



UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA

MFIN TRADICIONAL ***FINANZAS CORPORATIVAS***

Andrés Vacarezza

Clase 2. Venture Capital

27 Junio 2022 – Comisión 1

21 Junio 2022 – Comisión 2

22 Junio 2022 – Comisión 3

AGENDA

1. Arranque/Consultas [19.00 – 19.15]

2. Parte Conceptual/Herramientas [19.15 – 20.30]

- Venture Capital – Criterio de Inversión y Funcionamiento
- Venture Capital – Típicos Términos y Condiciones

BREAK 20.30 - 20.45

3. Caso “Venture Capital”: MuMaté [20.45 – 22.15]

Finanzas Corporativas

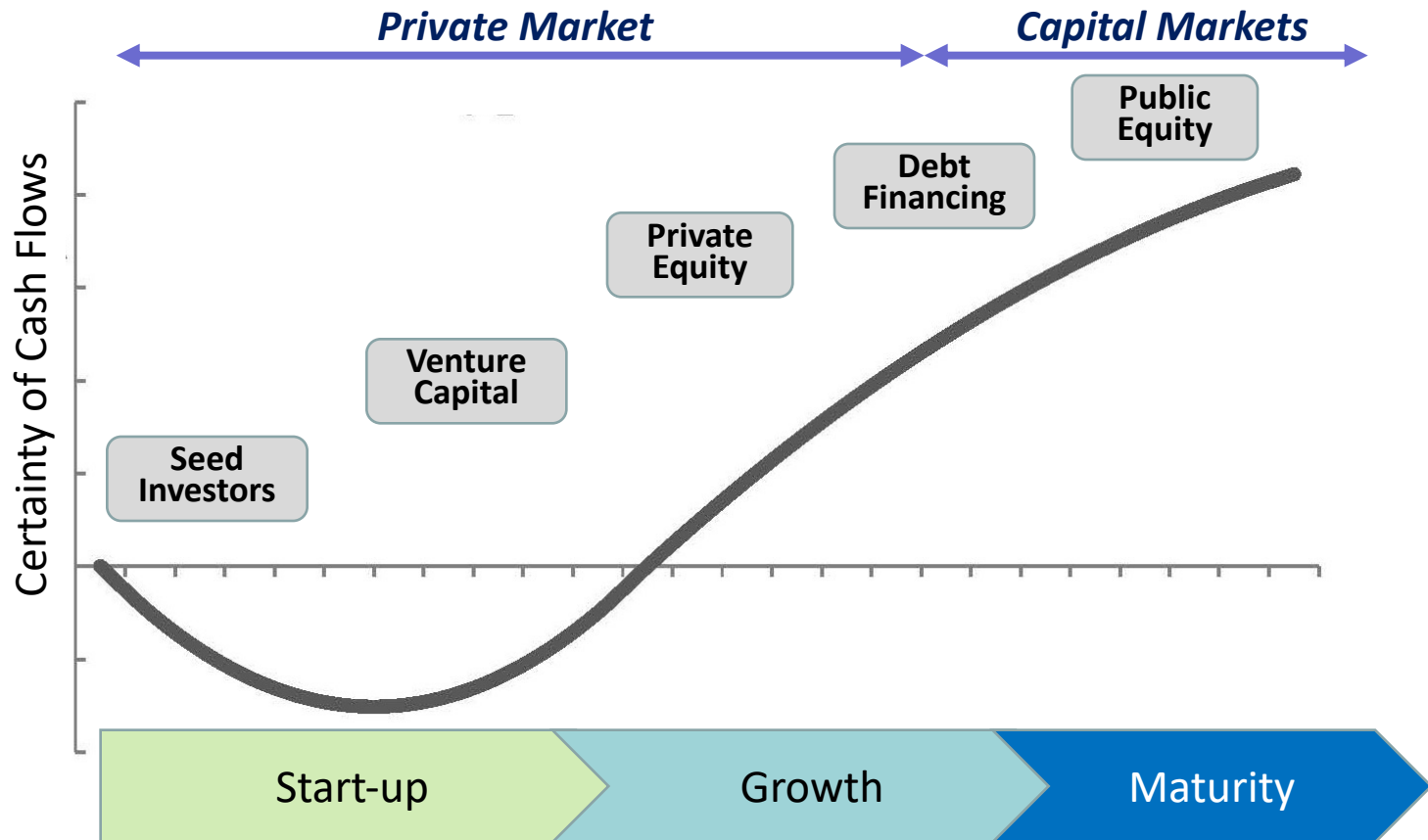
CLASE/TEMA		CONCEPTOS APLICADOS	INDUSTRIA (MERCADO)	CASO
1	Mergers & Aquisitions (M&A)	Estrategia de M&A de Warren Buffet y Berkshire Hathaway; valuación deal M&A	Conglomerado (USA)	Warren Buffett 2015
2	Venture Capital	Evaluación de inversión de un fondo de VC en una start-up	Specialty Drinks (USA)	MuMaté
3	Private Equity	Evaluación de inversión de un fondo de PE con estructura de leverage buy-out ("LBO")	Gastronomy (USA)	Panera Bread LBO
4	Estructura de Capital	Financiamiento de una adquisición, decisión deuda vs. equity	Waste mgmt (USA)	Winfield Refuse Management
5	Financiamiento con Equity	Financiamiento con equity; proceso de oferta publica inicial ("IPO")	Red social (USA)	Facebook IPO
6	Financiamiento con Deuda	Financiamiento con deuda; emisión de bonos en mercados internacionales	Minería (Brasil)	Vale SA
7	Project Finance	Estructuración de deal de project finance; financiamiento con préstamo bancario	Energía (India)	Nava Bharat
8	Reestructura Financiera	Motivantes de distress financiero; valuación y plan re-estructura financiera	Casas prefab (USA)	Pinewood Mobile Homes
9	Cash/Working Capital Management	Estrategias de gestión capital de trabajo; re-inversión de excedentes vs. dividendos	Computadoras (USA)	Dell
10	Dividend Policy	Decisión devolución de cash a accionistas; dividendos vs. share repurchase	Consumer elect (USA)	Apple

Venture Capital

Conceptos y Herramientas

Fondos Private Equity en la curva de las Empresas

Curva de crecimiento y fondeo



- Hay 2 espacios de liquidez: mercado privado y mercado de capitales
- Private equity típicamente financia etapa de “growth”
- Etapa “Start-up” típicamente financiada por venture capital

Mercado Privado vs. Mercado Público de Capitales

Diferencias entre Mercado Privado y Mercado Público

- Liquidez
- Tipo de Inversores
- Regulaciones
- Apertura de información
- Instrumentación / negociación
- Valuación

Fondos de Venture Capital y Private Equity

“Smart Money” vs. “Dumb Money”

SMART MONEY

DUMB MONEY

APOORTE DEL INVERSOR

- Inversor aporta dinero “inteligente”
 - Además de dinero, aporta valor agregado a la gestión y expansión del negocio
- Inversor aporta solo dinero
 - Puede generar incluso valor negativo (poder de veto, planes de negocio conservadores, estrategias de salida aceleradas, excesivo reporting, etc.)

NECESIDAD DE LA EMPRESA

- En términos generales, una compañía necesita “smart money” para llevar su negocio al lugar al que no puede llegar de la mano de su accionista controlante
- Una vez que la compañía encontró la “fórmula” que funciona, y sólo necesita combustible para impulsar el motor, lo que necesita es simplemente dinero o dumb money

Fondos de Venture Capital y Private Equity

Test para Identificar a Value-Adding “Smart Money” Investor

- El Inversor puede acercarme a nuevas tecnologías?
- El Inversor puede presentarme nuevos clientes, proveedores, o socios?
- El Inversor puede conectarme con potenciales nuevos inversores?
- Puede aportar experiencia en ejecución de transacciones de financiamiento en mercados públicos locales e internacionales?
- El Inversor puede ayudarme a reclutar y retener talentos?
- El Inversor puede acercarme a nuevos procedimientos / prácticas empresariales?
- El Inversor ya enfrentó los desafíos que debo enfrentar en el futuro inmediato?
- Le daría un asiento en el Directorio al Inversor si no necesitara de su dinero?
- El Inversor me ayuda a gestionar el negocio o me descarrila con excesivos requisitos de reporting?

Fondos de Venture Capital y Private Equity

Reverse Diligence – Evaluación de la Compañía sobre el Fondo Inversor

- Tengo buenas referencias del Inversor?
- Está dispuesto a redoblar la apuesta si fuera necesario?
- Comparte la visión del negocio, o pretende realizar cambios sustanciales?
- Quiere imponer a un nuevo *CEO*?
- Quiere rediseñar el Directorio?
- Las sinergias que busca resultan de combinar mi compañía con otras compañías que integran su portafolio?
- Tiene experiencia en este tipo de procesos?
- Cuantos *term sheets* firmó en los últimos 3 – 5 años, que finalmente no se pudieron concretar?
- Como viene performeando el fondo para sus inversores? Esta creciendo o esta cerrando/winding down?

