



UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA

Finanzas Corporativas
Profesor: Julio César Fermo
Ayudante de Cátedra: Nicolás Barale
Comisión I, II y III –Examen Final Año 2016

- Para aprobar el examen los alumnos deberán obtener una calificación de al menos “B-” ($\geq 60\%$ de los puntos posibles).
- La duración máxima del examen es de **3 horas**.
- **No** se podrá utilizar el teléfono celular como calculadora.
- Cada pregunta cuenta con su espacio para responder, sea *multiple choice*, verdadero o falso, o para completar. Limiten la respuesta al espacio asignado, y formulen la misma en **birome o lapicera**, en **letra imprenta mayúscula**, de manera clara y legible.
- No omita indicar su **nombre completo en cada hoja, así como también comisión a la que pertenece**.
- **Suerte!!!**

Parte I – Práctica

Ejercicio 1 (15 Puntos)

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 (C_d) 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**:

- Calcule el nuevo costo del *equity* apalancado: 16,17%
- Calcule el costo promedio ponderado del capital *after-tax* (WACC *after-tax*): 12,04%
- El β_e (Beta del Equity), luego del cambio de estructura de capital y considerando el impuesto vigente, asumiendo un β_d (Beta de la Deuda) de 0,1:

0,67

- d) El β (Beta del Equity), luego del cambio de estructura de capital y considerando el impuesto vigente, asumiendo la deuda como libre de riesgo ($B_d = 0$)

0,71

- e) 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
- Menor
- Igual

Ejercicio 2 (18 Puntos)

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:

- (i) La compañía abonaba anualmente la medicina prepaga y otros gastos personales de la familia del accionista controlante por \$200.000.
- (ii) 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.
- (iii) 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:

- a. EBITDA Corregido (\$): 9.225.000
- b. Ajustes Patrimoniales o Dollar To Dollar (\$):
(100.000)
- c. Nuevo Valor de Transacción (\$): 28.800.000

Ejercicio 3 (12 Puntos)

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:**

- a. 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%.

Saldo Total (Teórico)	\$ 176.000.000
Imp. A las Ganancias	\$ -61.600.000
IIBB (aprox)	\$ -12.320.000
Incob. Promedio	\$ -10.560.000
Gastos estimados	\$ -1.232.000
Capital	\$ -79.200.000
Interés	\$ -11.088.000
Neto	\$ 0

b. Calcular la subordinación de Capital Teórico para los tramos:

VDFA	54 %
VDFB	58 %
VDFC	62 %

Ejercicio 4 (15 Puntos)

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 prorratio 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 ó 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.

Responda las siguientes preguntas:

1. La Clase II estuvo sobresuscripta (redondee la correcta):

- a) 1,25 x
- b) 1,47 x
- c) 1,38 x
- d) 2,12 x

Respuesta (__)

2. Determine el margen de corte de la clase II: 6 %

3. Identifique a los inversores que resultaron adjudicados y los montos asignados (seleccione con una cruz dentro del cuadro los que resultaron adjudicados)

Inversor	¿Resultó Adjudicado? Marque con una Cruz	Monto Adjudicado
A	X	
B	X	
C	X	
D	X	
E	X	
F	X	
G	X	
H	X	
I	X	
J		

Parte II – Teórica

Ejercicio Nro. 5 (5 puntos):

En un contexto de **bonos**, un *underwriting* en firme supone:

- (a) que si el mercado no absorbe el total de la emisión, el *underwriter* deberá suscribir la diferencia;
- (b) que si el mercado no absorbe el total de la emisión, la colocación se limitará a las sumas efectivamente suscriptas por los inversores;
- (c) que si el mercado no absorbe el total de la emisión, la colocación se considerará desierta;
- (d) (a) y (b);
- (e) (a) y (c);
- (f) (b) y (c);
- (g) ninguna de las anteriores;

Respuesta (A)

Ejercicio Nro. 6 (5 puntos):

En un contexto de **M&A**, un *add-on* supone:

- (a) que el comprador ya tiene dentro del portfolio un activo de características similares al *target*;
- (b) que el comprador no tiene dentro del portfolio un activo de características similares al *target*;
- (c) que el comprador necesita de *seller financing* para poder adquirir el *target*;
- (d) que el comprador necesita de *acquisition financing* para poder adquirir el *target*;
- (e) que aun tratándose de un *target* pequeño respecto del tamaño del comprador, la adquisición pueda ser de interés para el adquirente;
- (f) (a) y (c);
- (g) (b) y (c);
- (h) (b) y (d);
- (i) (a) y (e);
- (j) ninguna de las anteriores.

