



UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA

UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA

Finanzas Corporativas

Profesor: Julio César Fermo

Ayudante de Cátedra: Nicolás Barale

Modalidad Intensiva – Primer Examen Recuperatorio - Año 2016

- Para aprobar el examen los alumnos deberán obtener una calificación de al menos “**B-**” ($\geq 60\%$ del puntaje máximo).
- 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.
- Cada pregunta cuenta con su espacio para responder, sea multiple choice, verdadero y falso, o para completar. Limiten la respuesta al espacio asignado, y formulen la misma en birome o lapicera, de manera clara y legible.
- No omita indicar su **nombre completo en cada hoja**.
- **Suerte!!**

Parte I – Práctica

Ejercicio 1 (15 Puntos)

El Ministerio de Hacienda y Finanzas de la República Argentina, considerando la demanda reciente del bono que colocó en pesos a tasa fija de vencimiento 2026, comunicó la colocación de un nuevo título de vencimiento 15 años (año 2031) en pesos a tasa fija. Para ello otorgó el mandato de la colocación al Banco de Inversión GS por la suma de AR\$ 50,000 millones. Tal como se mencionó, el bono pagará cupón fijo que surgirá del producido de la licitación; el precio de colocación *saldrá a la par*, y sólo se licitará la tasa.

- La colocación prevé un único tramo competitivo, sobre la base del sistema conocido como “*Modified Dutch Auction*” (“Sistema Holandés Modificado”).
- Se aplicará prorratio si hay dos o más órdenes que contemplan el mismo margen de corte. Asimismo, se considerarán las órdenes de compra a nombre de personas jurídicas por montos cuya unidad mínima sea en cientos de miles.
- El Banco inició el proceso de colocación el día 18 de octubre de 2016; el libro estará abierto hasta el 20 del mismo mes del año 2016 inclusive (en fecha posterior no se admitirán órdenes).

Al cierre del día 20, el *book* del Banco presentaba lo siguiente:

Bono en Pesos Tasa Fija - Vencimiento 15 años		
Inversor	Monto Ofrecido (en millones de AR\$)	Tasa
A	1.000	14,50%
B	8.000	14,00%
C	5.500	14,75%
D	4.000	15,20%
E	3.000	14,75%
F	15.000	14,00%
G	12.000	14,09%
H	10.000	13,99%
I	5.000	15,50%
J	7.500	16,00%
Total	71.000	

Responda las siguientes preguntas:

- El Bono del Tesoro estuvo sobresuscripto (redondee la correcta):
 - 1,42 x
 - 1,75 x
 - 1,15 x
 - 2,10 x

Respuesta (__)

- Determine la tasa de corte: 14,75% %
- 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	1.000
B	X	8.000
C	X	2.588
D		
E	X	1.412
F	X	15.000
G	X	12.000
H	X	10.000
I		
J		

Ejercicio 2 (30 Puntos)

Usted trabaja para el área de finanzas corporativas de una empresa (la “Compañía”) del rubro de agroquímicos, que se encuentra transitando un proceso de adquisición de una empresa argentina proveedora de un insumo que permitiría sinergias por integración vertical.

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) 40.000.000. En base a esto, y luego de efectuar una valuación de la Compañía, usted recientemente acaba de presentar una oferta no vinculante por \$ 151.482.500 (“Valor de Transacción”) correspondiente al 65% del capital accionario, sujeta a una mayor apertura de información de la Compañía y negociación de activos involucrados dentro del Valor de Transacción.

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) El accionista controlante abonaba anualmente los viajes empresarios del management de la Compañía sin exigir el reembolso de los mismos por \$200.000.
- (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 \$ 400.000 anuales de gastos por alquiler adicional.
- (iv) Existían copias de facturas abonadas por el accionista controlante en el ejercicio fiscal 2016 por honorarios a consultores de finanzas corporativas contratados para trabajar una potencial transacción de venta del paquete accionario de la Compañía por un monto de \$ 120.000 que no fueron contabilizados en los libros de la Compañía.