Venture Capital vs. Private Equity – Diferencias

- El funcionamiento de los fondos de Venture Capital (“VC”) y de Private Equity (“PE”) son en general similares
 - Invierten en empresas para realizar un “exit” en 3-5 años, con alto retorno sobre la inversión, medido en general por TIR/”IRR”
 - El exit puede realizarse en el mercado público de capitales (IPO) o el mercado privado de M&A (venta a empresa/comprador estratégico o a otro fondo inversor)
 - Gestionan un fondo que invierte en compañías que terminan integrando un portfolio
 - El fondo es gestionado por un manager (“General Partner” o “GP”) y financiado por inversores (“Limited Partners” o “LPs”) que aportan el capital (GP puede co-invertir)
 - El GP cobra un management fee (ej. 1-2% de los activos gestionados) y las ganancias realizadas se reparten entre los LPs (ej. 80%, previo recupero de capital aportado y un “hurdle rate” garantizado –ej. 10% anual-) y el GP (ej. 20% “carried interest”)
- La principal diferencia entre VC y PE radica en que el concepto de VC está asociado a proyectos “start-up” y el de PE a negocios en marcha
 - Las tasas de retorno exigidas a la inversión son mayores en el caso de VC
- Al tratarse de negocios emergentes, la participación del VC se da por etapas, generalmente luego de un 1er round de financiamiento semilla (“*seed financing*”)
- Dicho financiamiento “secuencial” pone sobre la mesa el issue de la dilución en las participaciones accionarias

Venture Capital – Método de Inversión de Fondos VC

- El inversor establece una valuación del equity de la empresa *target* antes del aporte de capital (“*pre-money valuation*”)
- Determina cuál será el aporte de capital que integrará a la empresa *target*
- Sobre la base de la *pre-money valuation* y el monto del aporte, determina un valor compañía posterior al aporte (“*post-money valuation*”)
- El cociente entre el monto aportado, y el *post money valuation* da como resultado el porcentaje del *equity* que le corresponde al inversor

Ejemplo de Fondeo Venture Capital

	Initial Founding Capitalization				First Round VC Investment - Year 1				Second Round VC Investment - Year 2				
	# of	\$ per	Total \$	%	# of	\$ per	Total \$	%	# of	\$ per	Total \$	%	
Inversores	Shares	Share	Investment	Ownership	Shares	Share	Investment	Ownership	Shares	Share	Investment	Ownership	
Founders	2,000,000	\$0.01	\$20,000	100.0%	2,000,000			66.7%	2,000,000			44.4%	
VC Fund 1					1,000,000	\$1.00	\$1,000,000	33.3%	1,000,000			22.2%	
VC Fund 2									1,500,000	\$2.50	\$3,750,000	33.3%	
Total	2,000,000		\$20,000	100.0%	3,000,000		\$1,000,000	100.0%	4,500,000		\$3,750,000	100.0%	
Pre-Money Valuation							\$2,000,000	66.7% \$7,500,000				66.7%
VC Investment							\$1,000,000	33.3% \$3,750,000				33.3%
Post-Money Valuation							\$3,000,000	100.0% \$11,250,000				100.0%

RESUMEN	Investment per Stockholder			Stockholding Value @ End of Second Round				Valuation Gain
	# of Shares	\$ per Share	Total \$ Investment	# of Shares	\$ per Share	Total \$ Investment	% Ownership	
Founders	2,000,000	\$0.01	\$20,000	2,000,000	\$2.50	\$5,000,000	44%	\$4,980,000 - Ganó \$1.98m round 1 + \$3m en round 2
VC Fund 1	1,000,000	\$1.00	\$1,000,000	1,000,000	\$2.50	\$2,500,000	22%	\$1,500,000 - Ganó \$1.5m en round 2
VC Fund 2	1,500,000	\$2.50	\$3,750,000	1,500,000	\$2.50	\$3,750,000	33%	\$0 - Requerirá un exit a una valuación mayor
Total	4,500,000		\$4,770,000	4,500,000		\$11,250,000	100%	

Inversión de Fondos VC – Tipos de Dilución

TIPO DE DILUCIÓN

EJEMPLO

Dilución por aumento de capital no suscripto

- La Firma A tiene un capital de 1.000 acciones
- El Inversor F posee 100 acciones, que representan 10% del capital
- La Firma A decide emitir 100 nuevas acciones
- Inversor F decide no ejercer su derecho de suscripción preferente → sus 100 acciones pasan a representar 9,09% del capital ($100 / 1.100$)

Dilución por aumento de capital no suscripto, a precio mayor al de entrada del inversor

- El Inversor F compró 100 acciones (10% *post-money*) de la Firma A en \$100 (precio/acción \$1,00) → valor "*post-money*" = \$1.000
- La Firma A decide emitir 100 nuevas acciones, precio/acción = \$1,50
- Inversor F decide no suscribir → participación de F se reduce a 9,09% ($100 / 1.100$), el valor de su tenencia pasa ser de \$150 ($100 * \$1,50$)

Dilución por aumento de capital no suscripto, a precio menor al de entrada del inversor "*down round*"

- El Inversor F compró 100 acciones (10% *post-money*) de la Firma A en \$100 (precio/acción \$1,00) → valor "*post-money*" = \$1.000
- La Firma A decide emitir 100 nuevas acciones, precio/acción = \$0,50
- Inversor F decide no suscribir → participación de F se reduce a 9,09% ($100 / 1.100$), el valor de su tenencia se reduce a \$50 ($100 * \$0,50$)

Inversión de Fondos VC – Protección Anti-Dilución

“Down-round” -- Tipos de protecciones:

Las protecciones anti-dilución disparan una compensación mediante la emisión de acciones adicionales a favor del inversor afectado, si ocurre una emisión de acciones por debajo del precio de entrada de dicho inversor. Hay distintos métodos:

Full Ratchet

- El inversor protegido es compensado con una emisión de nuevas acciones (diluye al resto de los accionistas) al precio por acción del “down round”
- Es el método más simple y que compensa totalmente al inversor protegido
- En consecuencia es el método que mas diluye a los restantes accionistas

Weighted Average

Broad Based

Narrow Based

- El inversor protegido es compensado con una emisión de nuevas acciones a un precio promedio por acción
- Broad based: en el cálculo se usan todas las acciones emitidas
- Narrow based: cálculo solo usa las acciones del inversor “protegido”

Pay to Play

- Se pueden aplicar los métodos “full ratchet” o “weighted average” combinados con el mecanismo “pay to play”
- El inversor protegido solo podrá continuar ejerciendo sus derechos anti-dilución si continua participando en nuevas rondas de financiación (puede exigirse determinado monto)

Inversión de Fondos VC – Protección Anti-Dilución

Ejemplo – SIN Protección Anti-Dilución

First Round VC Investment - Series A

Inversores	# of Shares	\$ per Share	Total \$ Investment	% Ownership
Founders	7,000,000			70.0%
Inversor Serie A	3,000,000	\$1.00	\$3,000,000	30.0%
Total	10,000,000		\$3,000,000	100.0%
Pre-Money Valuation			\$7,000,000	70.0%
VC Investment			\$3,000,000	30.0%
Post-Money Valuation			\$10,000,000	100.0%

NO ANTI-DILUTION PROTECTION FOR SERIES A

Second Round VC Investment - Series B

Inversores	# of Shares	\$ per Share	Total \$ Investment	% Ownership
Founders	7,000,000			43.8%
Inversor Serie A	3,000,000			18.8%
Inversor Serie B	6,000,000	\$0.50	\$3,000,000	37.5%
Total	16,000,000		\$3,000,000	100.0%
Pre-Money Valuation			\$5,000,000	62.5%
VC Investment			\$3,000,000	37.5%
Post-Money Valuation			\$8,000,000	100.0%

Descripción

Serie A

- La empresa levanta \$3m en una “Serie A”, emite 3m de acciones a \$1.00 por acción
- El inversor de la Serie A obtiene 30% del equity, NO negocia derechos anti-dilución
- Fundadores poseen 7m acciones (70%)

Serie B

- La empresa levanta un fondeo “Serie B” de un nuevo inversor, a un precio menor, de \$0.50 por acción (precio baja un 50%), emitiendo 6m de acciones en la Serie B
- Los fundadores y el inversor Serie A (al no haber pactado derecho anti-dilución) se diluyen proporcionalmente
- El inversor Serie A se diluye de 30% a 18.8% del equity
- El inversor Serie A perdió \$1.5m de valor

Inversión de Fondos VC – Protección Anti-Dilución

Ejemplo – CON Protección Anti-Dilución “Full Ratchet”

"FULL RATCHET" PROTECTION				
Second Round VC Investment - Series B				
Inversores	# of Shares	\$ per Share	Total \$ Investment	% Ownership
Founders	7,000,000			25.0%
Inversor Serie A	10,500,000	\$0.29		37.5%
Inversor Serie B	10,500,000	\$0.29	\$3,000,000	37.5%
Total	28,000,000		\$3,000,000	100.0%
Pre-Money Valuation			\$5,000,000	62.5%
VC Investment			\$3,000,000	37.5%
Post-Money Valuation			\$8,000,000	100.0%

Descripción

Serie A

- La empresa levanta \$3m en una “Serie A”, emite 3m de acciones a \$1.00 por acción
- El inversor Serie A obtiene 30% del equity y negocia derecho anti-dilución “full ratchet”
- Fundadores poseen 7m acciones (70%)

Serie B

- La empresa levanta fondeo “serie B” por \$3m, a un precio menor, de \$0.50 por acción
- El inversor Serie B entra, con la condición que se le reconozca un stake de 37.5% del equity
- El inversor Serie A, que también invirtió \$3m (= a Serie B), le corresponderá también un **37.5%** al estar protegido por “full ratchet”
- A los fundadores les queda un residual de 25% sobre un total de 28m de acciones (7m/25%)
- Inversores Series B y A reciben 10.5m acciones c/uno (**7.5m nuevas acciones para Serie A**)
- La compensación de 7.5m acciones cubre totalmente al Inversor Serie A (10.5m acciones * precio de conversión \$0.29 = \$3m)

Ownership of Series A and B Investors - Calculations

Step 1: Series B Investor retains its intended % Ownership (37.5%)

Step 2: Calculate Series A % Ownership as % of Series B Based on Investment

Series A Ownership % = 'A' Investment / 'B' Investment * 'B' Ownership %

Series A Ownership % = \$3m 'A' Invest. / \$3m 'B' Invest. * 37.5% 'B' Ownshp.