Respuesta (i)

Ejercicio Nro. 7 (5 puntos):

En un contexto de **reestructuración de deuda**, los pasivos que no caen bajo la definición de “Deuda Elegible” comprenden a:

- (a) los bonos y préstamos sujetos a reestructuración;
- (b) los bonos y préstamos que quedaron fuera de la reestructuración;
- (c) los bonos en poder de los *hold-outs*;
- (d) los nuevos bonos y préstamos que se van a emitir en el marco de la reestructuración;
- (e) los bonos y préstamos emitidos bajo ley extranjera;
- (f) los bonos que contienen cláusulas de acción colectiva;
- (g) los bonos que no contienen cláusulas de acción colectiva;
- (h) (a), (f) y (c);
- (i) (a) y (e);
- (j) (a) y (c);
- (k) (b) y (c);
- (l) Ninguna de las anteriores.

Respuesta (L)

Ejercicio Nro. 8 (5 puntos):

En un contexto de **capital público**, una estrategia de *proxy fight* promovida por un activista corporativo supone:

- (a) una compra hostil del control de la emisora;
- (b) una compra hostil del control de la emisora sustentada en un fuerte endeudamiento;
- (c) un preacuerdo con el *management* de la emisora respecto de la conducción de la emisora;
- (d) 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*;
- (e) (b) y (c);
- (f) (b) y (d);
- (g) (a) y (c);
- (h) ninguna de las anteriores;

Respuesta (D)

Ejercicio Nro. 9 (5 puntos):

En un contexto de **venture capital**, los inversores:

- (a) buscan altos retornos;
- (b) están dispuestos a asumir fuertes riesgos;
- (c) buscan crear compañías con bajo crecimiento y *cash flows* estables;
- (d) tiene que dar garantías hasta el *project completion* (“*completion guarantees*”);
- (e) (a) y (b);
- (f) (a) y (c);
- (g) (a), (b) y (d);
- (h) (b) y (c);
- (i) ninguna de las anteriores;

Respuesta (E)

Ejercicio Nro. 10 (5 puntos):

En un contexto de **project finance**, los financiamientos del tipo *A/B Loan*:

- (a) son provistos por entidades multilaterales de crédito que actúan como *lenders of record*;
- (b) son provistos por bancos comerciales que actúan como *lenders of record*;

- (c) contienen un tramo A que representa el *hold position* de la entidad multilateral;
- (d) 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*;
- (e) contienen un tramo A que por lo general tiene un vencimiento mayor al Tramo B;
- (f) contienen un tramo A que por lo general tiene un vencimiento más corto que el Tramo B;
- (g) confieren un “paraguas de riesgo político” que permite superar restricciones en materia de convertibilidad y transferibilidad cambiaria vigentes en el país del prestatario;
- (h) confieren un “paraguas de riesgo político” que otorga a los bancos comerciales una protección contra eventuales devaluaciones de la moneda local;
- (i) cuentan con una preferencia de derecho en la mayoría de los regímenes concursales a nivel global;
- (j) (a) y (b);
- (k) (a) y (c);
- (l) (a), (b) y (c);
- (m) (a), (b), (c), (d), (e), (f) y (g);
- (n) (a), (f) y (g);
- (o) (a), (b), (c), (d), (e) y (f);
- (p) (a), (c), (d), (e) y (g);
- (q) Ninguna de las anteriores;

Respuesta (P)

Ejercicio Nro. 11 (5 puntos):

En un contexto de **M&A**:

- (a) el ajuste de precios *pre-closing* se nutre de los *findings* obtenidos en la auditoría de compra;
- (b) las cuentas *escrow* actúan como garantías líquidas para instrumentar ajustes de precio *post-closing*;
- (c) las cuentas *escrow* actúan como garantías líquidas para instrumentar ajustes de precio *pre-closing*;
- (d) los *covenants pre-closing* sólo tienen sentido cuando la entrega de la posesión y la firma del contrato de compra-venta no son simultáneos;
- (e) los *covenants pre-closing* sólo tienen sentido cuando la entrega de la posesión y la firma del contrato de compra-venta son simultáneos;
- (f) (a) y (b);

- (g) (a), (b) y (c);
- (h) (a), (b) y (d);
- (i) (a) y (d);
- (j) ninguna de las anteriores;

Respuesta (H)

Ejercicio Nro. 12 (5 puntos):

En un contexto de **financiamiento off-balance sheet**:

- (a) 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);
- (b) 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);
- (c) 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 *servicer* (cobrador);
- (d) 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 originador del *underlying asset* (activo subyacente);
- (e) la titulización de un portfolio de flujos futuros supone una estrategia financiera de pre-financiación de capital de trabajo;
- (f) la titulización de un portfolio de cartera originada supone una estrategia financiera de pre-financiación de capital de trabajo;
- (g) la titulización de un portfolio de flujos futuros supone una estrategia financiera de post-financiación de capital de trabajo;
- (h) la titulización de un portfolio de cartera originada supone una estrategia financiera de post-financiación de capital de trabajo;
- (i) (a), (b), (e) y (h);
- (j) (a) y (c);
- (k) (b) y (c);
- (l) (c) y (d);
- (m) Ninguna de las anteriores;

Respuesta (i)