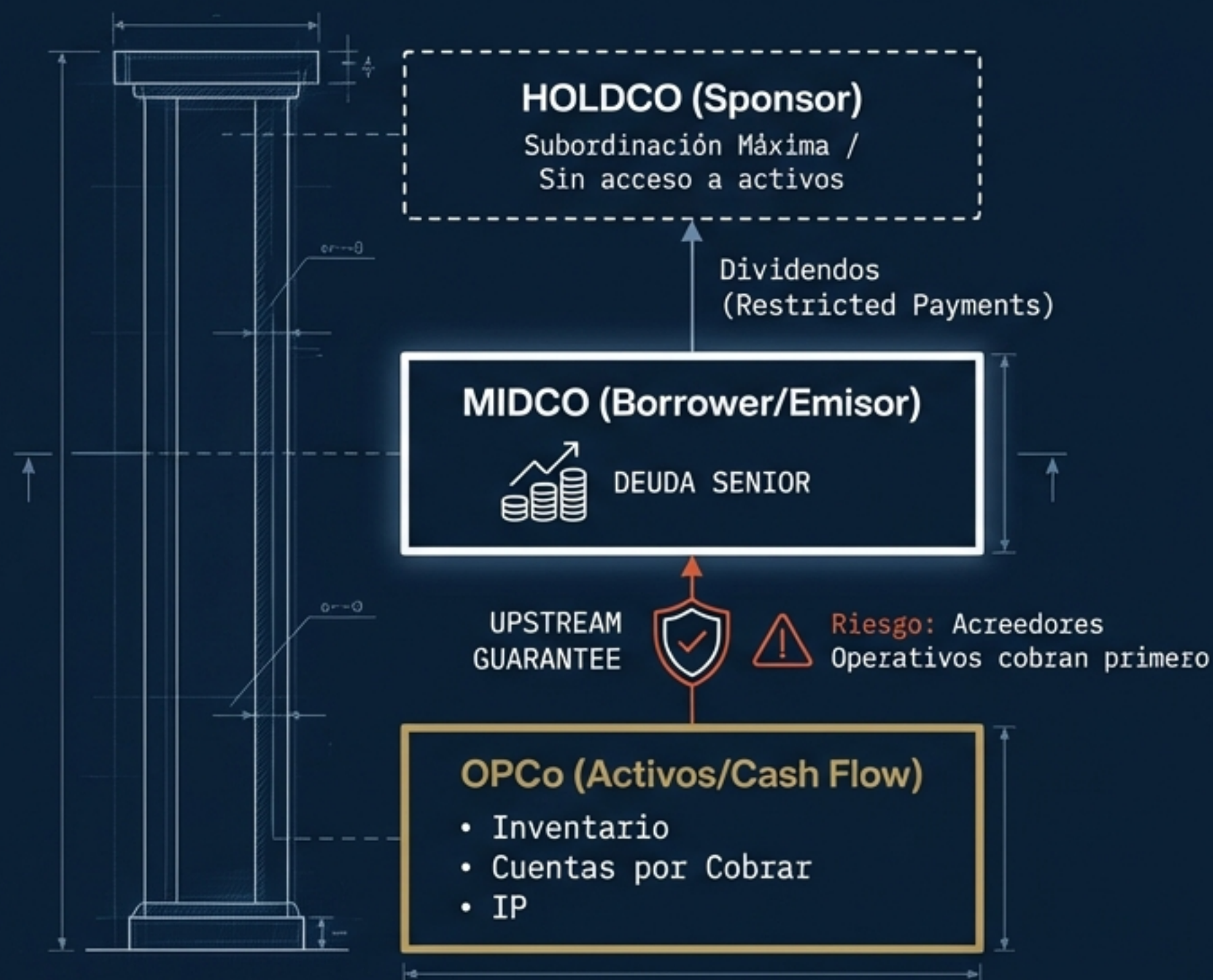


# ARQUITECTURA DEL EMISOR: SUBORDINACIÓN ESTRUCTURAL

Segregación de Riesgos y Flujo de Garantías



## PUNTOS CLAVE

- **Estructura Estándar:** HoldCo (Dueño) → MidCo (Deuda) → OpCo (Activos).
- **Subordinación Estructural:** Acreedores de MidCo solo tienen derechos sobre acciones de OpCo, no sobre los activos.
- **Mitigación:** Garantías 'Upstream' y Prendas sobre Acciones (Share Pledges) para igualar prelación.
- **Cash Leakage:** Control estricto de dividendos a HoldCo vía cláusulas de Restricted Payments.