Series A Ownership % = 37.5%

Step 3: Calculate Founders Final % Ownership and Total Shares Outstanding

Final Founders Ownership % = 1 - ('B' Ownership % + 'A' Final Ownership)

Final Founders Ownership % = 1 - (37.5% + 37.5%)

Final Founders Ownership % = 25.0%

Adjusted Total Shares = Founders Shares / Adjusted Founders Ownership %

Adjusted Total Shares = 7m / 25.0%

Adjusted Total Shares = 28m Total Shares Outstanding

"Full ratchet" protection "cross-check" calculation

Adjusted Shares for A = Series A Investment / Conversion Price ("CP")

Adjusted Shares for A = \$3m / \$0.29 per share

Adjusted Shares for A = 10,500,000 Shares

CP = Post-Money Valuation / Shares Outstanding Post Conversion

CP = \$8m / 28m shares (7m Founders + 10.5m 'A' + 10.5m 'B')

CP = \$0.29 per share

Inversión de Fondos VC – Protección Anti-Dilución

Ejemplo – CON Protección Anti-Dilución “Weighted Average-Narrow-based”

NARROW "WEIGHTED AVERAGE" PROTECTION

Second Round VC Investment - Series B

Inversores	# of Shares	\$ per Share	Total \$ Investment	% Ownership
Founders	7.000.000			34,4%
Inversor Serie A	5.727.273	\$0,39		28,1%
Inversor Serie B	7.636.364	\$0,39	\$3.000.000	37,5%
Total	20.363.636		\$3.000.000	100,0%
Pre-Money Valuation			\$5.000.000	62,5%
VC Investment			\$3.000.000	37,5%
Post-Money Valuation			\$8.000.000	100,0%

Ownership of Series A and B Investors - Calculations

Step 1: Calculate Weighted Average Price ("WAP") of Series A and B

$$\text{WAP} = \frac{\text{Series A Price} * \text{Shares} + \text{Series B Price} * \text{Shares}}{(\text{Shares A} + \text{B})}$$

$$\text{WAP} = \frac{(\$1,00 * 3\text{m shares 'A'}) + (\$0,50 * 6\text{m shares 'B'})}{(3\text{m 'A'} + 6\text{m 'B'})}$$

$$\text{WAP} = \$0,67$$

Step 2: Calculate Adjusted Series A Shares based on WAP

$$\text{Adjusted Shares for A} = \frac{\text{Series A Investment}}{\text{WAP}}$$

$$\text{Adjusted Shares for A} = \frac{\$3,0\text{m 'A' Investment}}{\$0,67}$$

$$\text{Adjusted Shares for A} = 4,5\text{m}$$

Step 3: Calculate Series A % Ownership as % of Series B (retains 37,5%)

$$\text{Discount for 'A' Ownership} = 1 - \left(\frac{\text{'A' Adj. Shares}}{\text{'B' Shares}} \right)$$

$$\text{Discount for 'A' Ownership} = 1 - \left(\frac{4,5\text{m 'A' Shares}}{6,0\text{m 'B' Shares}} \right)$$

$$\text{Discount for 'A' Ownership} = 25,0\% \text{ Discount to 'B' Ownership \%}$$

Step 4: Calculate Series A Final % Ownership (Discounted to 'B' Ownership)

$$\text{Final 'A' Ownership \%} = \text{'B' Ownership \%} * (1 - \text{Discount to 'B' Ownership})$$

$$\text{Final 'A' Ownership \%} = 37,5\% * (1 - 25,0\%)$$

$$\text{Final 'A' Ownership \%} = 28,1\%$$

Step 5: Calculate Founders Final % Ownership and Total Shares Outstanding

$$\text{Final Founders Ownership \%} = 1 - (\text{'B' Ownership \%} + \text{'A' Final Ownership \%})$$

$$\text{Final Founders Ownership \%} = 1 - (37,5\% + 28,1\%)$$

$$\text{Final Founders Ownership \%} = 34,4\%$$

$$\text{Adjusted Total Shares} = \frac{\text{Founders Shares}}{\text{Adjusted Founders Ownership \%}}$$

$$\text{Adjusted Total Shares} = \frac{7,0\text{m}}{34,4\%}$$

$$\text{Adjusted Total Shares} = 20,4\text{m Total Shares Outstanding}$$

Descripción

Serie A

- La empresa levanta \$3m en una “Serie A”, emite 3m de acciones a \$1.00 por acción
- Inversor Serie A obtiene 30% del equity, negocia dcho. anti-dilución “**narrow** weighted avg”
- Fundadores poseen 7m acciones (70%)

Serie B

- La empresa levanta fondeo “serie B” por \$3m, a un precio menor, de \$0.50 por acción
- El inversor Serie B entra, con la condición que se le reconozca un stake de 37.5% del equity
- El **inversor Serie A** recibe **28.1%** del equity, que se determina en función a un precio promedio
- A los **fundadores** les queda un **34.4%** sobre un total de 20.4m de acciones (7m/34.4%)
- Inversor Serie A recibe 5.7m acciones (**2.7m nuevas**), Inversor Serie B recibe 7.6m acciones
- La **compensación de 2.7m acciones no cubre totalmente a Inversor Serie A** que **pierde \$750k** (5.7m acciones * precio conver. \$0.39 = \$2.25m)

Inversión de Fondos VC – Protección Anti-Dilución

Ejemplo – CON Protección Anti-Dilución “Weighted Average-Broad-based”

BROAD "WEIGHTED AVERAGE" PROTECTION				
Second Round VC Investment - Series B				
Inversores	# of Shares	\$ per Share	Total \$ Investment	% Ownership
Founders	7.000.000			39,4%
Inversor Serie A	4.097.561	\$0,45		23,1%
Inversor Serie B	6.658.537	\$0,45	\$3.000.000	37,5%
Total	17.756.098		\$3.000.000	100,0%
Pre-Money Valuation			\$5.000.000	62,5%
VC Investment			\$3.000.000	37,5%
Post-Money Valuation			\$8.000.000	100,0%

Serie A

- La empresa levanta \$3m en una “Serie A”, emite 3m de acciones a \$1.00 por acción
- Inversor Serie A obtiene 30% del equity, negocia dcho. anti-dilución “**broad weighted avg**”
- Fundadores poseen 7m acciones (70%)

Serie B

- La empresa levanta fondeo “serie B” por \$3m, a un precio menor, de \$0.50 por acción
- El inversor Serie B entra, con la condición que se le reconozca un stake de 37.5% del equity
- El **inversor Serie A** recibe **23.1%** del equity, que se determina en función a un precio promedio
- A los **fundadores** les queda un **39.4%** sobre un total de 17.8m de acciones (7m/39.4%)
- Inversor Serie A recibe 4.1m acciones (**1.1m nuevas**), Inversor Serie B recibe 6.7m acciones
- La **compensación de 1.1m acciones no cubre totalmente a Inversor Serie A** que **pierde \$1.2m** (4.1m acciones * precio conver. \$0.45 = \$1.8m)

Ownership of Series A and B Investors - Calculations

Step 1: Calculate Weighted Average Price ("WAP") of Series A and B

WAP = Series A Price * Shares + Series B Price * Shares / (Shares A + B)

$$\text{WAP} = (\$1,00 * 10\text{m shares 'F' + 'A'}) + (\$0,50 * 6\text{m shares 'B'}) / (7\text{m 'F' + 3m 'A' + 6m 'B'})$$

$$\text{WAP} = \$0,81$$

Step 2: Calculate Adjusted Series A Shares based on WAP

Adjusted Shares for A = Series A Investment / WAP

$$\text{Adjusted Shares for A} = \$3,0\text{m 'A' Investment} / \$0,81$$

$$\text{Adjusted Shares for A} = 3,7\text{m}$$

Step 3: Calculate Series A % Ownership as % of Series B (retains 37,50%)

Discount for 'A' Ownership = 1 - ('A' Adj. Shares / 'B' Shares)

$$\text{Discount for 'A' Ownership} = 1 - (3,7\text{m 'A' Shares} / 6,0\text{m 'B' Shares})$$

$$\text{Discount for 'A' Ownership} = 38,5\% \text{ Discount to 'B' Ownership \%}$$

Step 4: Calculate Series A Final % Ownership (Discounted to 'B' Ownership)

Final 'A' Ownership % = 'B' Ownership % * (1 - Discount to 'B' Ownership)

$$\text{Final 'A' Ownership \%} = 37,5\% * (1 - 38,5\%)$$

$$\text{Final 'A' Ownership \%} = 23,1\%$$

Step 5: Calculate Founders Final % Ownership and Total Shares Outstanding

Final Founders Ownership % = 1 - ('B' Ownership % + 'A' Final Ownership %)

$$\text{Final Founders Ownership \%} = 1 - (37,5\% + 23,1\%)$$

$$\text{Final Founders Ownership \%} = 39,4\%$$

Adjusted Total Shares = Founders Shares / Adjusted Founders Ownership %

$$\text{Adjusted Total Shares} = 7,0\text{m} / 39,4\%$$

$$\text{Adjusted Total Shares} = 17,8\text{m Total Shares Outstanding}$$

Inversión de Fondos VC – Protección Anti-Dilución

Observaciones Finales

- El mecanismo “full ratchet” de protección anti-dilución en un “down-round” ofrece la mayor compensación al inversor tenedor del derecho “full ratchet” ... toda la pérdida de valor del “down-round” es absorbida por los fundadores
- Al tener dicho impacto, el mecanismo “full ratchet” puede desalentar el ingreso de nuevos inversores en futuras series, si el efecto anti-dilución reduce demasiado el equity de los founders/management (su incentivo a crear valor)
- El mecanismo “weighted average” tiene un efecto más moderado que el “full ratchet”, generando menor protección para el inversor VC, diluyendo menos a los fundadores
- Cuando se estructuran estas cláusulas de protección anti-dilución en los acuerdos de accionistas, se debe considerar:
 - Definir que se incluye en la definición de “acciones totales”. Por ejemplo, si se incluyen las acciones a emitir para stock options. La empresa buscará una definición que reduzca la dilución de los founders.
 - Incluir una provisión donde los accionistas renuncien a sus derechos de preferencia a favor del inversor protegido por derechos anti-dilución

Fondos de VC y PE – Exit Strategies

Concepto

Comentarios

Exit Strategies Posibles

- Venta privada a empresa o fondo PE
- Merger/fusión con otra empresa
- Oferta pública de acciones (“IPO”)
- Levered recapitalization

