



UNIVERSIDAD  
TORCUATO DI TELLA

Escuela de Negocios - Master en Finanzas

Asignatura: Finanzas Corporativas

Profesor: Julio César Fermo

Ayudantes de Cátedra: Nicolás Minniti y Julián Emiliozzi

Modalidad Ejecutiva – Examen Final Año 2019

- Para aprobar el examen los alumnos deberán obtener una calificación de al menos “B-” ( $\geq 60\%$  del puntaje máximo).
- La duración máxima del examen es de **3 horas**.
- No se podrá utilizar el teléfono celular como calculadora.
- Por favor escribir en **birome o lapicera, en letra imprenta mayúscula, de manera clara y legible, acompañando los papeles de trabajo**.
- No omita indicar su **nombre completo en cada hoja**.
- Suerte!!

### Ejercicio Nro. 1:

La empresa AA realizó un IPO bajo el mecanismo de *Modified Dutch Auction* sobre el cual posee los siguientes datos:

- Cantidad de acciones *pre-money*: 100.000
- El quantum del *IPO discount* fue de 5% sobre la base de una valuación *pre-money* de \$ 1.200.000
- En el tramo no competitivo se adjudicaron 1.000 acciones
- Para el tramo competitivo, el Book previo a la realización del IPO mostraba lo siguiente:

Fondo	Acciones	Precio
A	1.500	10,0
B	1.500	12,6
C	1.000	9,5
D	2.000	10,5
E	1.000	11,5
F	500	11,4
G	2.000	13,0

- El último fondo adjudicado en el tramo competitivo suscribió el 100% de las acciones ofrecidas

Determine:

A) El Precio de corte del IPO (20 puntos):

- a) \$ 10,0
- b) \$ 12,6
- c) \$ 11,4
- d) \$ 9,5

Respuesta ( **C** )  $\$ 1.200.000 * 0,95 / 100.000 = \$ 11,4$

B) El producido de la emisión (5 puntos):

- a) \$ 63.000
- b) \$ 57.000
- c) \$ 68.400
- d) \$ 75.600

Respuesta ( **C** )

Ordeno Book por precio de mayor a menor. Por precio de corte sé que se adjudicaron 5.000 acciones en tramo competitivo + 1.000 en tramo no competitivo.

6.000 acciones \* \$ 11,4 = \$ 68.400

Fondo	Acciones	Precio
G	2.000	13,0
B	1.500	12,6
E	1.000	11,5
F	500	11,4
D	2.000	10,5
A	1.500	10,0
C	1.000	9,5

C) Valuación de la compañía *post-money* (5 puntos):

- a) \$ 1.140.000
- b) \$ 1.335.600
- c) \$ 1.268.400
- d) \$ 1.208.400

Respuesta ( **D** )  $106.000 * \$ 11,4 = 1.208.400$

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

Usted es el Director Financiero de una Compañía pública cuyo Directorio le ha indicado que monetice ciertos activos no operativos (los “**Activos No Operativos**”) para financiar con su producido un plan de recompra de acciones.

De su análisis, Usted concluyó que el último Flujo de Fondos Libre fue de USD 4.000.000 y que los Activos No Operativos totalizaban la suma de USD 22.000.000.

Haciendo un breve ejercicio de proyección usted estimó con una probabilidad alta que la Compañía tendría un crecimiento 1,5x superior al PBI (PBI=3.2%) en perpetuidad.

La tasa de descuento se estima en 12,0%. La Compañía tiene emitidas 8.000.000 de acciones.

La deuda neta de la Compañía asciende a la suma de USD 222.222,20 (doscientos veintidós mil doscientos veintidós con 20/100).

Finalmente la recompra se llevó a cabo en base a los valores determinados por Ud. en su ejercicio de valuación.