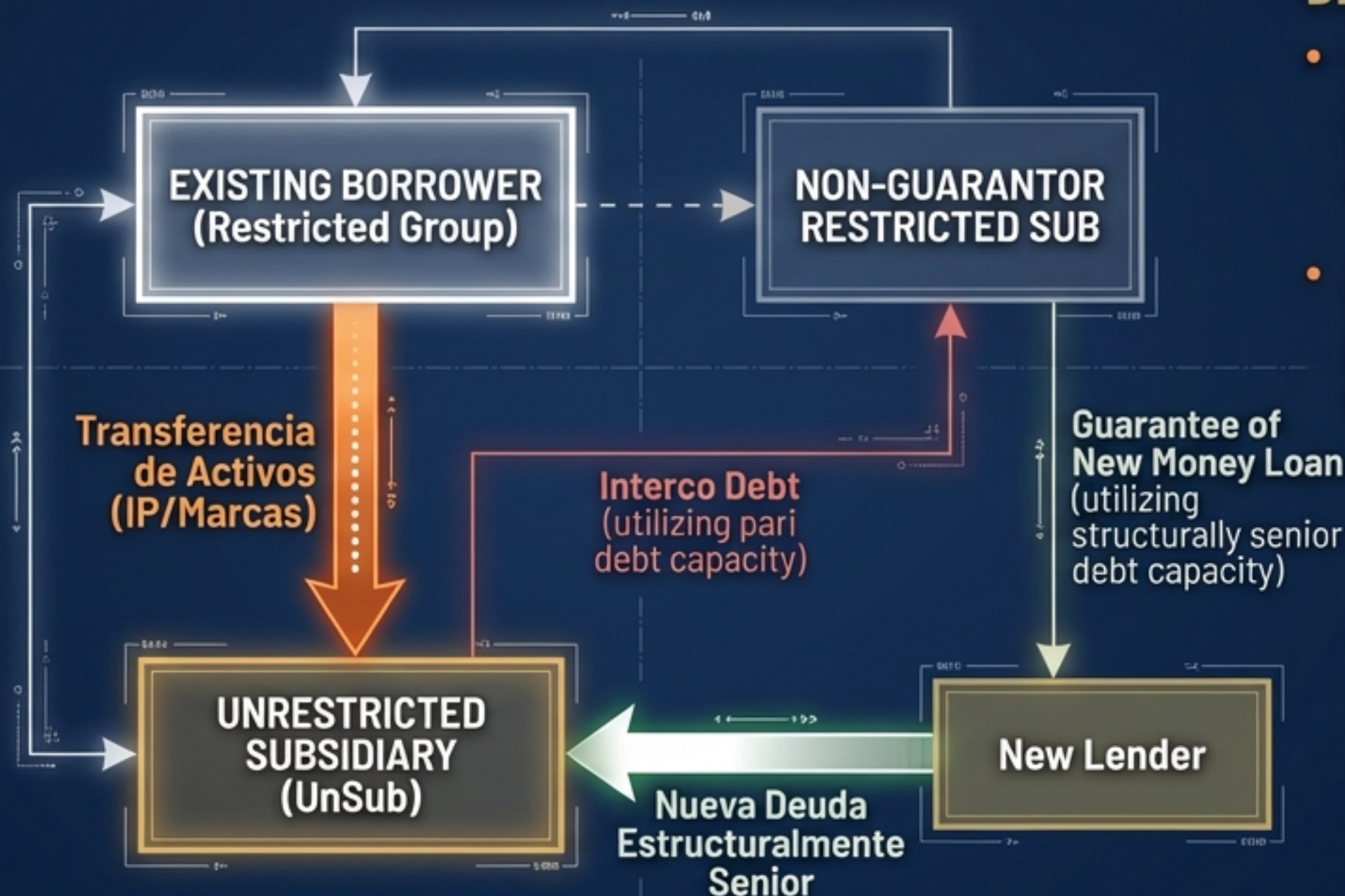


# INGENIERÍA ESTRUCTURAL: GESTIÓN DE PASIVOS (LMEs)

Trap Doors, Drop-Downs y Protecciones Documentales

## RIESGOS CRÍTICOS

- **Drop-Down (J. Crew):** Transferencia de activos valiosos a subsidiarias no restringidas para levantar nueva deuda.
- **Uptiering / Priming:** Mayoría de acreedores modifica documentos para subordinar a la minoría (Pari Plus).



## DEFENSAS (BLOCKERS)

- **J. Crew Blocker:** Prohibición de transferir IP material a entidades no restringidas.
- **Cooperation Agreements:** Pactos entre acreedores para evitar "lender-on-lender violence".



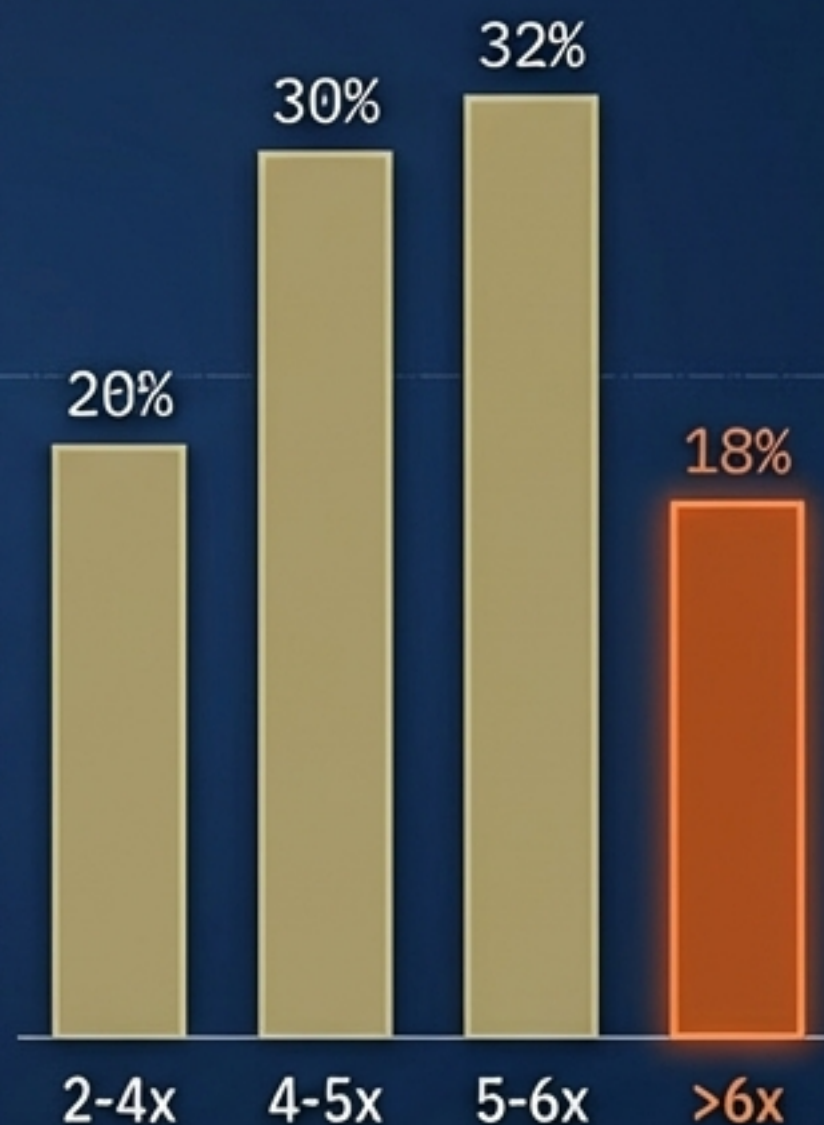
# SIZING Y APALANCAMIENTO: MÉTRICAS DE ENTRADA

Metodología de Deuda/EBITDA y Definición de Netting

$$\text{Ratio de Apalancamiento} = \frac{(\text{Deuda Fondeada} - \text{Unrestricted Cash}^*)}{\text{EBITDA Ajustado Consolidado}}$$

\*Sujeto a 'Cash Cap' (ej. \$25M) para evitar manipulación.