Información Complementaria:

- Capital de trabajo: la existencia inicial de bienes de cambio según el Balance del FY16 arrojaba la suma de \$ 800.000.
- Capital de trabajo: las compras de mercadería según el Balance del FY16 arrojaban la suma de \$ 3.200.000.
- Capital de trabajo: la existencia final de bienes de cambio según el Balance del FY16 arrojaba la suma de \$ 1.100.000.
- La Compañía registra deuda financiera por **US\$ 500.000**.
- El arqueo de caja arroja un saldo de caja y equivalentes por \$50.000.

- Luego de revisión de libros y discusión entre las partes se optó por separar de la transacción una finca no operativa registrada en el activo de la Compañía al cierre de los EE.CC. del FY16, valuada en US\$ 1.000.000.
- Tipo de Cambio vigente para el año fiscal 2016: \$ 14,00.

Las partes acordaron respetar el múltiplo luego del diligencia, pero sobre la base de un EBITDA “Corregido”. El Nuevo Valor de la Transacción surgirá luego de corregir el EBITDA y efectuar los ajustes patrimoniales correspondientes.

Se Solicita:

- a. EBITDA Corregido (\$): 39.300.000
- b. Ajustes Patrimoniales o *Dollar To Dollar* (\$): 14.100.000
- c. Nuevo Valor de Transacción (\$): 139.587.500

Ejercicio 3 (15 Puntos)

EB es una joven compañía tecnológica argentina. Luego de financiarse vía rondas de capital con inversores de riesgo, donde el costo del capital (o equity) era del 15%, decide ingresar a los mercados internacionales de deuda considerando la reducción en el costo de fondeo del país alterando su estructura de capital desde 100% *equity* a la siguiente forma:

- Deuda sobre activo: 45%
- *Equity* sobre activo: 55%
- Costo de deuda (Cd): 7,0%

EB se encuentra gravada por el impuesto a las ganancias, y la tasa aplicable es del 35%. En vista de esto, y considerando las proposiciones de Modigliani Miller... **Se solicita:**

- a) Calcule el nuevo costo del *equity* apalancado: _____%
- b) Calcule el costo promedio ponderado del capital *after-tax* (WACC *after-tax*): _____%

Parte II – Teórica

Ejercicio Nro. 4 (4 puntos):

En un contexto de **deuda corporativa**, el concepto de subordinación estructural supone:

- (a) la existencia de una cadena societaria ("*corporate chain*");
- (b) la existencia de al menos dos acreedores que no tienen relación entre sí;
- (c) la existencia de al menos dos acreedores que tienen una relación contractual;
- (d) la existencia de un acreedor cuya subordinación se explica por el hecho de que su acreencia se encuentra fuertemente ligada a la cobranza de un flujo residual (dividendo);
- (e) que el crédito subordinado estructuralmente presenta una calidad crediticia inferior al crédito que no se encuentra en esa condición;
- (f) que el crédito subordinado estructuralmente presenta una calidad crediticia superior al crédito que no se encuentra en esa condición;
- (g) que el acreedor subordinado estructuralmente no tiene acción directa sobre los activos de la compañía cuyos dividendos representan la principal fuente de repago de la acreencia de dicho acreedor;
- (h) (a), (b), (d), (e) y (g);
- (i) (a), (b), (d) y (e);
- (j) (b), (d) y (e);
- (k) (b), (d) y (f);
- (l) todas las anteriores;
- (m) ninguna de las anteriores;

Respuesta: (H)

Ejercicio Nro. 5 (4 puntos):

El *equity value pre-money*:

- (a) es igual al precio de suscripción de la oferta primaria multiplicado por la cantidad de acciones *pre-money*;
- (b) es igual al precio de suscripción de la oferta primaria multiplicado por la cantidad de acciones *post-money*;
- (c) es igual al valor libros por acción previo a la realización de la oferta primaria;
- (d) es igual al valor libros por acción posterior a la realización de la oferta primaria;

- (e) es igual al *equity value post-money* menos el producido de la colocación primaria de acciones;
- (f) es igual al precio de suscripción de la oferta primaria multiplicado por la diferencia entre la cantidad de acciones *post-money* y la cantidad de acciones *pre-money*;
- (g) es igual al *equity value post-money* más el producido de la colocación primaria de acciones;
- (h) es igual al *market cap* previo a la emisión de acciones menos el producido de la colocación primaria de acciones;
- (i) (b) y (e);
- (j) (a) y (e);
- (k) (a), (c) y (e);
- (l) todas las anteriores;
- (m) ninguna de las anteriores;