**Se solicita (2,5 puntos cada una):**

**1.A)** Establezca el Valor del *Equity* previo a la recompra de acciones:

( \_\_\_\_\_ )

**1.B)** Establezca la cantidad de acciones recompradas:

( \_\_\_\_\_ )

**1.C)** Establezca el Valor del *Equity* posterior a la recompra de acciones:

( \_\_\_\_\_ )

**1.D)** Establezca el Valor de la acción luego de la recompra:

( \_\_\_\_\_ )

FCF =	\$4.000.000
g =	4,8%
WACC =	12%
n <sub>prior</sub> =	8.000.000
Short-term investments (Extra cash) =	\$22.000.000
Deuda Financiera Neta	\$222.222,20

	Antes Recompra	Post Recompra	
	Valor activos Op.	\$58.222.222,2	\$58.222.222,2
	+ Valor Act. No Op.	22.000.000,0	0,0
	Valor Compañía Total	\$80.222.222,2	\$58.222.222,2
	- Deuda Neta	222.222,2	222.222,2
<b>1.A</b>	VALOR EQUITY	\$80.000.000,0	\$58.000.000,0 <b>1.C</b>
	÷ Cant. de Acciones	8.000.000	5.800.000
	Px Accion	\$10,00	\$10,00 <b>1.D</b>
<b>1.B</b>	# Acciones Recompradas	2.200.000	

**Ejercicio Nro. 3 (20 puntos):**

Usted es el Gerente de *M&A* y Nuevos Negocios de una de las principales compañías de IT de Argentina (la “**Compañía**”), y se encuentra en pleno de proceso de adquisición de una compañía de software (el “**Target**”) que complementa su *expertise* en desarrollo de software para la industria minera.

En base al análisis del Infomemo y la información financiera disponible en el *data room* Usted y su equipo realizaron una oferta vinculante (la “**Oferta Vinculante**”) de \$104.902.000 por el 70% del paquete accionario del *Target* (*Equity Value*).

A efectos de facilitar cualquier ajuste posterior producto de la auditoría de compra, el precio ofrecido se tradujo en términos del múltiplo EV/EBITDA (el “**Múltiplo**”), equivalente a 12.0x (en sintonía con múltiplos corrientes para este tipo de industria).

Por lo tanto, el *Equity Value* surge del producto del Múltiplo por el EBITDA calculado en base a cifras del último balance auditado (en este caso, diciembre de 2018) 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 los gastos de seguro y patente del auto personal del hijo del accionista controlante (ajenos por completo a la empresa) por \$180.000;
- (ii) Una porción de la existencia final de bienes de cambio se encontraba sobrevaluada. La sobrevaluación alcanzaba la suma de \$100.000;
- (iii) La Compañía pagaba el alquiler por un depósito que pertenecía al accionista controlante. El importe se situaba por debajo de lo que sería considerado a mercado. Esto significaría \$50.000 mensuales de gastos por alquiler adicional;
- (iv) La Compañía pagó en el ejercicio fiscal 2018 honorarios a consultores de finanzas corporativas para trabajar en una potencial transacción de venta de una porción del capital accionario de uno de sus accionistas por un monto de \$ 1.200.000-;

(CONTINÚA PÁGINA SIGUIENTE)

### **Información Complementaria:**

Estado de Resultados	
Cierre de Ejercicio Fiscal (31/12/18) - Datos expresados en \$	
Ventas	55.780.000
Costos	-34.800.000
<b>Resultado Bruto</b>	<b>20.980.000</b>
Gastos de Administración (*)	-4.500.000
Gastos de Comercialización	-3.700.000
Gastos Financieros	-200.000
<b>Resultado Operativo</b>	<b>12.580.000</b>
Ganancia antes de Impuestos	12.580.000
Impuesto a las Ganancias	-3.774.000
<b>Ganancia Neta</b>	<b>8.806.000</b>
(*) Incluye el total de amortizaciones por \$ 1.000.000	
Deuda Financiera	17.000.000
Caja	1.500.000

- Capital de trabajo: la existencia inicial de bienes de cambio según el balance cerrado el 31/12/2018 arrojaba la suma de \$ 800.000;
- Capital de trabajo: las compras de mercadería según el balance cerrado el 31/12/2018 arrojaban la suma de \$ 3.200.000;
- Capital de trabajo: la existencia final de bienes de cambio según el balance cerrado el 31/12/2018 arrojaba la suma de \$ 1.000.000;
- La Compañía registra deuda financiera por \$17.000.000;
- El arqueo de caja arroja un saldo de caja y equivalentes por \$1.500.000;
- Luego de revisión de libros y discusión entre las partes se optó por excluir de la transacción un galpón propiedad del accionista que no era utilizado en la actividad de la Compañía y que estaba incorrectamente registrado en los libros de la Compañía. Al cierre de los estados contables al 31/12/2018 dicho activo se encontraba contabilizado por la suma de \$10.000.000.