## DISTRIBUCIÓN DE MERCADO: DEUDA TOTAL / EBITDA (2024)



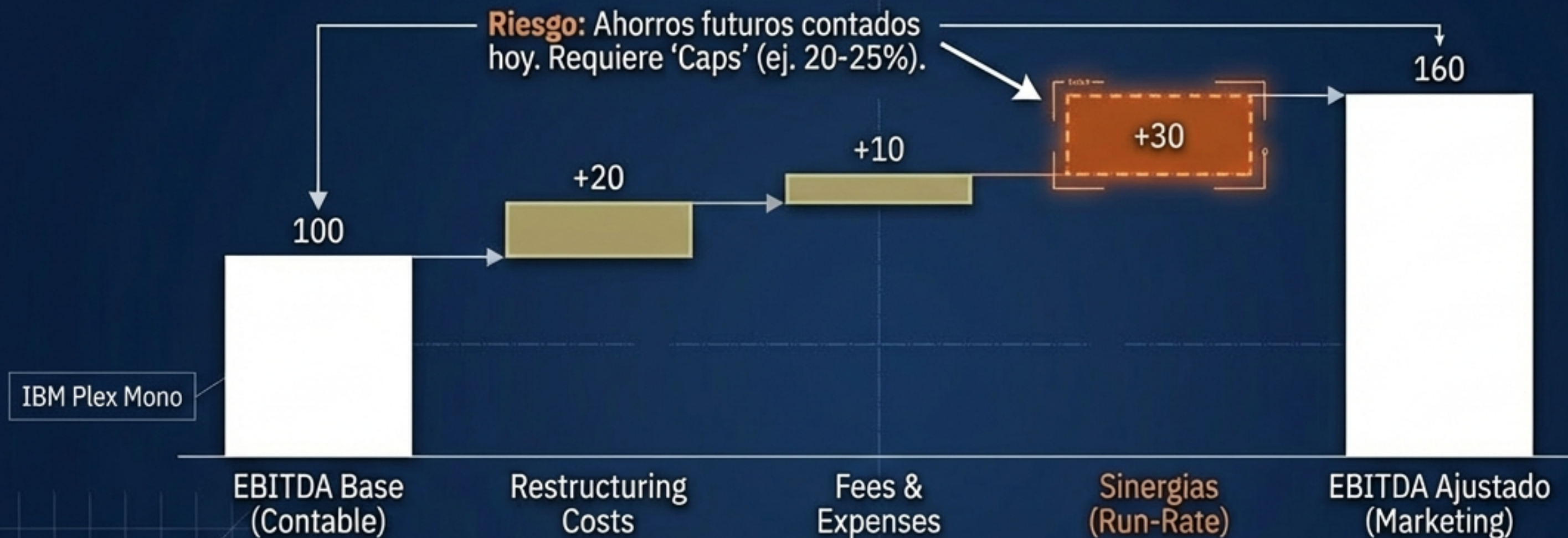
## ANÁLISIS DE CAPACIDAD

- **Ratio Ancla:** Deuda Neta / EBITDA. Principal determinante del tamaño del préstamo.
- **Profundidad:** Private Credit absorbe >6.0x (Unitranche) vs Bancos (BSL) topados en 4.0x-5.0x.
- **Efecto PIK:** Aumenta la Deuda Total (numerador) sin flujo de caja, inflando el apalancamiento real.



# LA CONSTRUCCIÓN DEL EBITDA AJUSTADO

De Contabilidad a Ingeniería Contractual



## COMPONENTES CLAVE

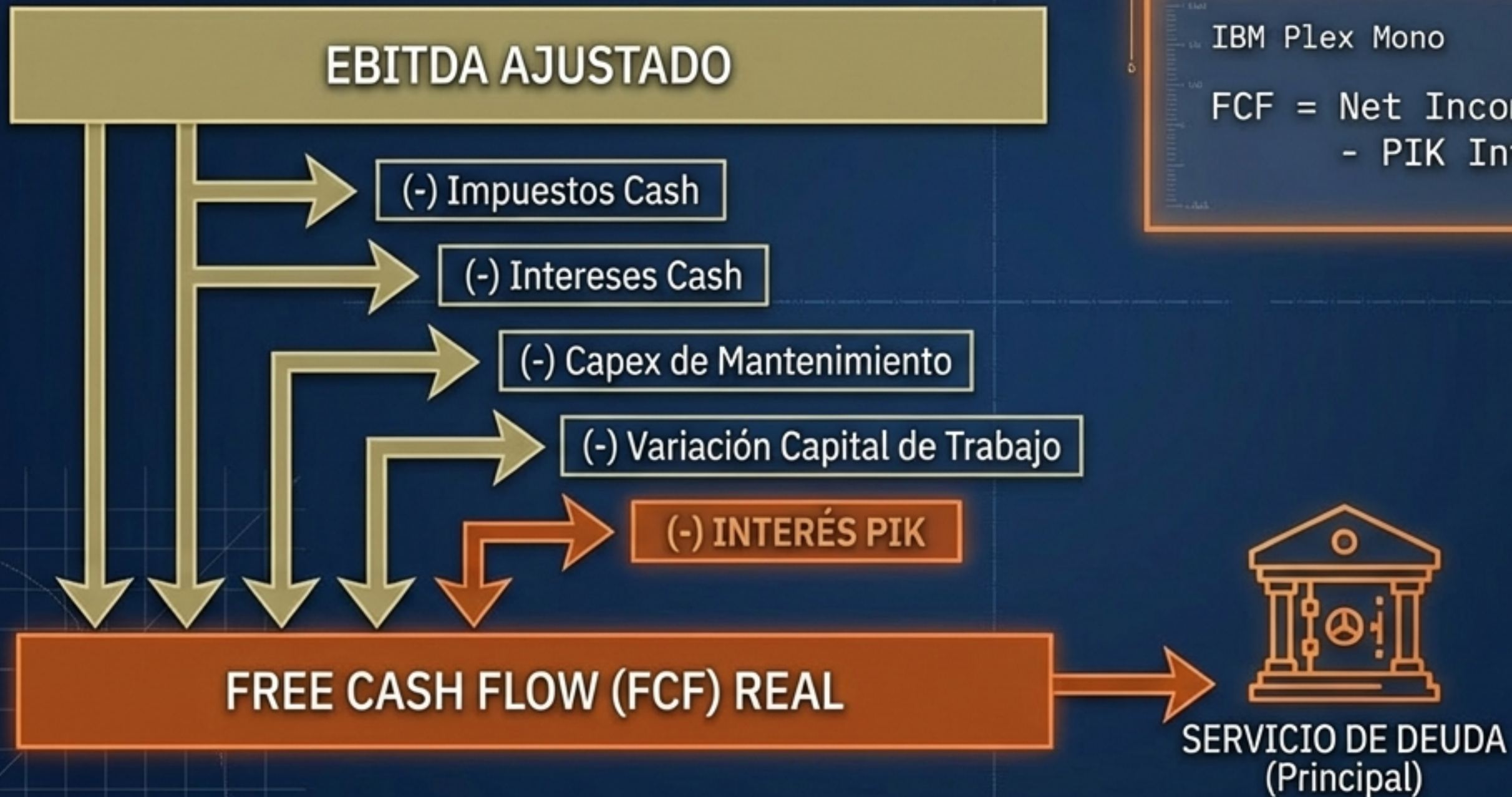
- **EBITDA Base:** Utilidad Neta + Intereses + Impuestos + D&A.
- **Add-backs Estándar:** Costos de reestructuración, honorarios legales (Weatherford: hasta \$50M).
- **Agresividad:** Inclusión de Sinergias 'Run-Rate' (12-24 meses) y Costos 'No Recurrentes'.
- **Efecto:** El EBITDA ajustado reduce artificialmente el ratio de apalancamiento reportado.