Se salir al 100% con pago cash

Se vende 100% pero el pago no es cash

Exit en etapas, pero genera capital gain

Se emite deuda para pagar dividendo o share repurchase al inversor que sale

Exit Best Practices

- Identificar targets con exits viables
- Preparar venta target 12 meses antes
- Foco management en performance
- Preparar mgmt para proceso venta

Identificar buyers antes de la compra

Priorizar value-creating projects, clean-up

Sostener performance, ejecutar mejoras

Anticipar problemas/preguntas de buyers

Venture Capital y Private Equity – Exit Rights

- **Drag along** derecho a exigir a otro accionista a que se incluyan sus acciones en la venta que acordé de mi tenencia accionaria
- **Tag along** derecho a exigir que mi tenencia accionaria se incluya en la venta acordada por el accionista controlante
- **First Refusal (“ROFR”)** derecho preferente a adquirir las acciones del socio vendedor en las condiciones ofrecidas por un tercero
- **First Offer (“ROFO”)** derecho preferente para adquirir acciones del socio vendedor al precio ofrecido por este último
- **Registration Rights** derecho a exigir que mis acciones sean registradas en CNV o SEC para una eventual venta en una IPO o Follow-on Offering
- **Put options** derecho a vender mis acciones a otro accionista o a la empresa
- **Russian Roulette** un socio ofrece (1) comprar las acciones del otro socio, o (2) vender sus acciones, al precio fijado x el ofertante. El receptor de la oferta puede aceptar la compra o la venta
- **Texas Shootout** ambos socios entregan en sobre cerrado, a la otra parte o a un 3ro, una oferta de compra de la participación de la otra parte a un precio determinado, ganando la contienda el que ofrece el precio mas alto

Venture Capital y Private Equity – Exit Rights

DERECHO

DESCRIPCIÓN

TAG ALONG

- Es el derecho de un accionista a incluir sus tenencias accionarias en la venta acordada por su socio (normalmente el accionista controlante), en las condiciones establecidas de común acuerdo por éste último con el adquirente
- En caso de que la oferta de compra involucrara sólo una porción del capital accionario, la alocaión se haría a pro-rata en función de las tenencias de cada uno
- El Tag along apunta a:
 1. Dar liquidez a tenencias minoritarias,
 2. Permitir un “*sharing*” de la prima de control

DRAG ALONG

- Es el derecho de un accionista de exigir a un socio que incluya sus acciones en la venta, con la finalidad de retirarse de la inversión por medio de la venta de un paquete accionario mayor al que posee el vendedor
- Este derecho puede ser exigido por:
 1. Un minoritario que desea salir vendiendo el paquete de control, y en consecuencia, gozando del “*sharing*” de la prima de control,
 2. El grupo de control, anticipando una potencial adquisición de un tercero que no quiera compartir el accionariado con una minoría

Venture Capital y Private Equity – Exit Rights

DERECHO

DESCRIPCIÓN

RIGHT OF FIRST REFUSAL ("ROFR")

- Es el derecho preferente de un accionista de adquirir las acciones del accionista vendedor en las condiciones ofrecidas por un tercero
- Esta cláusula normalmente es exigida por los accionistas controlantes, y está orientada a permitir que éstos puedan decidir sobre la composición del elenco accionario ("estrategia defensiva")
- Normalmente el derecho de *First Refusal* acompaña al derecho de *Tag Along*

RIGHT OF FIRST OFFER ("ROFO")

- Es el derecho preferente de un accionista para adquirir las acciones del accionista vendedor al precio ofrecido por este último
- En ningún caso el accionista vendedor podrá vender sus acciones a un precio inferior al ofrecido al accionista tenedor del "*First Offer Right*"
- Normalmente el derecho de *First Offer* es la alternativa ("*second best*") frente a la negativa a otorgar un derecho de *First Refusal*

Venture Capital y Private Equity – Exit Rights

DERECHO

DESCRIPCIÓN

REGISTRATION RIGHTS

- Derecho que tiene un accionista de exigir que las acciones de la que es titular sean registradas ante la CNV / SEC (*“Reg Right Local”* y *“Reg Right Internacional”*, respectivamente), a efectos de poder ser vendidas en el mercado ya sea a través de una Oferta Pública Inicial, o bien en una posterior oferta secundaria
- Común en compañías que presentan un volumen y/o perfil de negocios atractivo para el público inversor. Hay dos variantes:
 1. **“Piggyback Registration Rights”**: el inversor tiene derecho de “agregar” su tenencia a la colocación lanzada por la Compañía (si lanza una oferta primaria, ésta tiene prioridad sobre la venta de la tenencia del inversor si la colocación resulta subsuscripta)
 2. **“Demand Registration Rights”**: el inversor tiene derecho de “forzar” la colocación pública de su tenencia, aunque la Compañía no tenga entre sus planes llevar adelante ninguna colocación (normalmente éste derecho se encuentra condicionado a la obtención de un underwriting en firme de un banco de inversión por encima de un valor Compañía mínimo pre-establecido)

Venture Capital y Private Equity – Exit Rights

DERECHO

DESCRIPCIÓN

PUT OPTION

Put contra la Compañía

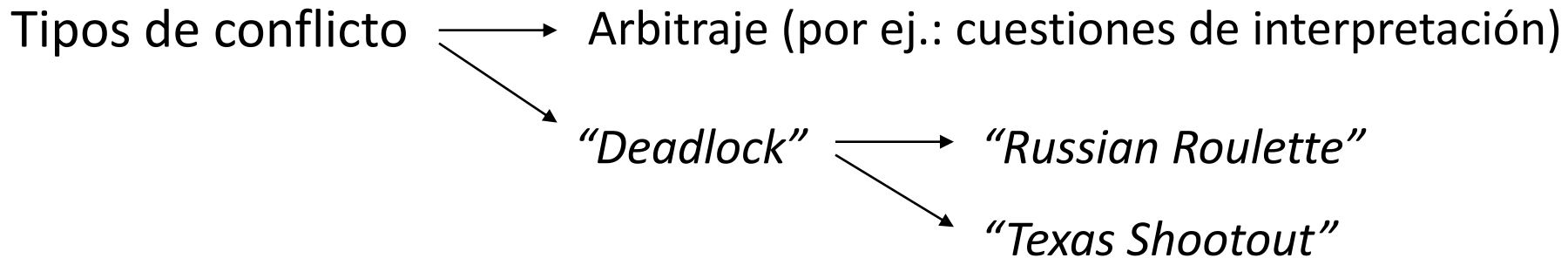
- Derecho que se reserva el accionista contra la Compañía emisora, a efectos de que ésta recompre mandatoriamente las acciones a un precio predeterminado, a opción del tenedor
- Este tipo de mecanismos normalmente complementa el derecho de exigir un *IPO*, y entra en vigor si el *IPO* no es lanzado dentro de un determinado período

Put contra el Accionista Controlante

- El mecanismo es similar al del put contra la Compañía, con la diferencia de que la recompra queda a cargo del accionista controlante, y no de la Compañía
- Ello es así dado que muchas veces la Compañía emisora de las acciones no tiene la capacidad de generación de fondos necesaria para recomprar la tenencia dentro del período que fija el inversor como *“holding period”*

Venture Capital y Private Equity – Exit Forzoso

Salida Forzosa de un Accionista - *Deadlock*



Solución de “*deadlocks*” – Finalidad

- La Compañía esta por encima de los intereses de los accionistas
- Resolución rápida y objetiva
- “Uno de los dos debe morir”

Venture Capital y Private Equity – Exit Forzoso

MECANISMO

DESCRIPCIÓN

RUSSIAN ROULETTE

- Cualquiera de los bloques accionarios puede gatillar el proceso
- El accionista que lo inicia ofrece (1) **comprar** el 100% del bloque accionario “opositor”, o (2) **vender** el 100% de su posición, a un mismo precio (por punto porcentual)
- El accionista que recibe la oferta decide si compra (bajo precio) o si vende (buen precio)
- Este mecanismo supone relación de fuerzas “parejas” (riesgo para accionista con una situación financiera ajustada)

TEXAS SHOOTOUT

- Cualquiera de los bloques accionarios puede gatillar el proceso
- El accionista que lo inicia notifica al otro su voluntad de **comprar** el 100% del bloque accionario “opositor”
- El accionista que recibe la oferta replica notificando su voluntad de **comprar** el 100% del paquete accionario del oferente
- Ambos bloques presentan su propuesta económica en sobre cerrado a un tercero
- El que cotiza el **precio más alto** es el que gana la contienda

Fondos de VC y PE ... estructura típica

Actores participantes

- Family offices/
wealthy Individuals
- Pension funds
- Insurance firms
- University
Endowments
- Funds of Funds
- Other Institutional
Investors

Limited
Partners (“LP”)

General
Partner (“GP”)

- Usualmente
co-invierte un
% minoritario

Private Equity
Fund

- Tax efficiency
@ exit

OFF SHORE

Holding
Company

- Usualmente vehículo para
emitir “acquisition debt”

Target
Company

ON SHORE

Métodos de valuación

- Por Discounted Cash Flow “DCF” (Intrinsic Value)
 - Adjusted Present Value (“APV”): variante al DCF, mide en forma separada el valor de los ahorros impositivos por intereses de deuda
- Por Múltiplos (*EBITDA, Price Earnings, etc.*) (Relative Value)
 - Por Comparables Públicos (empresas que cotizan en bolsa)
 - Por Transacciones Comparables (múltiplos pagados en M&A deals)
- Por Valor de Liquidación
 - Negocios con vida útil definida (ej. oil & gas, contrato peaje, etc.)
 - Distress financiero/bancarrota
- Otros métodos/herramientas utilizadas
 - TIR target de fondos privados de Venture Capital
 - Venture Capital Method
 - TIR target de fondos privados de Private Equity/LBO
 - Costo de reposición o reconstrucción
 - Equity analysts Price targets (IPOs)

Caso “MuMaté”

