

**Finanzas Corporativas**  
**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**.
- Trabaje **individualmente**.
- **No** se podrá utilizar el teléfono celular como calculadora. Tampoco se permitirá el uso de notebooks, netbooks o tabletas.
- Por favor **responda** sobre el texto del examen.
- Por favor escriba con **birome o lapicera, de manera clara y legible**.
- **En los ejercicios del tipo “Preguntas” o “Verdadero / Falso”, justifique sus respuestas**. Sean claro y sintético.
- No omita indicar su **nombre completo en cada hoja**.
- **No** se permiten las preguntas al docente durante el examen.
- **Suerte!**

## Parte I – Práctica

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

*Book-Building (Modified Dutch Auction):* Determine (a) las alocaiones (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 alocaiones 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.

Inversor	Fecha	Oferta (V\$N)	Precio (%)	TIR (%)	Book (V\$N)	Alocación (%)
Mayorista 1	12-ago-14	20.000.000	90%	10%	13.000.000	65%
Mayorista 2	10-ago-14	30.000.000	91%	9%	30.000.000	100%
Mayorista 3	02-ago-14	50.000.000	92%	8%	50.000.000	100%
Mayorista 4	11-ago-14	25.000.000	86%	14%	-	0%
Mayorista 5	12-ago-14	60.000.000	90%	10%	39.000.000	65%
Mayorista 6	12-ago-14	15.000.000	91%	9%	-	0%
Mayorista 7	12-ago-14	20.000.000	90%	10%	13.000.000	65%
Mayorista 8	04-ago-14	30.000.000	92%	8%	30.000.000	100%
Minorista 1	01-ago-14	10.500.000			9.843.750	94%
Minorista 2	04-ago-14	12.000.000			11.250.000	94%
Minorista 3	07-ago-14	12.000.000			11.250.000	94%
Minorista 4	10-ago-14	13.000.000			12.187.500	94%
Minorista 5	13-ago-14	10.850.000			10.171.875	94%
Minorista 6	16-ago-14	10.750.000			10.078.125	94%
Minorista 7	19-ago-14	10.900.000			10.218.750	94%
Minorista 8	22-ago-14	500.000			-	0%
Total		330.500.000	90%	10%	250.000.000	78%

- (a) asignaciones (V\$N y %) en tabla.
- (b) precio de corte 90% y rendimiento implícito 10%.
- (c) total del monto ofertado  $V\$N320.500.000 = US\$320.500.000$ .
- (d) Exclusiones: mayorista 4 (precio/TIR), mayorista 6 (monto ofertado < monto mínimo aceptable) y minorista 8 (monto ofertado < monto mínimo aceptable).

**Ejercicio Nro. 2 (10 puntos):** **VER EXCEL**

*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.
 

Antes  $V\$N270mm / V\$N400mm = 67.5\%$  (NO).

Después  $V\$N390mm / V\$N400mm = 97.5\%$  (SI).
- Estime el nivel de hold-outs (V\$N y %) antes y después de mejorar los términos del Medium-Term Bond.
 

Antes  $V\$N130mm / V\$N400mm = 32.5\%$ .

Después  $V\$N10mm / V\$N400mm = 2.5\%$ .
- Estime los V\$N recomprados en el Cash Tender Offer.
 

$US\$22mm / 20\% = V\$N110mm$ .
- Estime las tasas de recupero del Medium-Term Bond original y mejorado.
 

Tasa 9% >  $US\$81.8 / V\$N125 = 65.5\%$ .

Tasa 11% >  $US\$89.0 / V\$N125 = 71.2\%$ .

- 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.

<u>VI- Resumen. Alocaciones</u>	Nueva Deuda				
	Deuda Elegible	Medium Term	Long Term	Hold-outs	Total
Deuda retirada Cash Tender	110.0				-
Deuda retirada Medium Term	125.0	100.0			100.0
Deuda retirada Long Term	155.0		155.0		155.0
<b>Total</b>	<b>390.0</b>				-
Hold-outs	10.0			10.0	10.0
<b>Total Deuda Elegible</b>	<b>400.0</b>				<b>265.0</b>

**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.

FALSO. Se debe recalculer el impuesto a las ganancias como si la empresa no tuviese deuda justamente porque el efecto del tax shield (o escudo fiscal) se recoge al nivel de la tasa de descuento o WACC al utilizar el After-Tax Cost of Debt y no el Cost of Debt como uno de sus componentes.

**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 porque?

Los inversores pueden declarar la aceleración cruzada del bono recién a los 30 días corridos del Supuesto de Incumplimiento, es decir sólo cuando los acreedores bancarios deciden acelerar su facilidad. Esto es así porque se trata de un default técnico bajo el contrato de préstamo que no es curado al término del período de remediación pero que tampoco gatilla una aceleración inmediata de parte de los acreedores bancarios. Se entiende entonces que es condición para la aceleración cruzada en el bono, para el caso de un default técnico, que haya una aceleración bajo el préstamo. Si hubiese habido un default de pago, no se hubiese requerido la previa aceleración de los acreedores bancarios por lo que los bonistas hubiesen podido gatillar la aceleración cruzada del bono sin tener que esperar la aceleración previa de los acreedores bancarios.



**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. <b>X</b></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 respecto a un underwriting parcial. <b>X</b></p> <p>Implica asumir un compromiso de realizar los mejores esfuerzos respecto a un underwriting total. <b>X</b></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. <b>X</b></p> <p>3,0 años.</p> <p>2,75 años.</p> <p>2,5 años.</p>

## **Parte II – Teoría**