# PUENTE DE LIQUIDEZ: EBITDA A FCF

Capacidad Real de Servicio de Deuda

## CASCADA DE FLUJO DE CAJA (STRESS TEST)



IBM Plex Mono

$$\text{FCF} = \text{Net Income} - (0.9 \times \text{Net Income}) - \text{PIK Interest} + \text{Principal Pay}$$

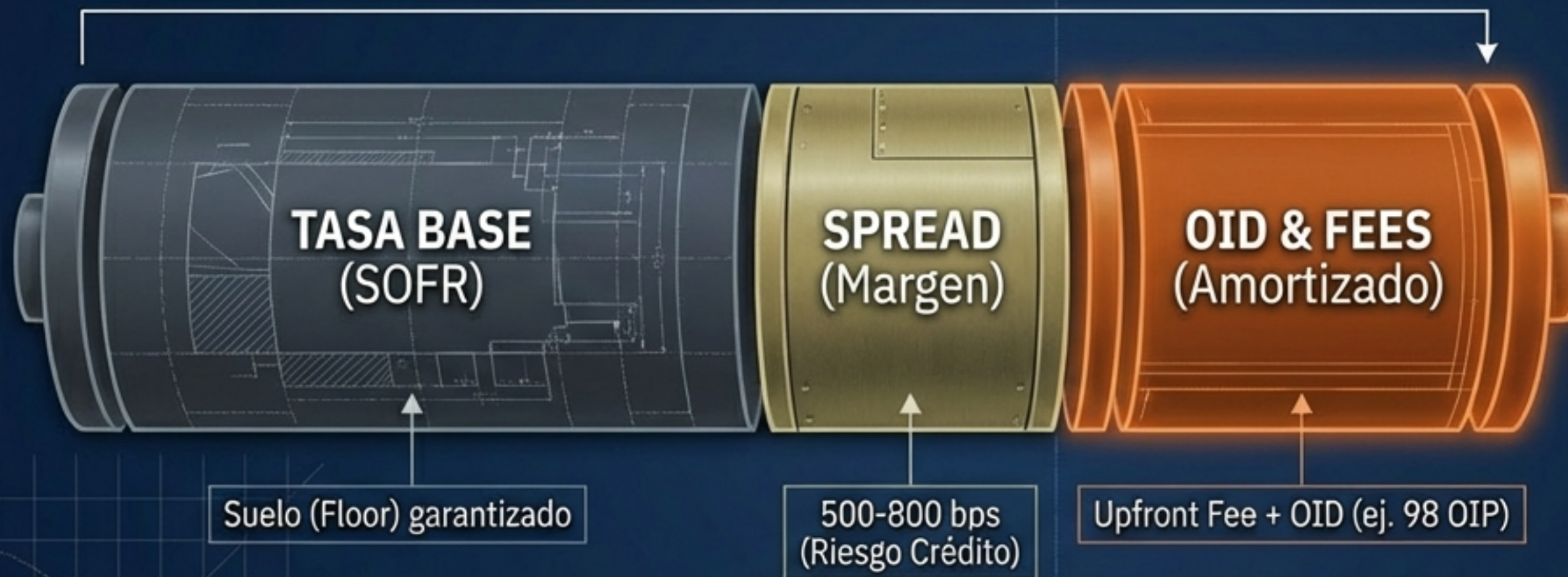
- **Realidad:** La deuda se paga con Caja, no con EBITDA contable.
- **Distinción Capex:** Mantenimiento (obligatorio) vs Crecimiento (discrecional).
- **Trampa del PIK:** Mejora liquidez hoy, pero debe restarse para ver viabilidad a largo plazo.



# PRICING: COMPONENTES Y ALL-IN YIELD

Estructura de Retorno y Costos

## ALL-IN YIELD



- **Tasa Base:** SOFR + Ajuste de Crédito (Term SOFR).
- **Spread:** Prima por iliquidez y riesgo crediticio.
- **OID** (Original Issue Discount): Descuento al desembolso que incrementa la TIR efectiva.
- **Fees Adicionales:** Commitment Fee, Agency Fee, Exit Fee.

Ejemplo de Cálculo:

$\text{Yield} \approx (\text{SOFR } 5.0\% + \text{Spread } 6.0\%) + ((100 - 98 \text{ OID}) / 4 \text{ años})$