Respuesta: (_J_)

Ejercicio Nro. 6 (4 puntos):

En un contexto de *liability management* las cláusulas de acción colectiva (“CACs”):

- (a) permiten modificar los *money terms* sin que sea necesario el voto unánime de los bonistas;
- (b) hacen innecesaria la realización de canjes de deuda;
- (c) garantizan la inexistencia de *hold outs* en la medida que se alcance el umbral mínimo de votos que prevé el *Indenture* para modificar *money terms*;
- (d) se hacen más necesarias en el contexto soberano que en el privado, debido a que en este último existen regímenes concursales;
- (e) son incompatibles con la existencia de *financial covenants* y *events of default*;
- (f) (a), (b), (c) y (d);
- (g) (a), (b) y (c);
- (h) (c) y (d);
- (i) (a), (b), (c) y (e);
- (j) ninguna de las anteriores;

Respuesta: (____)

Ejercicio Nro. 7 (4 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:

- (a) identificar a los bonistas para poder ofrecerles una propuesta diferenciada;
- (b) diseñar la propuesta de reestructuración;
- (c) identificar a los bonistas para poder brindar información sobre sus tenencias a la autoridad impositiva;
- (d) (a) y (b);
- (e) (a), (b) y (c);
- (f) (a) y (c);
- (g) ninguna de las anteriores;

Respuesta: (____)

Ejercicio Nro. 8 (4 puntos):

En un contexto de préstamos sindicados:

- (a) los *financial covenants* se testean en base a un esquema de incurrencia;
- (b) los *financial covenants* se testean en base a un esquema de mantenimiento;
- (c) los *financial covenants* se testean en base a un esquema de incurrencia y de mantenimiento;
- (d) es muy común que exista una cláusula de *set off*;
- (e) es muy común que exista una cláusula de *sharing of payments*;
- (f) el *Lead Arranger* es quien detenta el mayor *hold position*;
- (g) (a), (d), (e) y (f);
- (h) (b), (d), (e) y (f);
- (i) (b), (d) y (e);
- (j) (c), (d), (e) y (f);
- (k) ninguna de las anteriores;

Respuesta: (____)

Ejercicio Nro. 9 (4 puntos):

Establezca cuáles son las condiciones para que aplique la protección *antidilution*:

- (a) “*down round*” dentro del período de protección;
- (b) “*down round*” dentro o fuera del período de protección;
- (c) “*up round*” dentro del período de protección;
- (d) (a), (b) y (c);
- (e) ninguna de las anteriores;

Respuesta: (A)

Ejercicio Nro. 10 (4 puntos):

En un contexto de *Project Finance* el *project completion* tiene como consecuencia:

- (a) el *default* del SPV;
- (b) la liberación del *completion guarantee* provisto por los *Sponsors*;
- (c) la obtención de resultados satisfactorios en materia de *estándares* mínimos de eficiencia del proyecto;
- (d) la fusión del SPV y los *Sponsors*;
- (e) la terminación de los contratos del tipo *take or pay*;
- (f) la terminación de los contratos del tipo *supply or pay*;
- (g) (b) y (c);
- (h) (e) y (f);
- (i) ninguna de las anteriores;

Respuesta: (_G_)

Ejercicio Nro. 11 (4 puntos):

Ud. es acreedor de XX S.A. bajo la facilidad A. XX es deudor de JJ bajo la facilidad B. La facilidad A contiene una cláusula de *cross default*. La facilidad B es elegible para generar un *cross default* bajo la facilidad A, lo cual implica:

- (a) que JJ puede imponer la aceleración bajo la facilidad A, generando un efecto dominó;
- (b) que Ud. puede imponer la aceleración bajo la facilidad B;
- (c) que el *default* de la facilidad B constituye un evento de incumplimiento bajo la facilidad A;
- (d) (a) y (b);
- (e) (b) y (c);
- (f) (a) y (c);

(g) ninguna de las anteriores;

Respuesta: (_C_)