



UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA

UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA

Finanzas Corporativas

Profesor: Julio César Fermo

Comisión I, II y III – Primer Examen Recuperatorio - Año 2014 – Tema A

- Para aprobar el examen los alumnos deberán obtener una calificación de al menos **“B-”** ($\geq 60\%$ de los puntos posibles), **tanto en la práctica como en la teoría**. La nota promedio ponderará un 50% la práctica, y un 50% la teoría.
- Por tratarse del primer examen recuperatorio, la nota máxima será una **B+**.
- 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 alocações (V\$N y %), (b) el precio de corte y su rendimiento implícito, (c) el total del monto ofertado, calculado en US\$ como producido de la emisión, y (d) las razones de exclusión de ciertos inversores para un bono a emitirse por V\$N300 millones de acuerdo a lo siguiente:

- (i) el período para presentar ofertas va desde el 01-oct-14 hasta el 20-oct-14 inclusive,
- (ii) el precio de emisión es bajo la par,
- (iii) el tramo mayorista fija precio,
- (iv) el tramo mayorista recibe un 80% de la emisión,
- (v) el tramo mayorista no acepta órdenes menores a los V\$N20 millones,
- (vi) el tramo mayorista aloca primero por rendimiento y segundo temporalmente, priorizando las alocações que se reciben tempranamente,
- (vii) el tramo minorista no fija precio,
- (viii) el tramo minorista recibe el 20% de la emisión,
- (ix) el tramo minorista no acepta órdenes menores a V\$N1 millón, y
- (x) el tramo minorista aloca pro-rata.

Inversor	Fecha	Oferta (V\$N)	Precio (%)	TIR (%)	Book (V\$N)	Alocación (%)
Mayorista 1	12-oct-14	40.000.000	90%	10%		
Mayorista 2	10-oct-14	40.000.000	91%	9%		
Mayorista 3	02-oct-14	50.000.000	92%	8%		
Mayorista 4	11-oct-14	30.000.000	86%	14%		
Mayorista 5	12-oct-14	70.000.000	90%	10%		
Mayorista 6	12-oct-14	15.000.000	91%	9%		
Mayorista 7	12-oct-14	50.000.000	90%	10%		
Mayorista 8	04-oct-14	35.000.000	92%	8%		
Minorista 1	01-oct-14	12.000.000				
Minorista 2	04-oct-14	12.000.000				
Minorista 3	07-oct-14	12.000.000				
Minorista 4	10-oct-14	12.000.000				
Minorista 5	13-oct-14	12.000.000				
Minorista 6	24-oct-14	10.000.000				
Minorista 7	19-oct-14	2.500.000				
Minorista 8	20-oct-14	500.000				
Total						

Ejercicio Nro. 2 (10 puntos):

Propuesta de reestructuración integral de pasivos bancarios y financieros: Resuelva

- Gris S.A. (“GRIS”) anunció públicamente la suspensión de los pagos de su deuda financiera el día 30 de septiembre de 2014.
- La deuda sujeta a reestructuración (“**Deuda Elegible**”) era la siguiente:

Bonos internacionales:	V\$N200 millones
Bonos locales:	V\$N 65 millones
Deuda bancaria:	V\$N130 millones
Total:	V\$N395 millones

- GRIS contrató los servicios de Morgan Stanley (“MS”) en calidad de asesor financiero exclusivo.
- MS 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\$25 por cada V\$N100; (ii) bancos comerciales cuya expectativa de recupero se situaba en un 73.5% 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\$25 millones para recomprar bonos a un precio del 25% bajo un esquema de cash tender offer. GRIS se reserva el derecho de rechazar las ofertas presentadas si no alcanza un rescate mínimo de V\$N60 millones. El exceso de ofertas se aloca al Long-term Bond.
 - 2- Medium-Term Bonds:** GRIS emitirá bonos a mediano plazo con vencimiento bullet en el año 2019 (5 años), con un cupón fijo del 8% anual. Por cada V\$N1.000.- de Deuda Elegible, GRIS entregará V\$N850 de Medium-Term Bonds. El monto máximo de emisión de Medium-Term Bonds no podrá superar los V\$N100 millones. El exceso de ofertas se aloca al Long-term Bond.
 - 3- Long-Term Bonds:** GRIS 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, GRIS entregará V\$N1.000 de Long-Term Bonds. No existe monto máximo para este tramo.
- La propuesta de reestructuración tiene un plazo de duración de 30 días.
- Dicha propuesta contiene una cláusula por la cual los acreedores gozarán del derecho de retiro (“*withdrawal rights*”) en caso que GRIS 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 GRIS 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\$N180 millones
Medium-Term Bond:	V\$N 30 millones
Long-Term Bond:	V\$N 50 millones
Total	V\$N260 millones

- MS recomendó a GRIS 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. GRIS aceptó la recomendación, y decidió (i) elevar el cupón del Medium Term al 12% anual, y simultáneamente, (ii) extender la propuesta por 15 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\$N130 millones.
 - 2- **Medium-Term Bonds:** el total de Deuda Elegible ofrecida en canje por Medium-Term Bonds totalizó V\$N200 millones.
 - 3- **Long-Term Bonds:** el total de Deuda Elegible ofrecida en canje por los Long-Term Bonds totalizó V\$N50 millones, sin cambios (dicho importe no incluye las realocaciones por exceso desde el Cash Tender y el Medium-Term Bond).

