



UNIVERSIDAD  
TORCUATO DI TELLA

Escuela de Negocios - Master en Finanzas  
Asignatura: Finanzas Corporativas  
Profesor: Julio César Fermo  
Ayudante de Cátedra: Nicolás Barale  
Comisión I, II y III –Examen Final Año 2018

- Para aprobar el examen los alumnos deberán obtener una calificación de al menos “B-” ( $\geq 60\%$  del puntaje máximo), **tanto en la práctica como en la teoría**. La nota promedio ponderará un 60% la práctica, y un 40% la teoría.
- La duración máxima del examen es de **3 horas**.
- **No** se podrá utilizar el teléfono celular como calculadora.
- Por favor **responda la parte práctica por un lado, y la teórica por el otro**. Por favor escribir en **birome o lapicera, en letra imprenta mayúscula, de manera clara y legible, acompañando los papeles de trabajo**.
- **En los ejercicios del tipo “Verdadero / Falso”** –en su caso-, justifique su respuesta. No lo haga a través de ejemplos; los ejemplos complementan un concepto, no lo definen.
- No omita indicar su **nombre completo en cada hoja**.
- **Suerte!!**

## **Parte I – Práctica**

### **Ejercicio 1 (20 Puntos)**

La compañía NX realiza un *Follow on offering* al año de haberse lanzado el IPO. El *Follow on* se efectuó por un total de 2.000.000 acciones a precio US\$ 90. En esa oportunidad se estableció un *lock up* a un grupo de *insiders* tenedores del 25% del capital por el plazo de un año.

El *Follow on* es combinado, es decir, tendrá una porción primaria (cuyo producido se destinará a la financiación de un plan de crecimiento inorgánico) y una porción secundaria para darle una salida parcial a los *insiders*, definida en 80% y 20% del total de la emisión respectivamente.

El *Follow on* incluye una cláusula de *Green Shoe* a nombre del *Lead Book Runner* por el equivalente de 15% del *offering*, y se gatillará si el precio de la acción se dispara en el *after market* más de un 10% del precio de la colocación.

En base a esto, el *Lead Underwriter* al momento de colocar el IPO sobrevendió un 15% del total de la colocación.

Asumiendo que la acción aumenta un 15% luego de la colocación, y que el *Green Shoe* es ejercido y 100% satisfecho a través de la emisión de nuevas acciones. **Se solicita:**

1. Tamaño del *offering*:

USD 180.000.000 (144 Mio primario (sin Green Shoe) + 36 Mio secundario)

2. Tamaño de colocación primaria y secundaria:

a) Primaria: USD 144 Mio (sin Green Shoe porque no es colocación, sino emisión posterior)

b) Secundaria: USD 36 Mio

3. Composición accionaria de NX post emisión del *Green Shoe* (distinguiendo pre *Follow On*, *Follow On* Primario, y *Green Shoe*):

a) Pre *Follow On*: 1 Mio (# acciones) / 34,5% (participación %)

b) *Follow On*: 1,6 Mio (# acciones) / 55,2% (participación %)

c) *Green Shoe*: 0,3 Mio (# acciones) / 10,3% (participación %)

#### **Datos adicionales:**

Cantidad de acciones pre *Follow on*: 1.000.000

Precio previo: US\$ 85

#### **Ejercicio 2 (25 Puntos)**

Ud. se encuentra en una mesa de negociación defendiendo los intereses de su cliente, que se propone adquirir el 70% del paquete accionario de la Compañía AA (la “Compañía”). El asesor del vendedor le presenta un set de información del que resulta

que el EBITDA de la compañía objeto del M&A correspondiente al último ejercicio económico fue de US\$ 25.000.000 (el “Balance de Referencia”).

Considerando transacciones comparables del último año en Argentina, Ud. decide valorizar la Compañía en 9,0 x EBITDA. En vista de esto, 20 días más tarde presentó una oferta vinculante al accionista vendedor por el 70% del *equity* de la Compañía (la “Oferta Vinculante”) sujeta a Due Diligence. Ud. asumió el compromiso de respetar el múltiplo ofrecido, sobre la base de un EBITDA “corregido”.