$\text{Yield} \approx 11.0\% + 0.5\% = 11.5\%$



# MECÁNICA PIK (PAYMENT-IN-KIND)

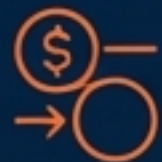
## Toggle Features y Efecto Compuesto



**Definición:** Capitalización de intereses al principal; preserva caja operativa.



**PIK Toggle:** Opción del prestatario (“Pay-if-you-want”). Requiere prima (+50 bps).



**Synthetic PIK:** Uso de líneas “Delayed Draw” para pagar intereses (Deuda paga Deuda).



**Restricciones:** Uso limitado a los primeros años o sujeto a liquidez mínima.

### EVOLUCIÓN DEL PRINCIPAL: CASH VS PIK

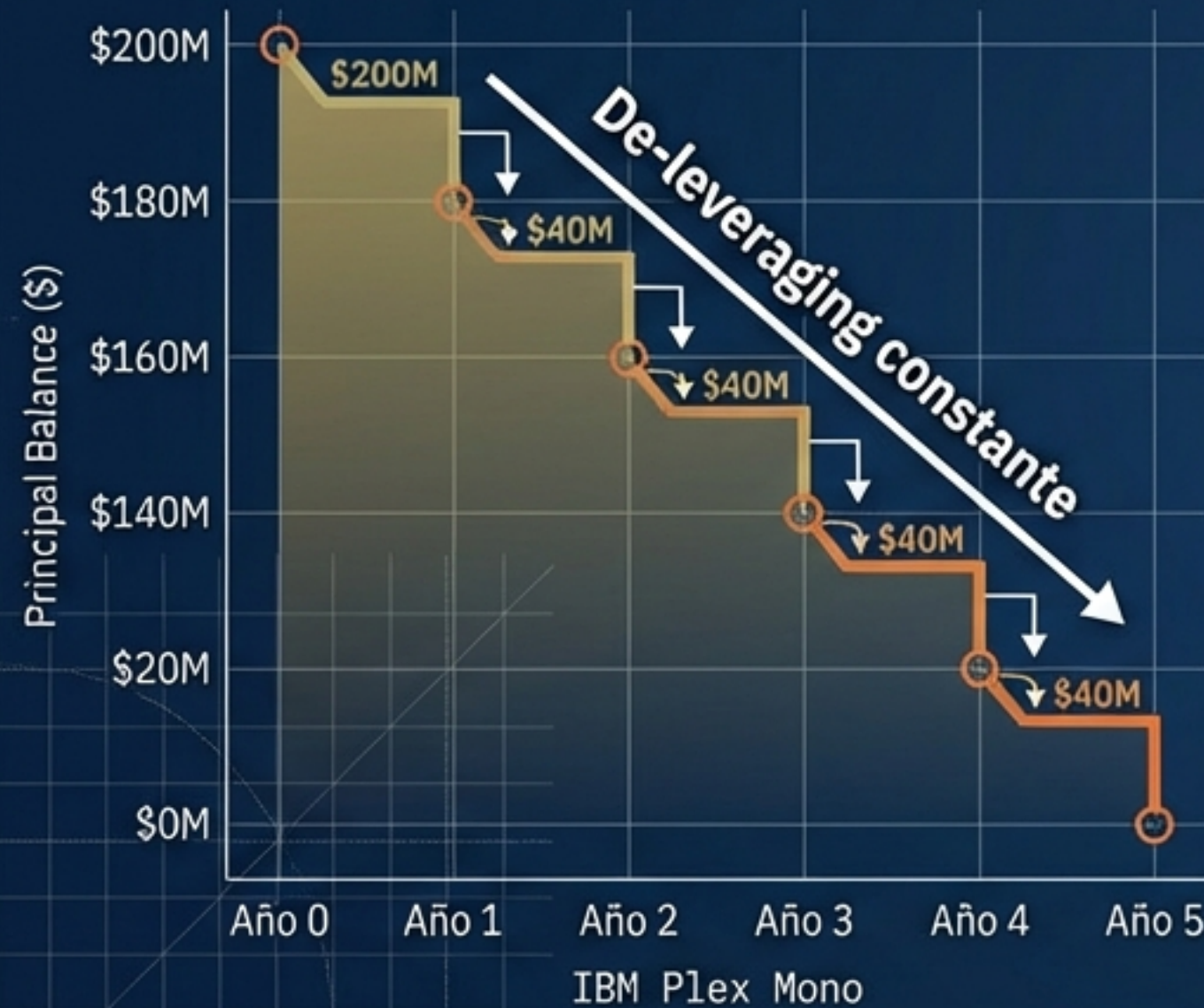




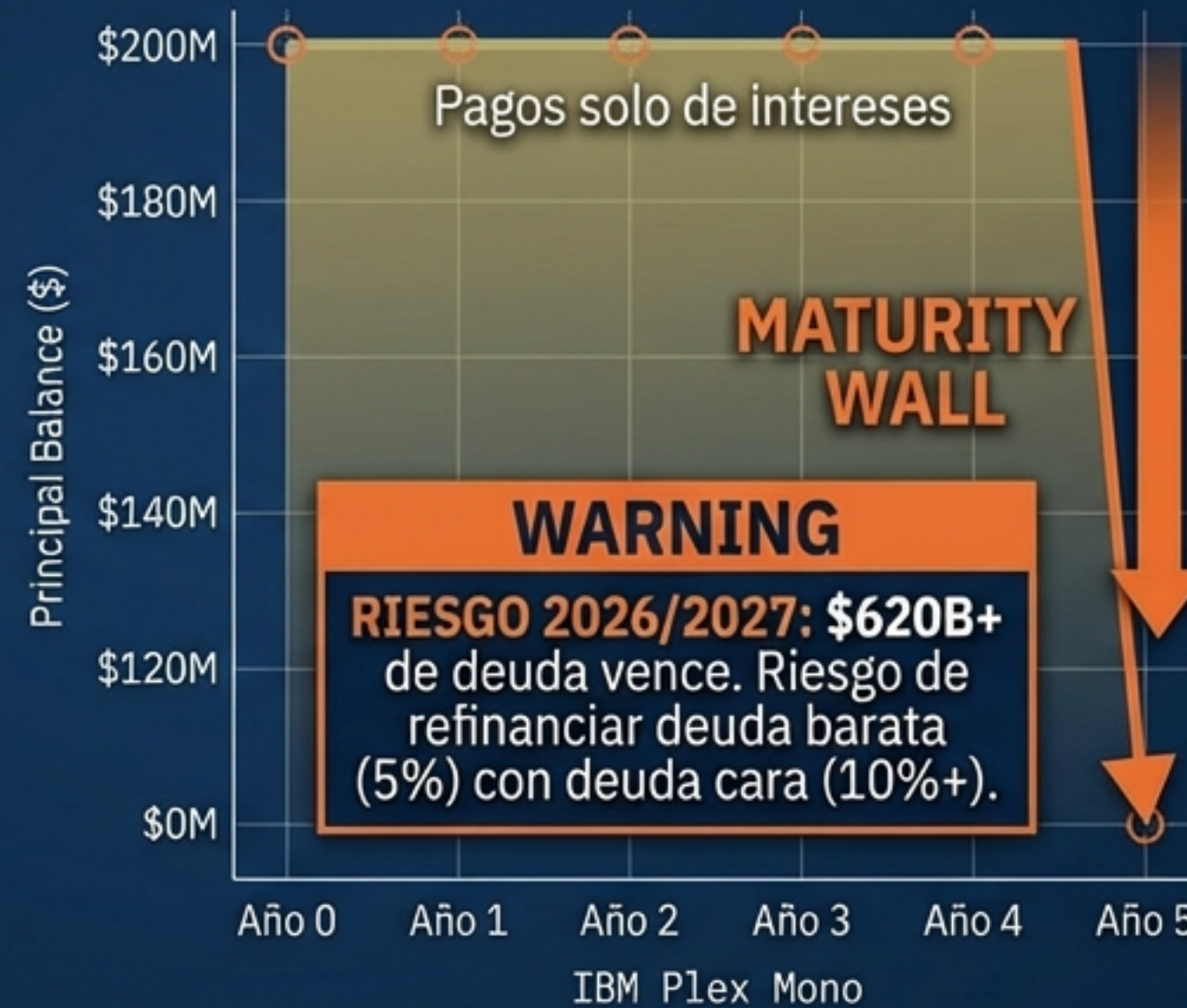
# PERFIL DE VENCIMIENTO Y RIESGO DE REFINANCIACIÓN

Amortización vs Bullet y el "Maturity Wall"