MuMaté – Preguntas guía

1. ¿Porque MuMaté están evaluando asociarse a un fondo de Venture Capital? ¿Qué valor les puede agregar un fondo de VC?
2. ¿Porque DuPage Ventures (“DPV”) está evaluando invertir en MuMaté? ¿Que objetivos financieros tiene DPV con la inversión?
3. Monto de fondos necesarios. ¿Cuántos fondos necesita MuMaté hasta alcanzar “cash break-even”? ¿Qué monto solicitaría Ud.?
4. Estructura de capital. Se plantea la posibilidad de financiar con deuda. Evalúe los términos planteados. ¿Es viable, tomando en cuenta la generación de caja? Evalúe ventajas y riesgos/issues.
5. Estrategia de equity fundraising.
 - Analice las ventajas e issues respecto al escenario de fondeo con deuda.
 - Evalúe las alternativas de accionistas e instrumentos de equity posibles.
 - Valuación de MuMaté.
 - ¿Que métodos se pueden utilizar para estimar el valor intrínseco del start-up?
 - ¿Qué valuación puede esperarse del fondo DuPage? Compare con las valuaciones de los fondos Astoria y Prosper
 - Evalúe la valuación pre-y post-money y el impacto en dilución a los accionistas.
6. Term Sheet – compare las ofertas de los fondos Astoria y Prosper.
 - Valuation. ¿Como compara el rango esperable de DPV con Astoria y Prosper?
 - Funds disbursement. ¿Con que timing solicitaría fondos? ¿Upfront, o en etapas?
 - Stock Options. ¿Qué opina de los % de stock options propuestos por los VCs?
 - Board composition y management. ¿Qué opina de las propuestas de los VCs?
 - Otros términos relevantes. Evalúe los restantes términos. ¿Qué le preocupa?
7. Recomendación final – como asesor de MuMaté elabore una contraoferta de term sheet a DPV.

Racional de fondeo VC en MuMaté

Porqué DPV?

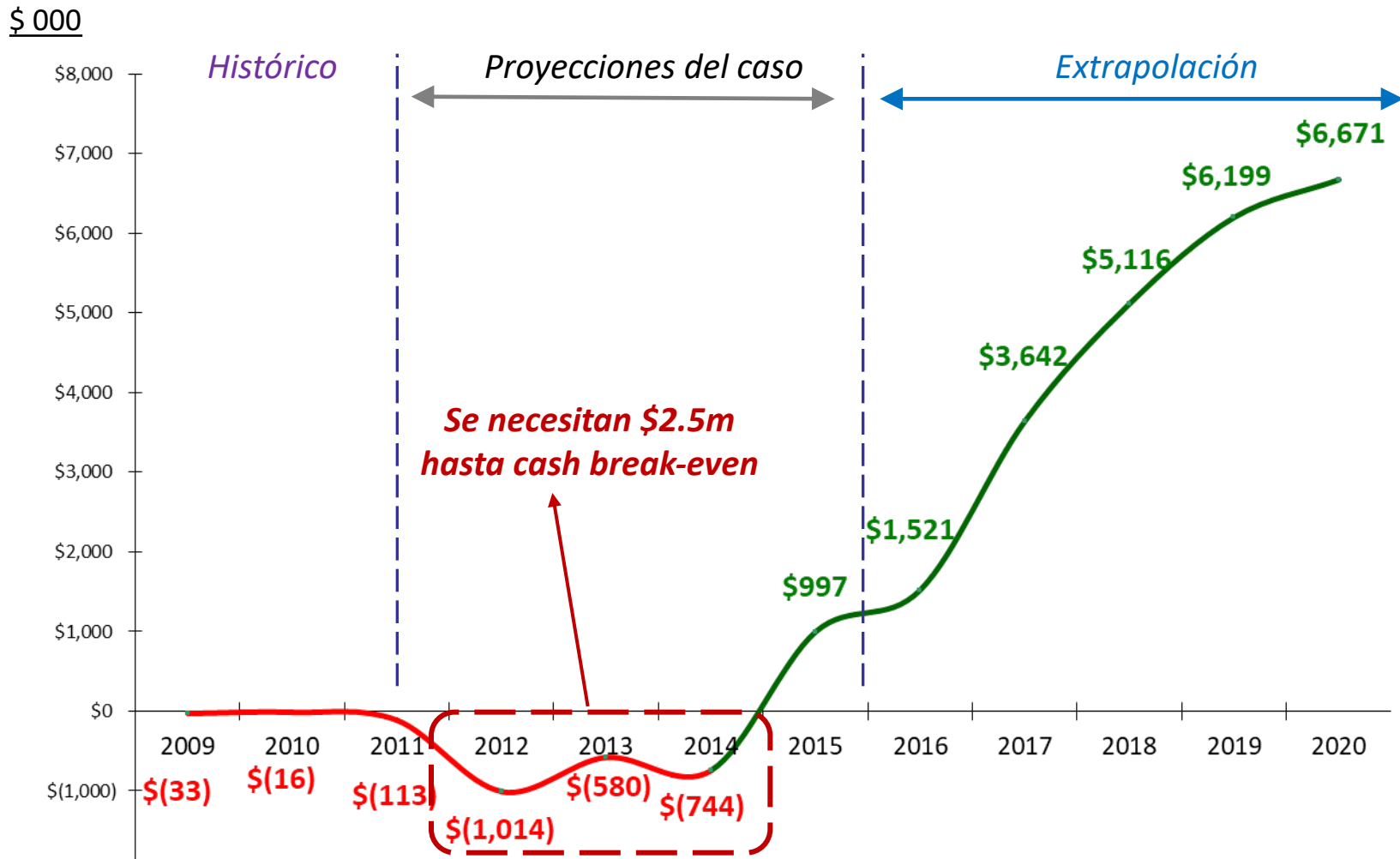
- “Smart Money” – experiencia en consumer goods
 - Contactos comerciales + mercado financiero
 - Potencialmente fit con estilo management del fondo?
 - Apoyo/aporte de valor vs. “report-control freaks”
 - Top-performing fund → buen track record en exits
 - Founders podrán beneficiarse con eventual monetización al exit del VC
-

Porqué MuMaté?

- Producto diferenciado “healthy food” – premium pricing
- Producto con tracción y buena publicidad (celebrities)
- Se acerca a anual revenue run rate \$10m
- Despertó interés de Distribuidores y Partners
- Necesita capital de trabajo para fondear crecimiento
- Hay mercado/historial transacciones precedentes para eventual exit
 - Mercado privado mas probable que mercado publico/IPO

MuMaté necesita capital para crecer y “smartmoney”
DPV busca un pureplay exitoso que tenga probabilidad de venta/exit

Curva de Cash Flow de MuMaté



- MuMaté necesita ~\$2.5M hasta alcanzar cash break-even
- Se proyectan 4 años, h/el 1er año cash flow positive (perspectiva VC/Exit Multiple)
- Se agrega una proyección de 5 años mas (perspectiva strategic buyer/DCF)

MuMaté – Análisis de Deuda y Estructura de Capital

Input Clave para Estructura de Capital: Proyección de Cash Flow

	<i>Histórico</i>			<i>Proyecciones del caso</i>			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Total revenue	\$233	\$379	\$978	\$8,345	\$15,335	\$29,493	\$50,026
<i>Y-o-Y Growth %</i>		63%	158%	753%	84%	92%	70%
Cost of sales	\$162	\$286	\$705	\$6,331	\$11,434	\$21,311	\$34,780
<i>COGS % of revenue</i>	70%	75%	72%	76%	75%	72%	70%
Gross profit	\$71	\$93	\$273	\$2,014	\$3,901	\$8,182	\$15,246
<i>Gross profit % of revenue</i>	30%	25%	28%	24%	25%	28%	30%
Sales and marketing	\$1	\$12	\$85	\$920	\$1,675	\$3,481	\$4,804
<i>S&M % of revenue</i>	0%	3%	9%	11%	11%	12%	10%
General and administrative	\$82	\$90	\$191	\$990	\$1,730	\$4,032	\$6,410
<i>G&A % of revenue</i>	35%	24%	20%	12%	11%	14%	13%
EBIT	\$(12)	\$(9)	\$(3)	\$104	\$496	\$669	\$4,032
<i>EBIT % of revenue</i>	-5%	-2%	0%	1%	3%	2%	8%
Income tax	\$0	\$0	\$0	\$11	\$168	\$227	\$1,371
Net income	\$(12)	\$(9)	\$(3)	\$93	\$328	\$442	\$2,661
<i>NI % of revenue</i>	-5%	-2%	0%	1%	2%	1%	5%
Working capital (year end)	\$21	\$28	\$138	\$1,245	\$2,153	\$3,339	\$5,003
<i>WC % of revenue</i>	9%	7%	14%	15%	14%	11%	10%
Change in WC	\$21	\$7	\$110	\$1,107	\$908	\$1,186	\$1,664
Cash flow	\$(33)	\$(16)	\$(113)	\$(1,014)	\$(580)	\$(744)	\$997
<i>Cash flow % of revenue</i>	-14%	-4%	-12%	-12%	-4%	-3%	2%