Posteriormente, en el marco del Due Diligence de compra, advirtió:

- Honorarios financieros anuales no incluidos en el EBITDA inicial, por un total de US\$ 200.000.-, y considerados de mercado;
- Los accionistas desempeñaban funciones ejecutivas, aunque no integraban la nómina salarial;
- Una porción de las existencias finales de bienes de cambio se encontraba significativamente sobrevaluada.

#### **Información Complementaria:**

- La compensación total de los ejecutivos necesarios para llevar adelante el gerenciamiento de la Compañía totaliza la suma de US\$ 1.700.000.- anuales, según información provista por un reconocido head-hunter;
- La sobrevaluación de las existencias finales totalizaba la suma de US\$ 350.000.-;
- Las existencias iniciales según el Balance de Referencia arrojaban la suma de US\$ 1.000.000;
- Las compras según el Balance de Referencia arrojaban la suma de US\$ 7.500.000.-;
- Las existencias finales según el Balance de Referencia arrojaban la suma de US\$ 1.000.000.-;
- El accionista vendedor decidió excluir de la transacción una propiedad, no considerada operativa, valorizada a mercado por la suma de US\$ 1.200.000.-;
- La Compañía tiene deuda financiera por US\$ 1.000.000.-.

#### **Se solicita:**

1. Por favor establezca el EBITDA "corregido":

(US\$)\_\_\_\_\_22.750.000\_\_\_\_\_

2. Por favor establezca los ajustes patrimoniales o "*Dollar to Dollar*":

(US\$)\_\_\_\_\_1.550.000\_\_\_\_\_

3. Por favor cuantifique el valor del 70% del *equity value* "corregido":

(US\$) 141.540.000

Asuma que, luego de un tiempo de materializada la transacción, el accionista mayoritario recibe una oferta por el total de la Compañía. Dado que Ud. incluyó en el acuerdo de accionistas la cláusula del *Drag Along*, el accionista mayoritario (redondee la respuesta correcta):

- 1) Solo puede vender su participación porque no se puede forzar a otro accionista a vender.
- 2) Está habilitado a incluir la tenencia del minoritario y vender el 100% del paquete accionario.
- 3) Tiene que consultar con el minoritario y acceder a su aprobación para vender el 100%.

### **Ejercicio 3 (15 Puntos)**

En el contexto de financiamiento *off balance sheet*, asuma que la Compañía GAR (el "Fiduciante"), perteneciente a la industria de *retail* argentina, lo contrata para la estructuración y posterior colocación de un fideicomiso financiero. Al fideicomiso se le cederán Créditos ("Cartera Fideicomitada") que totalizan un **Saldo Teórico por cobrar de \$ 260.400.000** (Capital Teórico \$ 168.000.000 e Interés Teórico \$92.400.000) a una *duration* de cartera de aproximadamente 20 meses. Al descontar la cartera a una tasa de mercado en pesos, usted arriba a un **Capital Descontado** (equivalente al 50% del Saldo Total Teórico) que estructurará con los siguientes porcentajes: Valor de Deuda Fiduciaria Serie A ("VDF") 76,5%, VDF Serie B 6,5%, VDF Serie C 4,0% y Certificado de Participación ("CP") el remanente 13,0%.

Al enviarle el detalle de la cartera a la Agencia Calificadora de Riesgo local, esta última redacta su informe incluyendo las calificaciones que se enuncian a continuación, mencionando la subordinación de capital como argumento para los ratings definidos:

- 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 VDFA;
- BB+ (arg) con Perspectiva Estable para el CP.

En vista de esto, **se solicita:**

- a) Calcular el Capital Descontado

(\$) 130.200.000

- b) 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**, (i) que los gastos del mismo representan 0,7%, (ii) Impuestos a las Ganancias 10%, (iii) IIBB (Ingresos brutos) 6%, e Incobrabilidad Histórica estimada del 7%.