## A. AMORTIZING (Bancos/TLA)



## B. BULLET (Private Credit)

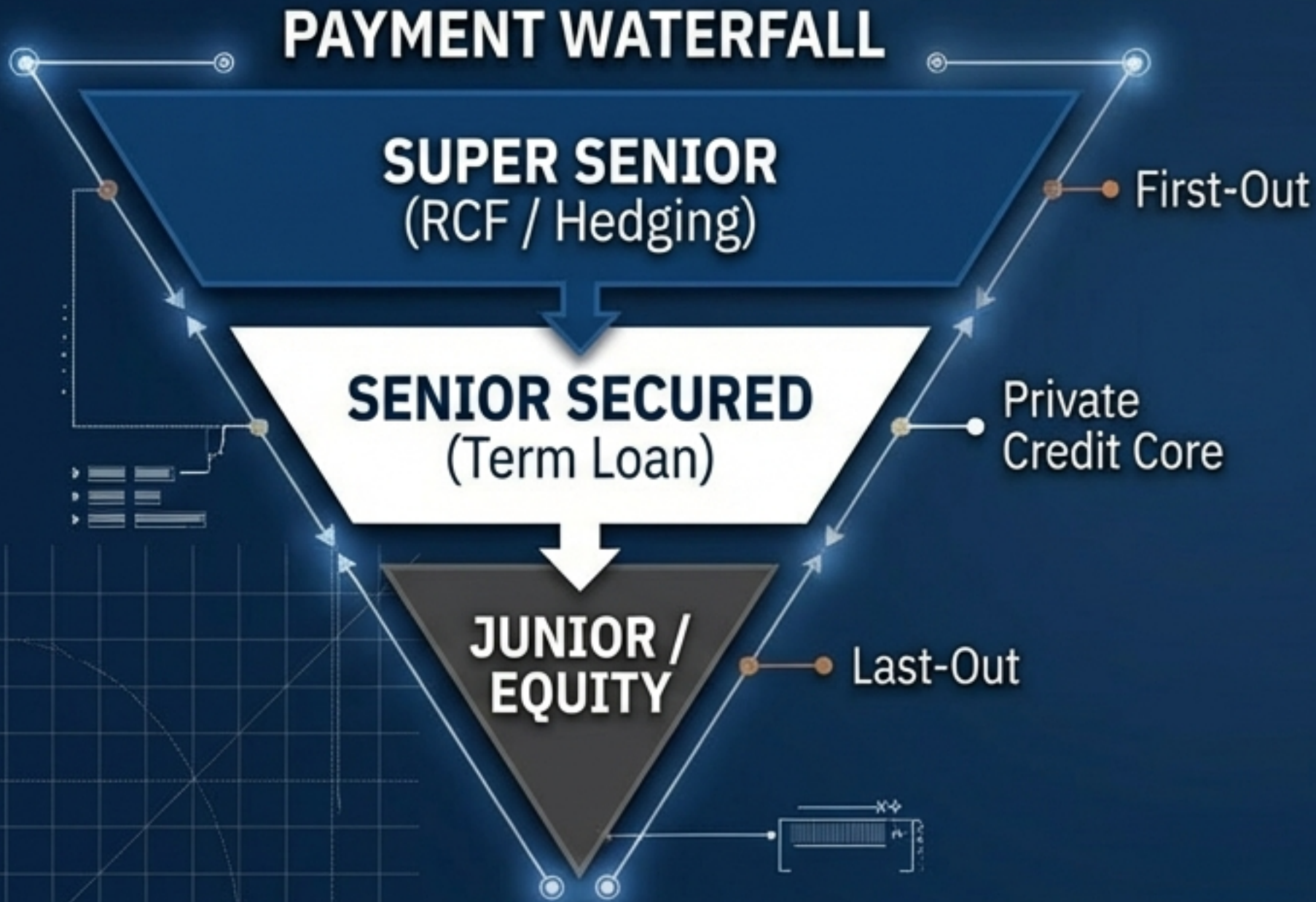


- **Plazo Típico:** 5 a 7 años (Private Credit) vs 3-5 años (Bancos).
- **Bullet Maturity:** Maximiza liquidez operativa hoy, pero crea riesgo binario al final.
- **Amend & Extend (A&E):** Estrategia defensiva para extender plazo a cambio de mayores fees y spread.



# PAQUETE DE GARANTÍAS Y PRELACIÓN (WATERFALL)

Colateral “All-Assets” y Control de Efectivo



**Colateral:** Prenda sobre todos los activos (IP, Inventario, Cuentas) perfeccionada (UCC-1).

**Acuerdo Interacreedores (ICA):** Define quién cobra primero (Waterfall) (Waterfall) y quién controla la ejecución.

**Super Seniority:** El RCF suele cobrar antes que el Term Loan para incentivar a los bancos.



# COVENANTS FINANCIEROS DE MANTENIMIENTO

## Alertas Tempranas y 'Headroom'

### EVOLUCIÓN DEL APALANCAMIENTO Y COVENANT



#### MECÁNICA

 **Mantenimiento vs Incurrencia:** Test trimestral obligatorio en Private Credit.

 **Step-downs:** El límite se reduce con el tiempo para forzar desapalancamiento.

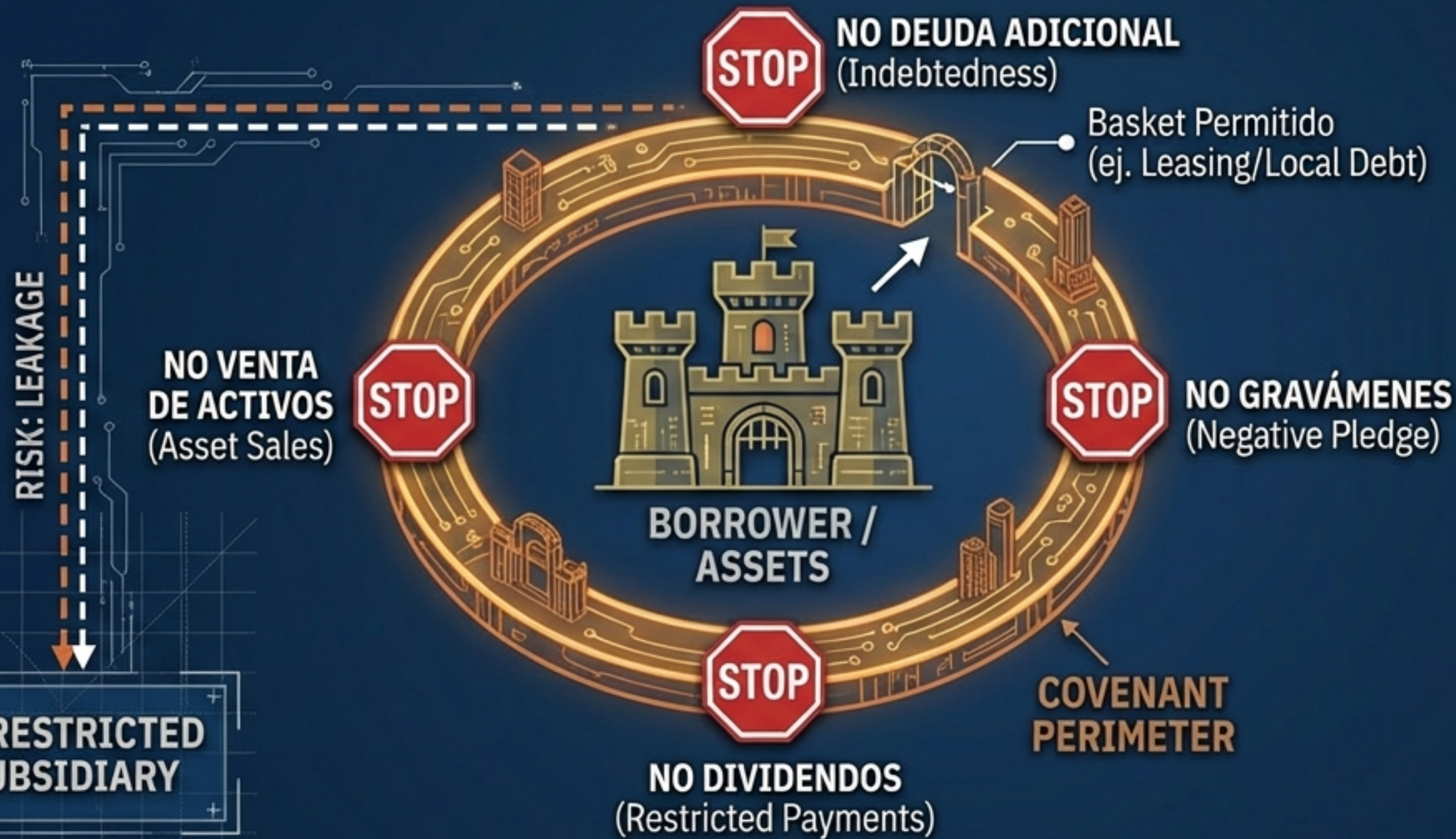
 **Springing Covenant:** En RCFs, solo aplica si la línea se usa >40%.