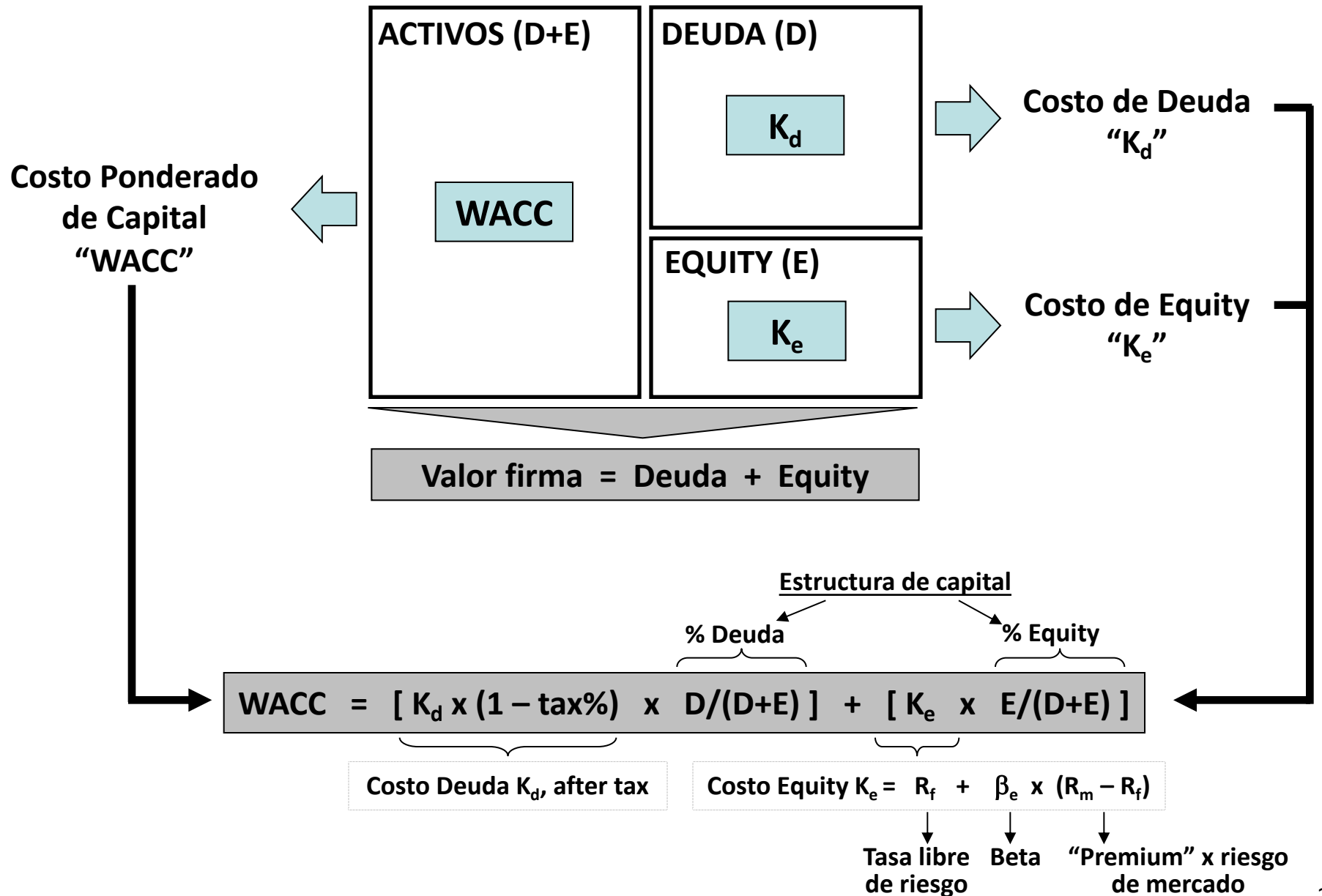
MuMaté quema cash hasta 2014 ... mercado de deuda planteará términos de deuda “non-investment grade” y garantías

MuMaté – Análisis de Deuda y Estructura de Capital

	Historic		Projected - BASE CASE									
								Extrapolation				
Cash Flow Analysis	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Annual Sales Growth		63%	158%	753%	84%	92%	70%	40%	20%	10%	5%	3%
EBITDA Margin %	-5%	-2%	0%	1%	3%	2%	8%	9%	9%	10%	10%	11%
EBIT Margin %	-5%	-2%	0%	1%	3%	2%	8%	9%	9%	10%	10%	11%
Tax as % of Revenues	0%	0%	0%	0%	1%	1%	3%	3%	3%	3%	4%	4%
Depreciation & Amortization as % of Revenues	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Capital Expenditures as % of Revenues	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Net Working Capital as % of Revenues	9%	2%	11%	13%	6%	4%	3%	4%	2%	1%	1%	1%
FCFF as % of Revenues	-14%	-4%	-12%	-12%	-4%	-3%	2%	2%	4%	6%	6%	7%
Income Tax Rate	0%	0%	0%	11%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
Debt Analysis												
Working Capital (year end)	\$21	\$28	\$138	\$1,245	\$2,153	\$3,339	\$5,003	\$7,493	\$8,991	\$9,890	\$10,385	\$10,998
WC % of revenue	9%	7%	14%	15%	14%	11.3%	10.0%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	11.0%
% Financed with Debt				50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Debt to be Rasied				\$623	\$1,077	\$1,670	\$2,502	\$3,746	\$4,496	\$4,945	\$5,192	\$5,499
Annual Interest Rate Payments (@ LIBOR + 4%)				\$28	\$48	\$75	\$113	\$169	\$202	\$223	\$234	\$247
vs. FCFF				\$(1,014)	\$(580)	\$(744)	\$997	\$1,521	\$3,642	\$5,116	\$6,199	\$6,671
FCFF / Interest Expense				NC	NC	NC	8.9	9.0	18.0	23.0	26.5	27.0
EBITDA / Interest Expense				3.7	10.2	8.9	35.8	36.1	38.5	41.0	43.4	44.6
Debt / EBITDA				6.0	2.2	2.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

Financiar 50% del capital de trabajo seria viable a partir de 2014 ...
cobertura EBITDA/Intereses >2 ... pero proyecciones tienen riesgo “start-up”

DCF Valuation – repaso WACC



DCF Valuation – repaso WACC - Casos VC/PE

Adaptación del WACC a Venture Capital/Private Equity:

$$k_e = R_{(f)} + B_{(A)} * (R_{(VCm \text{ ó } PEm)} - R_{(f)})$$

$R_{(f)}$: Risk-free rate (US Treasury Bonds)

$B_{(A)}$: Beta de Empresa “A”

$R_{(VCm)} - R_{(f)}$: VC Equity Risk Premium (VC Market Index Return – Risk-free rate)

$R_{(PEm)} - R_{(f)}$: PE Equity Risk Premium (PE Market Index Return – Risk-free rate)

Note: Venture Capital/Private Equity returns data from databases like Cambridge Associates

Repaso WACC - Beta unlevered - re-levered

1) Beta “Unlevered” de empresas comparables

- 1) Se calcula Beta “unlevered” (β_u) de la industria (empresas comparables que cotizan) “desapalancando” la estructura de capital (D/E) de dichas firmas comparables:

$$\beta_{\text{unlevered comparables}} = \beta_{\text{levered comparables}} / [1 + D/E \text{ “comparables”} * (1 - \text{tax \%})]$$

(“Asset Beta”) (“Equity Beta”)



$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + [D/E * (1 - \text{tax \%})]}$$

2) Beta “Re-levered” para empresa “target”

- 2) Se calcula Beta “re-levered”, “re-apalancando” la Beta “unlevered” de las comparables (paso 1) con la estructura de capital “target” de la empresa/target analizada:

$$\beta_{\text{levered empresa “target”}} = \beta_{\text{unlevered comparables}} * [1 + D/E \text{ “target”} * (1 - \text{tax \%})]$$

(“Equity Beta”) (“Asset Beta”)



$$\beta_l = \beta_u * [1 + D/E * (1 - \text{tax \%})]$$

Estimación WACC

	CAPITAL STRUCTURE NO DEBT	CAPITAL STRUCTURE WITH DEBT	Comments / assumptions
CAPITAL STRUCTURE	D/E Target	0%	100%
	% Debt	0%	50%
	% Equity	100%	50%
COST OF DEBT ("Kd")	Kd pre-tax	4.5%	4.5%
	Tax rate	34%	34%
	Kd after-tax	3.0%	3.0%
COST OF EQUITY ("Ke")	US Treasury (10 Yr)	1.8%	1.8%
	Beta	1.50	2.49
	Equity Risk Premium - Public Markets	7.0%	7.0%
	Equity Risk Premium - Private VC Market	8.2%	8.2%
	Ke	24.6%	39.7%
	<u>Beta Estimates</u>		
	Beta Levered (Comps)	1.50	1.50
	D/E (Comps)	0%	0%
	Beta Unlevered (β_u)	1.50	1.50
	Target D/E	0%	100%
WACC	Beta Re-levered (β_e)	1.50	2.49
	Discount Rate	24.6%	21.3%

Sin deuda en la estructura de capital el WACC es de ~25% ...
asumiendo 50% de deuda/capital total, el WACC seria de ~21%

Valuación DCF

	Historic		Projected - BASE CASE										
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Extrapolation					CAGR
								2016	2017	2018	2019	2020	12-'20
Revenues	\$233	\$379	\$978	\$8,345	\$15,335	\$29,493	\$50,026	\$70,282	\$84,338	\$92,772	\$97,410	\$100,333	36%
Annual Growth %	NA	63%	158%	753%	84%	92%	70%	40%	20%	10%	5%	3%	
EBITDA	\$(12)	\$(9)	\$(3)	\$104	\$496	\$669	\$4,032	\$6,078	\$7,789	\$9,114	\$10,142	\$11,037	79%
EBITDA Margin %	-5%	-2%	0%	1%	3%	2%	8%	9%	9%	10%	10%	11%	
Operating Income	\$(12)	\$(9)	\$(3)	\$104	\$496	\$669	\$4,032	\$6,078	\$7,789	\$9,114	\$10,142	\$11,037	79%
EBIT Margin %	-5%	-2%	0%	1%	3%	2%	8%	9%	9%	10%	10%	11%	
Less: Income Tax on EBIT	\$0	\$0	\$0	\$(11)	\$(168)	\$(227)	\$(1,371)	\$(2,067)	\$(2,649)	\$(3,099)	\$(3,449)	\$(3,753)	
After-tax Operating Income	\$(12)	\$(9)	\$(3)	\$93	\$328	\$442	\$2,661	\$4,011	\$5,141	\$6,015	\$6,694	\$7,284	
Plus: Depreciation & Amortization	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	
Less: Capital Expenditures	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	
Less: (Inc) / Dec in Working Capital	\$(21)	\$(7)	\$(110)	\$(1,107)	\$(908)	\$(1,186)	\$(1,664)	\$(2,954)	\$(1,591)	\$(955)	\$(525)	\$(510)	
Free Cash Flows	\$(33)	\$(16)	\$(113)	\$(1,014)	\$(580)	\$(744)	\$997	\$1,057	\$3,549	\$5,060	\$6,168	\$6,774	NM
Annual Growth %	NA	-52%	606%	797%	-43%	28%	-234%	6%	236%	43%	22%	10%	
Terminal Cash Flows @ 3.5x EBITDA Multiple												\$38,168	
Total Free Cash Flows				\$(1,014)	\$(580)	\$(744)	\$997	\$1,057	\$3,549	\$5,060	\$6,168	\$44,941	
Discount Years				1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Discount Factor for Free Cash Flows				0.8024	0.6439	0.5167	0.4146	0.3327	0.2670	0.2142	0.1719	0.1379	
DCF of Free Cash Flows @ 24.6% WACC	\$3,220			\$(814)	\$(373)	\$(384)	\$413	\$352	\$948	\$1,084	\$1,060	\$934	
DCF of Terminal Value @ 21.3% WACC	\$6,694			(@ 3.5x Exit EBITDA Multiple) / Implied 'g' = 3.0%)								\$6,694	
Total DCF - Enterprise Value	\$9,914												