Se solicita:

- Confirme si GRIS logró o no reunir una masa de acreedores cuya Deuda Elegible superara el nivel mínimo definido (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 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):

Responda. Justifique:

Existe un deudor con 2 contratos de financiamiento: un préstamo A y un préstamo B. El deudor incumple el pago del principal bajo el préstamo A en la fecha de amortización correspondiente. Hay un período de cura de 3 días hábiles pero los acreedores bajo el préstamo A deciden acelerar la facilidad recién el décimo día hábil contado desde la fecha del incumplimiento. ¿Cuándo es que los acreedores bajo el préstamo B pueden acelerar su facilidad: en la fecha de amortización antes referida, durante el período de gracia, a los 10 días hábiles contados desde la fecha del incumplimiento o con posterioridad al mismo? Asuma que la deuda bajo el préstamo A califica como Deuda Elegible bajo el préstamo B y que los acreedores bajo este último préstamo están protegidos por un cross-payment acceleration provisión.

Ejercicio Nro. 4 (10 puntos):

El banco de inversión Crédit Suisse (“CS”) ha obtenido un mandato de venta de una porción minoritaria del paquete accionario de Zeta S.A. (“Zeta” o la “Compañía”), empresa concesionaria de autopistas en Argentina.

Información complementaria:

- La situación patrimonial, económica y financiera de Zeta es muy delicada, principalmente como consecuencia de la falta de ajuste tarifario y del incremento en sus costos operativos durante los últimos 10 años.
- HoldCo S.A. (“HoldCo”) es el accionista mayoritario de Zeta y titular de acciones clase A, representativas del 60% del capital de la Compañía. El resto del capital se reparte entre acciones clase B (10%), acciones clase C (20%) y acciones clase D (10%).
- HoldCo a su vez tiene 2 accionistas, XXX posee 65% de las acciones y YYY 35%. XXX también posee acciones clase B (10% del capital de Zeta).
- Las acciones clase C eran del estado nacional y fueron ofrecidas al público en un proceso de oferta pública de acciones (*IPO*). El market cap de la Compañía es hoy de US\$150 MM. El valor presente de la deuda financiera es de US\$50 MM.
- Las acciones clase B no cotizan y las acciones clase D son de los empleados de Zeta. Las acciones clase B, C y D son acciones de voto simple. Las acciones clase A otorgan voto múltiple por lo que HoldCo controla las decisiones de Zeta.
- XXX está analizando la venta de sus acciones clase B y es el que ha otorgado el mandato a CS.

Se solicita:

- 1) Estime el valor de las acciones que serán ofrecidas a la venta.
- 2) Si se prevé un ajuste tarifario de un 100% en el mediano plazo, lo que a su vez generará una revaluación del activo de 2x, cuál sería el valor teórico de las acciones clase B considerando el ajuste?

Ejercicio Nro. 5 (10 puntos):

Multiple choice. Marque sólo lo que corresponda:

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>
La <i>duration</i> de un bono:	<p>Es menor que el average life del mismo.</p> <p>Es igual que el average life del mismo.</p> <p>Es mayor que el average life del mismo.</p> <p>En bonos cortos, con un cupón de interés bajo, reduce poco la medida de longitud del bono si la comparamos con el average life del mismo.</p> <p>En bonos cortos, con un cupón de interés bajo, incrementa poco la medida de longitud del bono si la comparamos con el average life del mismo.</p> <p>En bonos largos, con un cupón de interés alto, reduce bastante la medida de longitud del bono si la comparamos con el average life del mismo.</p> <p>En bonos largos, con un cupón de interés alto, incrementa bastante la medida de longitud del bono si la comparamos con el average life del mismo.</p>

Parte II – Teoría

Ejercicio Nro. 6 (10 puntos):