 **Equity Cure:** Derecho del Sponsor de inyectar capital para 'curar' el ratio (tratado como EBITDA).



# COVENANTS NEGATIVOS Y PROTECCIÓN DE VALOR

## Restricciones ('No Harás') y Baskets



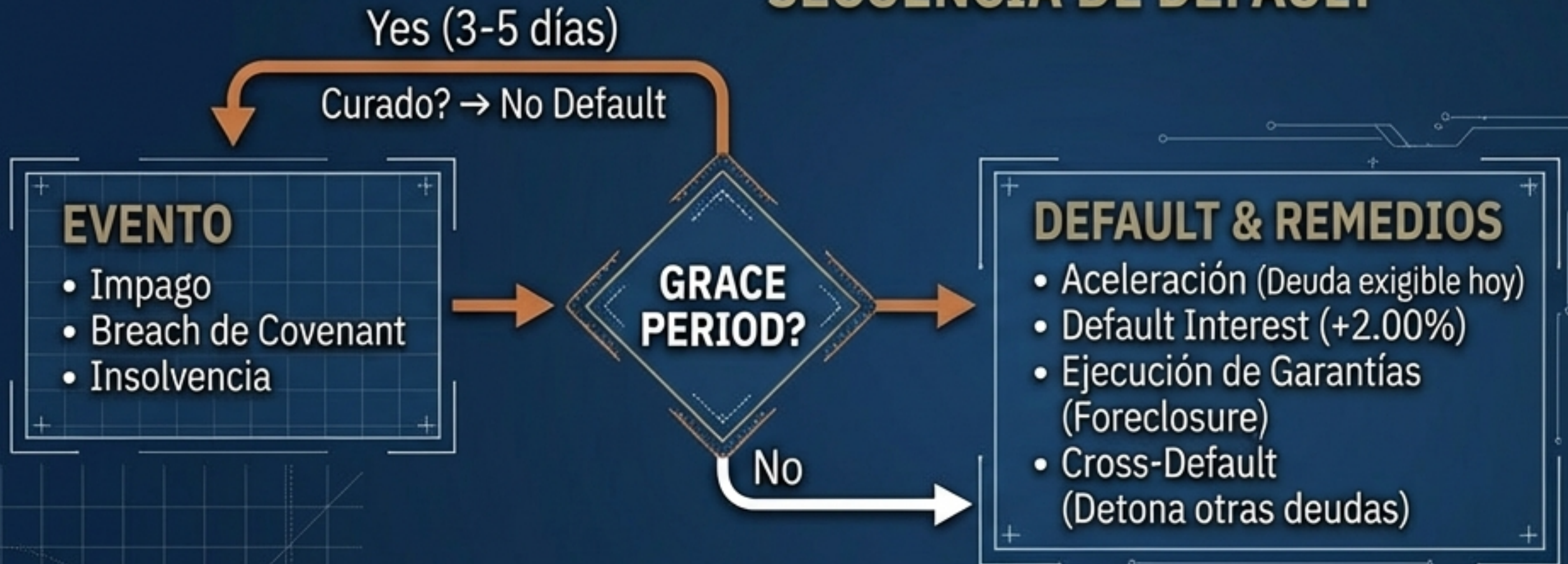
- Objetivo:** Impedir fuga de activos o dilución de garantías.
- Restricted Payments:** Prohibición de dividendos a HoldCo salvo condiciones de apalancamiento bajas.
- Baskets:** Excepciones negociadas (agujeros en la muralla).
- Asset Sales:** Obligación de usar fondos de ventas para prepagar deuda (Mandatory Prepayment).