Valuación \$10m aplicando WACC sin deuda (25% WACC) al periodo proyectado 2012-2020, y WACC con deuda 50% al Valor Terminal (21% WACC)

Valuación DCF

DCF SUMMARY

DCF Free Cash Flows	\$3,220	32%
DCF Terminal Value @ 3.5x EBITDA Multiple	\$6,694	<u>68%</u>
Enterprise Value	\$9,914	100%
Less: 12/31/2011 (Net Debt)/Cash	\$0	
Equity Value	\$9,914	
<u>DCF Multiples</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
EV/EBITDA Multiple	20.0x	14.8x
Sales Multiple	0.6x	0.3x

Valuation Assumptions

Discount Rate - Annual Free Cash Flows	24.6%
Discount Rate - Terminal Value	21.3%
Terminal EBITDA Multiple	3.5x
Terminal Sales Multiple	0.4x
LT Free Cash Flow Growth Rate "g" (Implied)	3.0%

Equity Value - Sensitivity Analysis

			20.0%	22.5%	24.6%	27.5%	30.0%
Equity Value	Terminal EBITDA Multiple	3.0x	\$12,430	\$10,449	\$9,027	\$7,409	\$6,245
		3.5x	\$13,630	\$11,467	\$9,914	\$8,148	\$6,877
		4.5x	\$16,358	\$13,780	\$11,931	\$9,826	\$8,313
Implied 2013 EBITDA Multiple	Terminal EBITDA Multiple	3.0x	25.1x	21.1x	18.2x	14.9x	12.6x
		3.5x	27.5x	23.1x	20.0x	16.4x	13.9x
		4.5x	33.0x	27.8x	24.1x	19.8x	16.8x
Terminal FCF Growth	Terminal EBITDA Multiple	3.0x	-2.6%	-0.8%	0.7%	2.8%	4.6%
		3.5x	-0.4%	1.5%	3.0%	5.2%	7.0%
		4.5x	3.3%	5.2%	6.8%	9.0%	10.9%

Valuación \$10m aplicando WACC sin deuda (25% WACC) al periodo proyectado 2012-2020, y WACC con deuda 50% al Valor Terminal (21% WACC)

Valuación del Fondo VC – BASE CASE

	2012	2013	2014	2015
1) VC Investment & Target Cash Return				
VC Investment	\$(3.0)			
Exit Proceeds @ 7.5x Exit Capital Multiple				\$22.5
Total VC Cash Flows	\$(3.0)	\$0.0	\$0.0	\$22.5
VC Fund Target IRR (TIR)	95.7%			

- VC invierte \$3m
- Target Exit 5-10x Capital Invertido
- Mid-point 7.5x *
\$3m = \$22.5m
- Target TIR implícita ~96%

2) MuMaté Exit Valuation				
2015 Projected Sales				\$50.0
2015 Exit Sales Multiple				1.4x
Valuation @ Exit 2015				\$70.0
% Equity to VC Investor @ Exit				32.1%

- Exit año 4 (2015)
- Exit Multiple 1.4x Revenue = \$70m
- % Ownership resultante 32.1%
(\$22.5m / \$70m)

3) MuMaté Implied Valuation @ VC Entry Investment	
% Equity to VC Investor @ Entry	32.1%
Post-money valuation @ VC Entry 2012	\$9.3

- VC invierte \$3m y obtiene 32.1% del equity
- Post-money valuation \$9.3m
(\$3m / 32.1%)

Note: valuation scenario based on assumptions established in Case B-2 (page 2)

El Fondo VC plantea la inversión en términos de una tasa de retorno target (TIR) en función de la cual se calcula el valor del negocio y el % de ownership para el VC

Valuación del Fondo VC – BASE CASE

VC % Equity Stake @ Entry (2012) and Exit (2015)						MuMaté Post-Money Valuation @ VC Entry (2012)					
VC Required Exit Capital Multiple						VC Required Exit Capital Multiple					
	5.0x	6.0x	7.5x	9.0x	10.0x	5.0x	6.0x	7.5x	9.0x	10.0x	
MuMaté '15E Sales Exit Multiple	1.2x	25.0%	30.0%	37.5%	45.0%	50.0%	\$12.0	\$10.0	\$8.0	\$6.7	\$6.0
	1.3x	23.1%	27.7%	34.6%	41.5%	46.1%	\$13.0	\$10.8	\$8.7	\$7.2	\$6.5
	1.4x	21.4%	25.7%	32.1%	38.6%	42.8%	\$14.0	\$11.7	\$9.3	\$7.8	\$7.0
	1.5x	20.0%	24.0%	30.0%	36.0%	40.0%	\$15.0	\$12.5	\$10.0	\$8.3	\$7.5
	1.6x	18.7%	22.5%	28.1%	33.7%	37.5%	\$16.0	\$13.3	\$10.7	\$8.9	\$8.0
VC Fund Cash Return (IRR %)											
VC Required Exit Capital Multiple											
	5.0x	5.5x	6.0x	6.5x	7.0x	7.5x	8.0x	8.5x	9.0x	9.5x	10.0x
	71.0%	76.5%	81.7%	86.6%	91.3%	95.7%	100.0%	104.1%	108.0%	111.8%	115.4%

Note: valuation scenario based on assumptions established in Case B-2 (page 2)

- Target return (TIR) del 96% (5-10x Multiple of Invested Capital)
- Exit Revenue Multiple 1.4x → VC calcula recibir 32.1% del equity
- Con inversión de \$3m → Post-money valuation resulta en \$9.3m
- A mayor target return (TIR), menor post-money valuation y mayor % del equity para el VC

Valuación del Fondo VC – RISK-ADJUSTED (WORST CASE)

Risk-adjustment = 29% over BASE CASE

	2012	2013	2014	2015
1) VC Investment & Target Cash Return				
VC Investment	\$(3.0)			
Exit Proceeds @ 2.0x Exit Capital Multiple				\$5.86
Total VC Cash Flows	\$(3.0)	\$0.0	\$0.0	\$5.86
VC Fund Target IRR (TIR)	25%			

- VC invierte \$3m
- **Target TIR 25%**
- Target Exit 2x Capital (implicito)
- Valor al Exit ~2x * \$3m = \$5.86m

2) MuMaté Exit Valuation				
2015 Projected Sales				\$50.0
2015 Exit Sales Multiple				1.4x
Valuation @ Exit 2015				\$70.0
Risk-adjusted Valuation @ Exit 2015 (29.2% probability of occurrence)				\$20.4
% Equity to VC Investor @ Exit				28.7%

- Exit 2015 a 1.4x Revenue = \$70m
- Risk-adj. = 29% * \$70=\$20.4m value
- % Ownership resultante 28.7% (\$5.86m / \$20.4m)

3) MuMaté Implied Valuation @ VC Entry Investment

% Equity to VC Investor @ Entry	28.7%
Post-money valuation @ VC Entry 2012	\$10.45

También se puede calcular la valuación de \$10,45m descontando el valor terminal \$20,4m a la tasa target de 25%

- VC invierte \$3m y obtiene 28.7% del equity
- Post-money valuation \$10.45m (\$3m / 28.7%)

Note: valuation scenario based on assumptions established in Case B-2 (page 3)

- El Fondo VC estima una tasa de retorno target (TIR) mínima de 25% y ajusta las assumptions de exit con un descuento del 71% por riesgo (29% risk-adjustment)
- El monto de exit buscado por el VC de \$5,86m, dividido por el valor terminal ajustado total de \$20,4m resulta en una participación de equity de 28.7% para el Fondo VC
- El monto de inversión del Fondo VC de \$3m, dividido el % de equity de 28.7%, resulta en una valuación implícita de \$10.45m para MuMaté

Valuación del Fondo VC – RISK-ADJUSTED (WORST CASE)

Risk-adjustment = 29% over BASE CASE

VC % Equity Stake @ Entry (2012) and Exit (2015)						MuMaté Post-Money Valuation @ VC Entry (2012)					
VC Required Exit Capital Multiple						VC Required Exit Capital Multiple					
	2.0x	2.25x	2.5x	2.75x	3.0x	2.0x	2.25x	2.5x	2.75x	3.0x	
MuMaté '15E Sales Exit Multiple	1.2x	33.5%	38.5%	42.8%	47.1%	51.3%	\$9.0	\$7.8	\$7.0	\$6.4	\$5.8
	1.3x	30.9%	35.5%	39.5%	43.4%	47.4%	\$9.7	\$8.4	\$7.6	\$6.9	\$6.3
	1.4x	28.7%	33.0%	36.7%	40.4%	44.0%	\$10.45	\$9.1	\$8.2	\$7.4	\$6.8
	1.5x	26.8%	30.8%	34.2%	37.7%	41.1%	\$11.2	\$9.7	\$8.8	\$8.0	\$7.3
	1.6x	25.1%	28.9%	32.1%	35.3%	38.5%	\$12.0	\$10.4	\$9.3	\$8.5	\$7.8
VC Fund Cash Return (IRR %)											
VC Required Exit Capital Multiple											
	2.0x	2.2x	2.5x	2.6x	2.8x	3.0x	3.2x	3.6x	4.0x	4.5x	5.0x
	25.0%	30.1%	35.7%	37.5%	40.9%	44.2%	47.4%	53.3%	58.7%	65.1%	71.0%