<b>Saldo Total Teórico (\$)</b>	<b>260.400.000</b>
<b>IIBB (\$)</b>	<b>-18.228.000</b>
<b>Incobrabilidad Promedio (\$)</b>	<b>-1.822.800</b>
<b>Gastos Estimados (\$)</b>	<b>-15.624.000</b>
<b>Impuesto a las Ganancias (\$)</b>	<b>-26.040.000</b>
<b>Capital (\$)</b>	<b>-130.200.000</b>
<b>Interés al inversor (\$)</b>	<b>-68.485.200</b>
<b>Neto</b>	<b>0</b>

- c) Calcular la subordinación de Capital Teórico para los tramos:

**VDFA (%)**\_\_\_\_\_ **59,3%**\_\_\_\_\_

**VDFB (%)**\_\_\_\_\_ **64,3%**\_\_\_\_\_

**VDFC (%)**\_\_\_\_\_ **67,4%**\_\_\_\_\_

## **Parte II – Teórica**

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

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

- (a) los ajustes de precio de tipo *pre-closing* resultan del *due diligence* de compra;
- (b) la violación de una representación ("*representation*") por parte del accionista vendedor y contenida en el SPA ("*Stock Purchase Agreement*") genera una indemnidad en favor del vendedor;
- (c) las cuentas *escrow* se conciben para garantizar indemnidades en favor del comprador;
- (d) los *covenants pre-closing* sólo se justifican si la toma de posesión del paquete accionario adquirido se produce con **posterioridad** a la firma del SPA;
- (e) los *covenants pre-closing* sólo se justifican si la toma de posesión del paquete accionario adquirido se produce con **anterioridad** a la firma del SPA;
- (f) (a), (b), (c) y (d);
- (g) (a), (b), (c) y (e);
- (h) (a), (b) y (c);
- (i) todas las anteriores;
- (j) ninguna de las anteriores;

Respuesta ( \_\_\_\_ )

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

En un contexto de **M&A** el *data room* virtual, a diferencia del *data room* físico:

- (a) permite que los interesados revisen la información contenida en el mismo en simultáneo;
- (b) permite la revisión remota por parte de los interesados, lo cual resulta en un ahorro significativo para estos en términos de gastos en vuelos, hoteles, etc.;
- (c) evita la afectación física de un espacio destinado a contener la información del *data room* (i.e.: sala de reuniones, etc.);
- (d) todas las anteriores;
- (e) ninguna de las anteriores;

Respuesta ( \_\_\_\_ )

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

En un contexto de **private equity**:

- (a) el *General Partner* está facultado para tomar las decisiones de compra, gerenciamiento y venta de las *portfolio companies*;
- (b) el *General Partner* invierte un pequeño porcentaje en el Fondo por exigencia de los *Limited Partners* (“*skin on the game*”);
- (c) el Reglamento del Fondo establece a partir de qué momento (“*exit period*”) el *General Partner* tiene que comenzar un proceso de monetización de las *portfolio companies*;
- (d) la monetización (“*liquidity event*”) puede ocurrir en un momento determinado, o bien en más de un momento (i.e.: dividendos en efectivo anuales; *M&A* parciales, etc.);
- (e) el *liquidity event* puede consistir en la venta de la *portfolio company*;
- (f) el *liquidity event* puede consistir en el *IPO* de la *portfolio company*, **en la medida** que el mismo involucre una colocación secundaria;
- (g) el *liquidity event* puede consistir en el *IPO* de la *portfolio company*, **sin que sea estrictamente necesario** que el mismo involucre una colocación secundaria;
- (h) el *liquidity event* puede consistir en el ejercicio de un *put* por parte del *General Partner* contra el accionista con quien comparte el accionariado de la *portfolio company*;
- (i) el *liquidity event* puede consistir en el ejercicio de un *put* por parte del *General Partner* contra la *portfolio company*;
- (j) (a), (b), (c), (d), (e), (f), (h) e (i);
- (k) (a), (b), (c), (d), (e), (f), (g);
- (l) (a), (c), (d), (e), (f), (g);
- (m) (a), (d), (e), (f);
- (n) (a), (b), (c), (d), (e), (f), (h);
- (o) ninguna de las anteriores.