En un contexto de *liability management*, Ud. es el asesor financiero del deudor. El deudor es una compañía radicada en el país XX, con capitales locales. Dentro del elenco de acreedores Ud. identifica claramente dos grupos bien diferenciados: el primero, formado por bancos internacionales con un pequeño *portfolio* residual (el “Grupo I”), y otro, compuesto por grandes bancos internacionales con un nivel de exposición significativa (el “Grupo II”). El Grupo I está pensando seriamente en abandonar el país, dadas las condiciones de inestabilidad reinantes, en tanto que el Grupo II piensa en redoblar la apuesta, en el entendimiento que el futuro cercano se muestra sumamente promisorio. El Grupo I previsionó contablemente su exposición en un 100%, mientras el Grupo II sólo lo hizo al 20%. Dentro de los esquemas posibles, Ud. se propone llevar adelante una recompra de deuda bajo la par, financiada con un aporte de los accionistas. En ese marco:

1. resultaría conveniente llevar adelante una recompra bajo un esquema del tipo *pure Dutch auction*;
2. resultaría conveniente llevar adelante una recompra bajo un esquema del tipo *modified Dutch auction*;
3. resultaría conveniente llevar adelante una recompra utilizando un esquema del tipo *pure Dutch auction* combinado con un *modified Dutch auction*;
4. resultaría conveniente aplicar un esquema de compensación antidilutivo del tipo *full ratchet*;
5. el Grupo I va a ser más proclive a subastar su crédito a un valor más bajo que el que seguramente pretenderá el Grupo II;
6. el Grupo II va a ser más proclive a subastar su crédito a un valor más bajo que el que seguramente pretenderá el Grupo I;
7. (1) y (5);
8. (2) y (5);
9. (1) y (6);
10. (2) y (6);
11. ninguna de las anteriores;

Respuesta: (____)

Ejercicio Nro. 7 (10 puntos):

En un contexto de *liability management* 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:

1. identificar a los bonistas para poder ofrecerles una propuesta diferenciada;
2. diseñar la propuesta de reestructuración;
3. identificar a los bonistas para poder brindar información sobre sus tenencias a la autoridad impositiva;
4. (1) y (2);
5. (1), (2) y (3);
6. (1) y (3);
7. ninguna de las anteriores;

Respuesta: (____)

Ejercicio Nro. 8 (10 puntos):

En el contexto de M&A:

1. la violación de un *covenant* y de una representación gatilla un conjunto de indemnidades en favor del Comprador;
2. las condiciones precedentes a la toma de posesión solo se establecen en beneficio del comprador;
3. las condiciones precedentes a la toma de posesión solo se establecen en beneficio del vendedor;
4. las condiciones precedentes a la toma de posesión pueden establecerse a favor del comprador, del vendedor, o de ambos;
5. la creación de una *escrow account* está sujeta a la existencia de un mecanismo de ajuste de precio *post closing*;
6. la creación de una *escrow account* está sujeta a la existencia de un mecanismo de ajuste de precio *pre closing*;
7. la creación de una *escrow account* está sujeta a la existencia de un mecanismo de ajuste de precio *pre y post closing*;
8. la creación de una *escrow account* está sujeta a la existencia de un *seller finance* por parte del vendedor;
9. la creación de una *escrow account* está sujeta a la existencia de un *seller finance* por parte del comprador;
10. (1), (4) y (5);
11. (4) y (5);
12. (1), (2), (4) y (6);
13. (1), (2), (4), (5) y (7);
14. 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%). Entre los términos acordados con el minoritario se encuentra el derecho de registro del tipo *demand* (“*demand registration rights*”). A Ud. lo desvela que el minoritario ejerza su derecho en un momento de mercado de *equities* en baja. Las posibilidades que se le presentan para mitigar ese riesgo serían:

1. someter el ejercicio del derecho a la valuación de un tercero independiente;
2. someter el ejercicio del derecho a un umbral mínimo de valor del *equity* establecido por un tercero independiente;
3. someter el ejercicio del derecho a un umbral mínimo de valor del *equity* establecido por el minoritario;
4. someter el ejercicio del derecho al transcurso de un determinado plazo a partir de la firma del acuerdo de accionistas;
5. (1) y (2);
6. (1), (2) y (3);
7. (1) y (3);
8. (1) y (4);
9. ninguna de las anteriores;

Respuesta: (____)

Ejercicio Nro. 10 (10 puntos):

En un contexto de préstamos sindicados:

1. los *financial covenants* se testean en base a un esquema de incurrencia;
2. los *financial covenants* se testean en base a un esquema de mantenimiento;
3. los *financial covenants* se testean en base a un esquema de incurrencia y de mantenimiento;
4. es muy común que exista una cláusula de *set off*;
5. es muy común que exista una cláusula de *sharing of payments*;
6. el *Lead Arranger* es quien detenta el mayor *hold position*;
7. (1), (4), (5) y (6);
8. (2), (4), (5) y (6);
9. (2), (4) y (5);
10. (3), (4), (5) y (6);
11. ninguna de las anteriores;

Respuesta: (____)