corr} = 9.225.000$$

2) *Ajustes Patrimoniales o Dollar To Dollar* (\$)

Son iguales a la sobrevaluación de la existencia final: \$100000.

3) *Nuevo Valor de Transacción* (\$)

$$FV = EBITDA.Múltiplo = 9225000.6 = 55350000$$

$$Deuda_{final} = 500000.14,5 = 7250000$$

$$EV = FV - Deuda_{final} - DifPatrimonial$$

$$EV = 48000000$$

$$ValorTransaccion = EV.60\%$$

$$ValorTransaccion = 28800000$$

Ejercicio 5

En el contexto de financiamiento off balance sheet, asuma que la Compañía XX (el “Fiduciante”), perteneciente a la industria de retail argentina, lo contrata para la estructuración y posterior colocación de un fideicomiso financiero. Al fideicomiso se cederán Créditos (“Cartera Fideicomitida”) que totalizan un Saldo Teórico por cobrar de \$ 176.000.000 (Capital Teórico \$110.000.000 e Interés Teórico \$66.000.000) a una duration de cartera de aproximadamente 11,2 meses. Luego de analizar la cartera y descontarla a una tasa de mercado en pesos, usted arriba a un Capital Descontado de \$ 79.200.000 que estructurará con los siguientes porcentajes: VDFA 75,0%, VDFB 6,0%, VDFC 4,5% y Certificado de Participación (“CP”) el remanente 14,5%.

Al enviarle la cartera a la Agencia Calificadora de Riesgo local, la misma redacta su informe incluyendo las calificaciones de:

- AAA (arg) con Perspectiva Estable para el tramo VDFA,
- A-(arg) con Perspectiva Estable para el tramo VDFB,
- A- (arg) con Perspectiva Estable para el tramo VDFC,
- BB+ (arg) con Perspectiva Estable para el CP.

Mencionando la subordinación de capital como argumento para las calificaciones debajo de AAA en los tramos B y C. En vista de esto, se solicita:

- 1) *Calcular el interés agregado en pesos a pagar al inversor (esto es, el interés que se colocará). Deberá respetar la ecuación básica de estructura del fideicomiso, considerando, respecto del Saldo Total Teórico, que los gastos del mismo representan 0,7%, Impuestos a las Ganancias 35%, IIBB (Ingresos brutos) 7%, e Incobrabilidad Histórica estimada del 6%.*

Solución

Calculo los totales a partir del Saldo Total Teórico:

Saldo Total Teórico	Dato	\$ 176.000.000
Incobrabilidad	6%	-\$10.560.000
Gastos	0,7%	-\$1,232,000
Impuestos	35%	-\$61,600,000
IIBB	7%	-\$12,320,000
Capital Descontado	Dato	-\$79,200,000

Interés	(Suma)	-\$11,088,000
Neto	Siempre	\$0

2) Calcular la subordinación de Capital Teórico para los tramos ADFA, ADFB, ADFC.

Solución

Capital = Capital Descontado . Porcentaje

Tramo	%	Capital	Subordinación
VDFA	75%	\$59,400,000	Cap / Cap Teórico = \$59,400,000 / \$110,000,000 = 54%
VD FB	6%	\$4,752,000	(Cap VDFA + Cap VD FB) / Cap Teórico = 58%
VD FC	4,5%	\$3,564,000	(Cap VDFA + Cap VD FB + Cap VD FC) / Cap Teórico = 62%

Ejercicio 6

La compañía financiera PS otorgó el mandato para la colocación de dos obligaciones negociables Clase I y II al Banco de Inversión CC por la suma de AR\$ 500 millones a un plazo de 18 y 36 meses. Pagarán cupón variable con frecuencia trimestral (determinado como Badlar + Margen a licitar en cada una de las clases). El precio de colocación saldrá a la par, y sólo se licitará el margen.

- La colocación prevé un tramo competitivo para cada serie, y sobre la base del sistema conocido como “Modified Dutch Auction” (“Sistema Holandés Modificado”).
- Inicialmente cada una de las series buscará \$ 250 millones; dependiendo del apetito de los inversores podría declararse una clase desierta o tomar menor cantidad.
- Se aplicará prorrateo si hay dos o más órdenes que contemplan el mismo margen. Asimismo, se considerarán las órdenes de compra a nombre de personas jurídicas por montos iguales o superiores a V.N. AR\$ 5 millones.
- El Banco inició el proceso de colocación el día 15 de julio de 2016; el libro estará abierto hasta el 20 del mismo mes del año 2016 inclusive (en fecha posterior no se admitirán órdenes).

Al día 21 del mes corriente, el book del Banco presentaba lo siguiente:

Clase I - Vencimiento 18 meses			
Inversor	Fecha de la Oferta	Monto Ofrecido (AR\$)	Margen
K	15/07/2016	6.000.000	5,50%
L	17/07/2016	7.500.000	6,00%
M	18/07/2016	5.000.000	3,90%
N	16/07/2016	6.000.000	4,50%
O	17/07/2016	7.000.000	4,25%
P	18/07/2016	6.000.000	5,00%
Q	18/07/2016	5.000.000	4,00%
R	16/07/2016	6.500.000	5,00%
S	19/07/2016	5.000.000	6,50%
T	17/07/2016	7.500.000	6,00%
Total		61.500.000	

Clase II - Vencimiento 36 meses			
Inversor	Fecha de la Oferta	Monto Ofrecido (AR\$)	Margen
A	18/07/2016	70.000.000	6,00%
B	18/07/2016	60.000.000	6,00%
C	16/07/2016	35.000.000	5,00%
D	19/07/2016	35.000.000	3,90%
E	17/07/2016	150.000.000	4,25%
F	15/07/2016	40.000.000	5,00%
G	17/07/2016	50.000.000	4,45%
H	18/07/2016	35.000.000	4,50%
I	16/07/2016	45.000.000	5,26%
J	17/07/2016	170.000.000	6,50%
Total		690.000.000	

En vista de esto el emisor, tras asesorarse con el banco colocador, optó por declarar desierta la Clase I y tomar los AR\$ 500 millones a través de la Clase II.

1) ¿Cuánto estuvo sobresuscripta la Clase II?

$$Sobresuscripta = \frac{Total_{claseII}}{Total_{colocación}} = \frac{690M}{500M} = 1,38x$$

2) Determine el margen de corte de la clase II