Las partes acordaron respetar el Múltiplo luego del *due diligence*, sobre la base de un EBITDA “Corregido”. El Nuevo Valor de la Oferta Vinculante surgirá luego de corregir el EBITDA y efectuar los ajustes patrimoniales correspondientes.

*\*Recordar: Valor Equity = Valor Compañía + Caja – Deuda Financiera*

### **Se Solicita:**

**2.A) Calcular el EBITDA Corregido (\$) (6 puntos):**

( \_\_\_\_\_ )

**2.B) Calcular los Ajustes Patrimoniales o *Dollar To Dollar* (\$) (6 puntos):**

( \_\_\_\_\_ )

**2.C) Calcular el nuevo monto de la Oferta Vinculante (*Valor Equity*) (\$) (8 puntos):**

( \_\_\_\_\_ )

EBITDA Inicial	13.780.000	
Multiplo	12,00x	
Valor Compañía	165.360.000	
(-) Deuda	-17.000.000	
(+) Caja	1.500.000	
Valor Equity	149.860.000	
	70%	
70% del Equity	104.902.000	Oferta Realizada

<b>Ajustes Auditoria de Compra</b>		
(+) Gastos Seguro y Patene Hijo Accionista	180.000	
(-) Ajuste CMV	-100.000	
(-) Alquiler Deposito	-600.000	
(+) Honorarios Consultores	1.200.000	
Nuevo EBITDA Corregido	14.460.000	RPTA 2.A

<b>Bienes de Cambio - Cálculos Auxiliares</b>	
Existencia Inicial	800.000
Compras	3.200.000
Existencia Final	1.000.000
Costo Mercaderías Vendidas	3.000.000
Sobrevaluación Existencia Final	100.000
Costo Mercaderías Vendidas Corregido	3.100.000

EBITDA Corregido	14.460.000	
Multiplo Oferta	12,00x	
Nuevo Valor Compañía	173.520.000	
(-) Diferencias Patrimoniales	-10.100.000	RPTA 2.B
(-) Bienes de Cambio	-100.000	
(-) Activo Fijo No Operativo	-10.000.000	
(-) Deuda	-17.000.000	
(+) Caja	1.500.000	
Nuevo Valor Equity	147.920.000	
% Oferta	70%	
Nuevo valor Oferta Vinculante Corregido	103.544.000	RPTA 2.C

**Ejercicio Nro. 4 (5 puntos):**

En un contexto de ***Private Equity***, un Fondo que sólo está dispuesto a invertir bajo un esquema de “*cash in*” supone:

- (a) que el *target* deberá emitir nuevas acciones para posibilitar el ingreso del Fondo;
- (b) que el Fondo va a adquirir acciones del *target* a través de una transacción secundaria;
- (c) que la participación en el *equity* del accionista *pre-money* se va a diluir como consecuencia del ingreso del Fondo;
- (d) una convivencia entre el accionista *pre-money* y el Fondo;
- (e) la existencia de un valor del *equity* del *target pre-money* y *post-money*;
- (f) (a), (c), (d) y (e);
- (g) (a), (c) y (d);
- (h) (a) y (e);
- (i) todas las anteriores;
- (j) ninguna de las anteriores;

Respuesta (   **F**   )

**Ejercicio Nro. 5 (5 puntos):**

En un contexto de **préstamos sindicados**:

- (a) la “tasa aplicable” es el resultado de la suma de la tasa base más un *spread* crediticio, conocido como “margen aplicable”;
- (b) la tasa base se recalcula al comienzo de cada período de interés;
- (c) el *spread* crediticio se repacta al comienzo de cada período de interés;
- (d) (a), (b) y (c);
- (e) (a) y (c);
- (f) (a) y (b);
- (g) todas las anteriores;
- (h) ninguna de las anteriores;

Respuesta (   **F**   )

**Ejercicio Nro. 6 (5 puntos):**

En un contexto de **préstamos sindicados**:

- (a) el prepago mandatorio en orden inverso al vencimiento reduce el plazo promedio de pago del saldo del préstamo;
- (b) el prepago mandatorio en orden inverso al vencimiento prolonga el plazo promedio de pago del saldo del préstamo;
- (c) el prepago mandatorio en orden cronológico prolonga el plazo promedio de pago del saldo del préstamo;
- (d) el prepago mandatorio en orden cronológico reduce el plazo promedio de pago del saldo del préstamo;
- (e) el prepago mandatorio a prorrata de los vencimientos no altera el plazo promedio de pago del saldo del préstamo;
- (f) el prepago mandatorio a prorrata de los vencimientos altera el plazo promedio de pago del saldo del préstamo;
- (g) (a), (c), y (e);
- (h) (b), (d) y (f);
- (i) todas las anteriores
- (j) ninguna de las anteriores.

Respuesta (   **G**   )

**Ejercicio Nro. 7 (5 puntos):**

En un contexto de **reestructuración de pasivos**, la cláusula de *cross payment default*:

- (a) permite al acreedor B declarar el *default* del deudor, ante un incumplimiento de pago del deudor respecto del acreedor A, aunque el deudor no haya experimentado ningún incumplimiento de pago respecto del acreedor B;
- (b) permite al acreedor B declarar el *default* del deudor, ante un incumplimiento de carácter técnico del deudor respecto del acreedor A, aunque el deudor no haya experimentado ningún incumplimiento de pago respecto del acreedor B;
- (c) permite al acreedor B declarar el *default* del deudor, ante un incumplimiento de pago del deudor respecto del acreedor A, en la medida que el deudor haya experimentado previamente un incumplimiento de pago respecto del acreedor B;
- (d) reduce las posibilidades del deudor de implementar una estrategia de *default* selectivo;
- (e) no afecta las posibilidades del deudor de implementar una estrategia de *default* selectivo;
- (f) se gatilla con independencia del esquema de medición de los *covenants* financieros (mantenimiento e incurrencia);
- (g) (a), (d) y (f);
- (h) (a) y (d);



- (i) (b) y (e);
- (j) todas las anteriores;
- (k) ninguna de las anteriores;

Respuesta ( **G** )

**Ejercicio Nro. 8 (5 puntos):**

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

- (a) la titulización de un portfolio de cartera originada supone para el inversor un fuerte riesgo de *performance* del fiduciante;
- (b) la titulización de un portfolio de cartera originada supone para el fiduciante una estrategia financiera de post-financiación de capital de trabajo;
- (c) la titulización de un portfolio de flujos futuros supone para el inversor un fuerte riesgo de *performance* por parte del fiduciante;
- (d) la titulización de un portfolio de flujos futuros supone para el fiduciante una estrategia financiera de pre-financiación de capital de trabajo;
- (e) la titulización de un portfolio de flujos futuros supone una estrategia financiera de post-financiación de capital de trabajo;
- (f) los acreedores del fideicomiso financiero (i.e.: tenedores de los valores representativos de deuda) no tienen recurso contra el fiduciante;
- (g) los acreedores del fideicomiso financiero (i.e.: tenedores de los valores representativos de deuda) tienen recurso contra el fiduciante;
- (h) los acreedores del fiduciante no tienen recurso contra el portfolio cedido al fideicomiso financiero;
- (i) los acreedores del fiduciante tienen recurso contra el portfolio cedido al fideicomiso financiero;
- (j) (b), (c), (d), (f) y (h);
- (k) (b), (c), (d) y (f);
- (l) (a), (g) y (i);
- (m) (b) y (c);
- (n) (c) y (d);
- (o) ninguna de las anteriores;