# EVENTOS DE INCUMPLIMIENTO (DEFAULT) Y REMEDIOS

## Cross-Default y Aceleración

### SECUENCIA DE DEFAULT



**CROSS-DEFAULT:** Si falla en otra deuda >\$50M, falla aquí automáticamente.

**Payment Default:**  
El más grave. Gracia mínima (0-3 días principal).

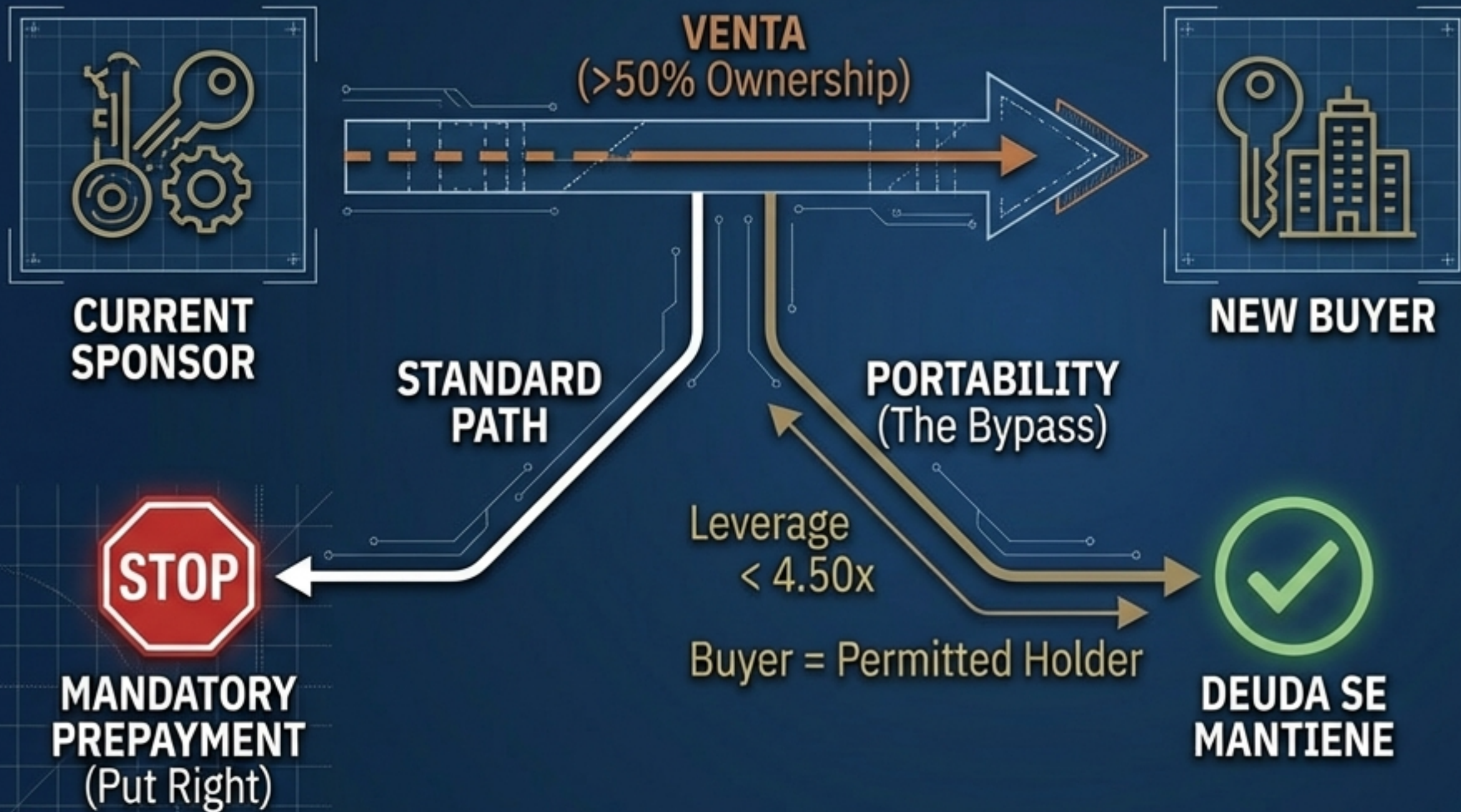
**Insolvencia:**  
“Automatic Stay”  
detiene ejecución legal, pero acelera la deuda.

**Estrategia:** A menudo se negocia un ‘Waiver’ (perdón) + Fee antes de ejecutar.



# CAMBIO DE CONTROL Y PORTABILIDAD

## Riesgo de Gestión y Flexibilidad del Sponsor



**Change of Control (CoC):** Tradicionalmente obliga a repagar la deuda (Protección del Prestamista).

**Portabilidad:** Excepción agresiva. Permite vender la empresa SIN repagar la deuda.

**Valor para Sponsor:** Mantiene deuda barata en tasas altas, subiendo el valor de venta (Equity Value).



# TOOLKIT DE EJECUCIÓN: CHECKLISTS CRÍTICOS

## Underwriting y Negociación de Term Sheet

### CHECKLIST DE UNDERWRITING

- ✓ **Calidad de EBITDA:** ¿Son reales las sinergias? (Limitar add-backs).
- ✓ **Cash Flow Real:** Calcular FCF restando PIK y Capex real.
- ✓ **Estructura:** Verificar 'Blockers' contra Drop-downs/J. Crew.
- ✓ **Colateral:** Share Pledges y Cash Dominion perfeccionados.

### CHECKLIST DE NEGOCIACIÓN

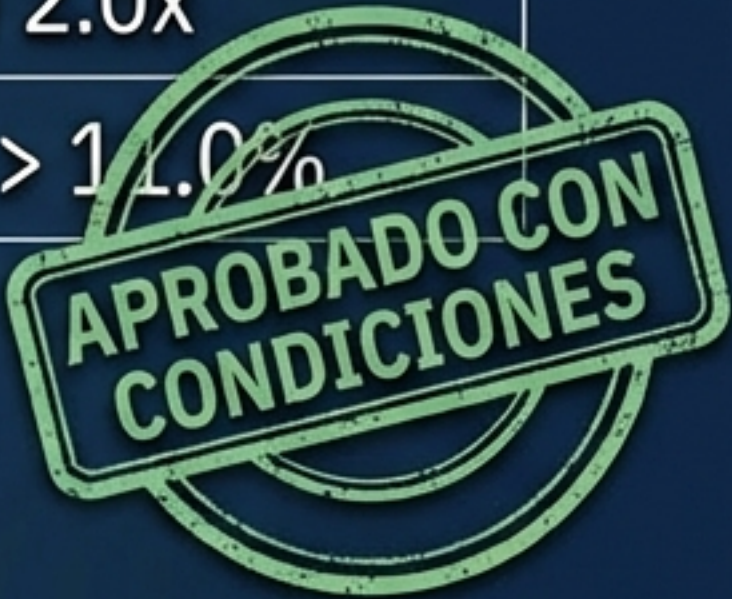
- ✓ **Call Protection:** Exigir Hard Call (102/101) o Make-whole.
- ✓ **Covenants:** Headroom < 30%. Limitar Equity Cure.
- ✓ **Definición de Deuda:** Incluir Synthetic PIK y Leases.
- ✓ **Portabilidad:** Restringida a compradores Top Tier.



# DECISIÓN DE CRÉDITO Y TÉRMINOS RECOMENDADOS

## Resumen de Métricas y Veredicto

| Métrica            | Nivel Inicial | Covenant / Target |
|--------------------|---------------|-------------------|
| Debt / Adj. EBITDA | 4.5x          | 5.5x (Step-down)  |
| Interest Coverage  | 2.5x          | Min 2.0x          |
| All-in Yield       | 11.5%         | Target > 14.0%    |



### CONDICIONES DE CIERRE

- 1. **Estructural:** Garantías Upstream y J. Crew Blockers estrictos.
- 2. **Económica:** OID 2.0% y Call Protection 102/101.
- 3. **Control:** Cash Dominion activable si liquidez < \$25M.
- 4. **PIK:** Restringido a Leverage < 5.0x.