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

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

En un contexto de **renta fija**, alcanzar el *investment grade* para una emisora supone:

- (a) contar con una calificación crediticia de al menos BBB- según la escala de S&P;
- (b) reducir el costo de su financiamiento;
- (c) ampliar la oferta de crédito a la que dicha emisora va a poder acceder;

- (d) (a) y (b);
- (e) (a) y (c);
- (f) (a), (b) y (c);
- (g) ninguna de las anteriores;

Respuesta ( \_\_\_\_ )

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

En un contexto de **financiamiento multilateral** del tipo A/B:

- (a) las entidades multilaterales asumen exposición crediticia a través del Tramo A;
- (b) los bancos comerciales asumen exposición crediticia a través de la suscripción de *Participations* respecto del Tramo B;
- (c) el “paraguas de riesgo político” supone una preferencia **cambiaria** para todas las entidades que participaron del financiamiento (i.e.: entidad multilateral y bancos privados);
- (d) el “paraguas de riesgo político” supone una preferencia **cambiaria** para la entidad multilateral **solo** respecto del Tramo A;
- (e) el “paraguas de riesgo político” supone una preferencia **crediticia** para los prestamistas;
- (f) el “paraguas de riesgo político” supone una preferencia **crediticia** para la entidad multilateral **solo** respecto del Tramo A;
- (g) los bancos comerciales que suscribieron los *Participations* respecto del Tramo B tienen un poder de voto limitado;
- (h) (a) y (b);
- (i) (a), (b) y (c);
- (j) (b) y (c);
- (k) (a), (b) y (d);
- (l) (a) y (d);
- (m) (a), (b), (c) y (g);
- (n) ninguna de las anteriores;

Respuesta ( \_\_\_\_ )

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

La compañía XX (“**XX**” ó la “**Compañía**”) emitió un bono en el año 2015 por la suma de US\$ 100 millones con un cupón del 7% anual pagadero semestralmente y vencimiento *bullet* en el año 2020 (el “**Bono Vcto. 2020**”). Producto de una fuerte caída



en su facturación, el Directorio de la Compañía decidió someter a consideración de la Asamblea de Accionistas la ampliación del capital de XX por la suma de US\$ 40 millones (en pesos equivalentes) a través de la emisión de acciones preferidas sin voto, con el propósito de reducir el *leverage* de la Compañía a partir de una recompra eficiente del Bono Vcto. 2020 con el producido de dicha capitalización.

Para ello XX contrató los servicios de Columbus para asesorarlo en el diseño de la estrategia que le permita maximizar el volumen a recomprar, al menor costo posible.

La propuesta formulada por Columbus supone:

- que la recompra se llevará adelante a través de un sistema conocido como *Pure Dutch Auction* (sistema holandés puro);
- que la recompra se considerará desierta si no adhieren a la misma tenedores de al menos US\$ 50 millones de VN;
- que las sumas destinadas a financiar la recompra no podrán superar los US\$ 40 millones;
- en caso de paridad de ofertas, se aplicará el criterio de la prorrata.

El plazo establecido para que los inversores puedan hacer el *tender* de sus notas fue de 20 días corridos.

Al cierre del día 20 el libro de órdenes llevado por Columbus ofrecía la siguiente información:

	Precio de Venta	
	US\$ (000)	(% VN)
Inversor A	250	80,00%
Inversor B	15.000	75,00%
Inversor C	18.000	62,50%
Inversor D	21.000	50,00%
Inversor E	5.000	55,00%
Inversor F	2.500	60,00%
Inversor G	4.000	75,00%
Inversor H	1.250	100,00%
Inversor I	15.000	n.a.
Inversor J	18.000	n.a.
<b>Total</b>	<b>100.000</b>	

**Se solicita:**

- Identifique cuales son los inversores que resultaron finalmente alocados, consignando el % del monto ofrecido que finalmente se les adjudicó;
- Establezca el precio promedio de la recompra, y el *haircut* promedio obtenido sobre el VN;

	Deuda	Precio de Venta	Recompra	Acumulado	Alocación
	Recompra (VN)	(% VN)	(US\$)	(US\$)	(%)
Inversor ...					
Inversor ...					
Inversor ...					
Inversor ...					
Inversor ...					
Inversor ...					
Inversor ...					
Inversor ...					
<b>Total</b>					

Precio promedio de recompra (% VN) ( \_\_\_\_\_ )%

Haircut promedio (%) ( \_\_\_\_\_ )%

Precio promedio: 61,38

Haircut: 38,62