Respuesta ( **J** )

**Ejercicio Nro. 9 (15 puntos):**

Con fecha 30-06-2016 la Compañía XX (la “**Compañía**” ó la “**Prestataria**”) recibió un préstamo sindicado por parte de un grupo de bancos internacionales por la suma de US\$ 200 millones, con vencimiento el 30-06-2021 (el “**Préstamo Sindicado**”). El Préstamo Sindicado presenta un esquema de repago del principal del tipo *step up*, conforme se indica a continuación:

Fecha de Vencimiento / % de repago del Principal				
30-06-2017	30-06-2018	30-06-2019	30-06-2020	30-06-2021
10,00%	15,00%	20,00%	25,00%	30,00%

El Préstamo Sindicado devenga una tasa equivalente a *Libor* + 300 puntos básicos. Los intereses se abonan trimestralmente, por trimestre vencido. La documentación prevé que en caso de falta de pago al vencimiento de alguna de las cuotas de capital y/o interés, la Compañía gozará de un período de cura de 30 días, expirado el cual entrará en *default*.

A su vez la cláusula de prepago establece lo siguiente:

*“La Prestataria deberá aplicar a la precancelación del Préstamo Sindicado el 100% del producido neto de cualquier venta de activos fijos que no sea reinvertida en activos de similar naturaleza dentro de los 180 días de efectuada la citada venta, en orden inverso al vencimiento de las cuotas de principal.”*

Por otro lado la Compañía mantiene otro financiamiento bilateral con un banco local por la suma de US\$ 50 millones (el “**Préstamo Bilateral**”) que contiene, entre otras disposiciones, la siguiente cláusula relativa a Eventos de Incumplimiento (*Events of Default*):

*“La falta de cumplimiento en tiempo y forma de cualquier obligación de pago de la Prestataria (distinta de las asumidas en virtud del presente Préstamo Bilateral) asumida en uno o más instrumento/s que evidencie/n una Deuda Financiera de al menos un monto de Dólares Diez Millones (US\$ 10.000.000) o su equivalente en otras monedas”.*

#### **Información complementaria:**

Libor al	%
30/06/2016	2,00%
30/09/2016	2,20%
30/12/2016	2,10%
30/03/2017	2,05%

- Con fecha 30-09-2016 la Compañía incumplió el primer pago de interés. La situación se regularizó con fecha 25-10-2016;

- Con fecha 30-06-2017 la Compañía incumplió el pago de la primera cuota de capital e interés. La situación se regularizó con fecha 30-08-2017;
- Con fecha 30-06-2018 la Compañía vendió un activo por la suma de US\$ 70 millones, de los cuales sólo invirtió US\$ 10 millones dentro de los 180 días en la compra de un activo de similares características al activo vendido;

**Por favor establezca:**

- Cual fue la tasa de interés que se determinó para el período iniciado el 30-12-2016:  
[ **5,10 %**];
- Si con relación al incumplimiento de fecha 30-09-2016 la Compañía entró en *default* bajo el Préstamo Sindicado;  
[Sí – **No**]
- Si con relación al incumplimiento de fecha 30-06-2017 la Compañía entró en *default* bajo el Préstamo Sindicado;  
[**Sí** – No]
- Si con relación al incumplimiento de fecha 30-06-2017 el prestamista bajo el Préstamo Bilateral estuvo en condiciones de declarar el *default* bajo su facilidad;  
[**Si** – No]
- Con relación a la venta del activo ocurrida el 30-06-2018, establezca de qué manera se aloca el producido de la venta al prepago mandatorio del Préstamo Sindicado:

Vencimiento de Cuota Principal al	Sí / No	Monto (US\$)	Orden? (#)
30/06/2018	<b>No</b>	<b>n.c.</b>	<b>n.c.</b>
30/06/2019	<b>No</b>	<b>n.c.</b>	<b>n.c.</b>
30/06/2020	<b>No</b>	<b>n.c.</b>	<b>n.c.</b>
30/06/2021	<b>Sí</b>	<b>60 MM</b>	<b>1</b>