Note: valuation scenario based on assumptions established in Case B-2 (page 3)

- Target return (TIR) mínima 25% (2x Multiple of Invested Capital)
- Exit Revenue Multiple 1.4x * 29% risk adjustment → VC calcula recibir 28.7% del equity
- Con inversión de \$3m → Post-money valuation resulta en \$10.45m
- A mayor target return (TIR), menor post-money valuation y mayor % del equity para el VC

VC Funds Offers -- Comparison

Valuación, Option Pool, Dilución

	DuPage		Astoria		Prosper	
	Stock Options Paid By		Stock Options Paid By		Stock Options Paid By	
	Founders	VC & Founders	Founders	VC & Founders	Founders	VC & Founders
1) Valuation @ VC Investment						
Pre-Money Equity Valuation	\$7.5	\$7.5	\$7.5	\$7.5	\$4.5	\$4.5
VC Investment	\$3.0	\$3.0	\$2.5	\$2.5	\$3.0	\$3.0
Post-Money Equity Valuation	\$10.5	\$10.5	\$10.0	\$10.0	\$7.5	\$7.5
Equity Ownership						
% Equity to VC Investor	28.7%	28.7%	25.0%	25.0%	40.0%	40.0%
% Equity to Founders	71.3%	71.3%	75.0%	75.0%	60.0%	60.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
2) VC Equity Value Base for Stock Options						
Stock Options	\$1.6	\$1.6	\$1.75	\$1.8	\$0.94	\$0.9
Post-Stock Options Valuation	\$10.5	\$12.0	\$10.0	\$11.8	\$7.5	\$8.4
Equity Ownership						
% Equity to VC Investor	28.7%	25.0%	25.0%	21.3%	40.0%	35.6%
% Equity to Founders	56.3%	62.0%	57.5%	63.8%	47.5%	53.3%
% Equity to Stock Options	15.0%	13.1%	17.5%	14.9%	12.5%	11.1%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
% Dilution						
Dilution of VC Investor	0.0%	-13.1%	0.0%	-14.9%	0.0%	-11.1%
Dilution of Founders	-21.1%	-13.1%	-23.3%	-14.9%	-20.8%	-11.1%

- La valuación “techo” de DuPage supera a las de Astoria y Prosper (la + baja)
- Se asume que los 3 VCs negociarán que el Option pool lo paguen los Founders
- Sujeto a sizing del Option Pool, la dilución de Founders es menor con DuPage

VC Funds Offers -- Comparison

Governance, Vesting, Fund Reputation

	DuPage	Astoria	Prosper
Board	<ul style="list-style-type: none"> 3 board members CEO/Founder + 1 DPV + 1 Independent Does not prefer bigger board 	<ul style="list-style-type: none"> 3 board members CEO/Founder + 1 AST + 1 Independent Increase to 4 members (new CEO) 	<ul style="list-style-type: none"> 4 board members 2 Founders + 1 PRO + 1 Independent
Option Pool	<ul style="list-style-type: none"> 10-20% of fully diluted shares post-funding Paid by Founders (no Investor dilution) 	<ul style="list-style-type: none"> 17.5% of fully diluted shares post-funding Paid by Founders (no Investor dilution) 	<ul style="list-style-type: none"> 12.5% of fully diluted shares post-funding Paid by Founders (no Investor dilution)
Founders Share Vesting	<ul style="list-style-type: none"> 25% @ closing, rest linear over 36 months Unvested shares subject to buyback @ fair value 	<ul style="list-style-type: none"> 33% @ closing, rest linear over 24 months Unvested shares subject to buyback @ fair value 	<ul style="list-style-type: none"> 25% @ closing, rest linear over 36 months Unvested shares subject to buyback @ fair value
Funds Disbursement	<ul style="list-style-type: none"> Unspecified, considering 2-step funding 	<ul style="list-style-type: none"> Two \$1.25m tranches, 2nd tranche conditioned to \$10m Rev & EBIT + 	<ul style="list-style-type: none"> Unspecified
VC Fund Reputation	<ul style="list-style-type: none"> Top-performing fund Consumer industry expertise & contacts 	<ul style="list-style-type: none"> Avg-performing fund Jr. Partner industry expertise, but hands on Reputed replacing mgmt 	<ul style="list-style-type: none"> Strong-performing fund Lacks packaged goods expertise, Partner is a good mgmt coach

Recomendaciones para MuMaté

- Avanzar con la negociación con DPV ... evitar/diferir exclusividad
 - Mantener activas las otras 2 opciones (Astoria y Prosper) como plan B, tener opciones aumenta el poder de negociación con DPV
- Funding \$2.75m (1 tranche) – Post-money \$10.45m (valuación implícita DPV)
 - Menos fondeo que los \$3m propuestos por DPV, pero a la valuación de \$10.45m de DPV (es mayor al DCF)
 - Menor dilución ... % equity de 26.3% para DPV (vs. los 28.7% deseados por DPV, piso de DPV es 25% equity stake)
 - \$2.75m es un 10% mas que los \$2.5m de caja requerida por MuMaté
 - Un tranche evita split de valuación en 2 etapas y disponibiliza fondos upfront ... posiciona mejor la negociación con distribuidores para lograr el growth plan
 - Aceptar dividir en 2 tranches, solo si se fija una valuación para ambos tramos, de manera que la participación accionaria de DPV no supere el 26.3%
- Board – OK 3 miembros en esta ronda, a revisar en futuras rondas
- Negociar management stay y alcance de participación
 - Si el mercado pide nuevo CEO, Founding CEO pasa a ser COO o rol similar
 - Negociar veto rights para decisiones de producto, gestión de farmers, etc.
- Option pool – target 15%
 - Negociar que DPV pague la mitad ... si no acepta aceptar toda la dilución
 - Futuros option pools, si diluirán proporcionalmente a todos los accionistas
- Vesting: 33% at closing, resto lineal en 24 meses (propuesta Astoria)
- Anti-dilution clause: negociar la que genere menos dilución para los founders (por ej. “broad weighted average method”)

Recomendaciones para MuMaté

Term Sheet revisada de DPV (vs. Astoria y Prosper)

	DuPage		Astoria		Prosper	
	Stock Options Paid By		Stock Options Paid By		Stock Options Paid By	
	Founders	VC & Founders	Founders	VC & Founders	Founders	VC & Founders
1) Valuation @ VC Investment						
Pre-Money Equity Valuation	\$7.7	\$7.7	\$7.5	\$7.5	\$4.5	\$4.5
VC Investment	\$2.75	\$2.8	\$2.5	\$2.5	\$3.0	\$3.0
Post-Money Equity Valuation	\$10.5	\$10.5	\$10.0	\$10.0	\$7.5	\$7.5
Equity Ownership						
% Equity to VC Investor	26.3%	26.3%	25.0%	25.0%	40.0%	40.0%
% Equity to Founders	73.7%	73.7%	75.0%	75.0%	60.0%	60.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
2) VC Equity Value Base for Stock Options						
Stock Options	\$1.6	\$1.6	\$1.75	\$1.8	\$0.94	\$0.9
Post-Stock Options Valuation	\$10.5	\$12.0	\$10.0	\$11.8	\$7.5	\$8.4
Equity Ownership						
% Equity to VC Investor	26.3%	22.9%	25.0%	21.3%	40.0%	35.6%
% Equity to Founders	58.7%	64.1%	57.5%	63.8%	47.5%	53.3%
% Equity to Stock Options	15.0%	13.1%	17.5%	14.9%	12.5%	11.1%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
% Dilution						
Dilution of VC Investor	0.0%	-13.1%	0.0%	-14.9%	0.0%	-11.1%
Dilution of Founders	-20.4%	-13.1%	-23.3%	-14.9%	-20.8%	-11.1%

Algunas take-aways

- Fondeo de start-ups con deuda es desafiante dado el estadio “early stage”
 - El uso de deuda tiene la ventaja que permite evitar dilución de los accionistas
 - Pero los términos de deuda para start-ups son onerosos (el riesgo crediticio es mayor, las tasas de interés suelen ser altas, y los acreedores puede exigir covenants estrictos y garantías de accionistas si no hay garantías reales sobre activos)
- Valor aportado por Fondos VC ... “smart money” vs. “not so smart” money
 - Aporte de valor tangible a la operación del negocio vs. reporting “control freaks”
 - Expertise en la industria = apoyo a la gestión del negocio
 - Contactos = nuevos negocios, acceso a clientes, socios, nuevos financings
- Método de valuación de un fondo de VC vs. método tradicional DCF
 - A diferencia de un comprador estratégico que basa su análisis en DCF, los fondos de VC analizan valor desde la perspectiva de su TIR target (retorno target sobre la inversión)
 - La mecánica es: “que precio/valuación pago por este negocio hoy, para que mi fondo pueda lograr una tenencia accionaria del ~30% y una TIR mayor al 25%?”
 - El inversor suele hacer un “stress test” analizando escenarios de sensibilidad sobre las proyecciones de flujo de caja, a efectos de evaluar la factibilidad de lograr los objetivos del fondo (ej. 30% equity stake y TIR mayor a 25%) en un escenario “worst case”
- Los fondos de VC buscan protegerse de eventuales diluciones por aumentos de capital a precio menor (“down round”) y por el pool de stock options
- Governance y management: hay fondos VC que realizan mas cambios que otros fondos
- Todos los fondos VC negociaran provisiones y derechos que aseguren su “exit” (tag along, ROFR, put option, etc.)