

Finanzas Corporativas – Modalidad Tradicional

Profesor Titular: Andrés Vacarezza. Contador Público Nacional, UCA. Master in Business Administration (MBA) Harvard Business School (andres.vacarezza@utdt.edu).

Profesores: Julián Emiliozzi. Contador Público, Universidad de San Andrés. Master en Finanzas Universidad Torcuato Di Tella (jemiliozzi@columbusmba.com) / Nicolas Minniti. Ingeniero Industrial, UBA. Master in Business Administration (MBA) IAE (nminniti@gmail.com)

Objetivo del curso

La asignatura tiene por objeto brindar las herramientas necesarias para comprender la interrelación que existe entre el mundo de las finanzas, y el mundo corporativo (desde start-ups a multinacionales). La materia desarrolla contenidos que incluyen presentaciones (powerpoint) y modelos (excel) diseñados a medida para cada clase, como así también case studies y bibliografía. Es un curso que desarrolla los “basics” de finanzas corporativas, pero con profundidad y enfoque práctico (se discuten permanentemente aplicaciones a deals reales), y con la noción de que no “está dicha la última palabra en materia de finanzas corporativas”, ya que la creatividad de los actores participantes en el mercado dispara continuas innovaciones de productos y estructuras financieras.

Los objetivos de la materia buscan que el alumno sea capaz de:

1. Entender que se puede agregar valor a una compañía tanto desde el “lado izquierdo del balance” (los activos/operaciones) como desde el “lado derecho del balance” (estructura de capital que financia los activos/operaciones);
2. Comprender el funcionamiento y complejidad de un proceso de Mergers and Acquisitions (“M&A”) y las herramientas que se emplean para analizar y ejecutar este tipo de transacciones;
3. Desarrollar su costado emprendedor, evaluando los requerimientos financieros de una start-up y los términos y condiciones que deben considerarse al negociar inversiones de fondos de venture capital;
4. Entender el análisis que realiza un fondo de venture capital o private equity al ejecutar deals;
5. Desarrollar herramientas para evaluar y diseñar la estructura de capital de una compañía, identificar los distintos instrumentos que la componen, y analizar las circunstancias que aconsejan la utilización de instrumentos de deuda o equity;
6. Interpretar las ventajas y desventajas asociadas a los mercados públicos de capitales y comprender la dinámica de un proceso de oferta pública de acciones (“IPO”);
7. Evaluar alternativas de instrumentos de financiación de deuda, tanto en el mercado bancario (préstamos) como en el mercado de capitales (bonos), y comprender el andamiaje contractual que se requiere para colocar un instrumento de financiación en el mercado;
8. Identificar los motivantes de “financial distress” y reconocer que un proceso de reestructuración financiera implementado correctamente es capaz de “devolver a la vida” a una compañía en distress;
9. Comprender las ventajas de enfocar la gestión financiera en el eficiente manejo del capital de trabajo como método para optimizar los flujos de caja operativos de una compañía;
10. Identificar los elementos de una política de dividendos en una compañía y su impacto financiero.

Metodología

La metodología de trabajo integra dos métodos: clases teóricas y clases prácticas. En todo caso, se requiere la activa participación en clase de cada alumno, lo cual exige el trabajo individual de cada alumno para una adecuada preparación previa de cada clase, labor individual que puede ser combinada con trabajo en grupo para complementar dicho trabajo individual y enriquecerlo con perspectivas de otros alumnos.

Clases Teóricas

Cada clase teórica se dividirá en una 1er parte donde se desarrollará una exposición de la base teórica, y en una 2da parte donde se desarrollará la discusión del case study especificado en la sección “Contenidos”. Los alumnos deberán preparar dicho caso antes de cada clase para discutir su resolución en clase. Para cada caso se incluirán en el campus virtual preguntas de estudio, que servirán de base para guiar y facilitar el análisis previo del caso por parte de los alumnos (que también contarán con los conceptos y herramientas incluidas en la sección “Bibliografía”).

En todo momento se intenta crear un “microclima” en el que los alumnos se sientan dueños de una compañía adquiriendo a otra empresa, directores financieros de una compañía en default, ejecutivos de un fondo de inversión, o bien emprendedores dueños de una start-up en búsqueda de financiación. Por ello, en la 2da parte de cada clase, el curso será impartido mediante la discusión del case study correspondiente a dicha clase, aplicando el método de caso (“case method”), donde los alumnos deben preparar el caso antes de cada clase y lo discuten en clase activamente. El profesor modera la discusión y complementa con métodos/soluciones sugeridas y conclusiones/aprendizajes clave hacia el final de cada clase. Cada clase debe ser considerada entonces como una reunión de negocios, donde cada alumno debe: (1) aportar análisis cuantitativo y cualitativo/conceptual para diagnosticar la problemática a resolver del caso, y (2) proponer estrategias, soluciones y planes de acción, con recomendaciones sustentadas analítica- y cuantitativamente.

Clases Prácticas

En las clases prácticas se desarrollarán ejercicios prácticos de tópicos seleccionados del programa, que estarán en línea con los conceptos desarrollados en las clases teóricas.

Las soluciones de los casos desarrollados en las clases teóricas y de los ejercicios desarrollados en las clases prácticas, serán subidas al Web Campus luego de cada clase.

Capítulo I: Compra y venta de Compañías (“M&A”). Crecimiento orgánico vs. crecimiento inorgánico/M&A. Proceso sell-side, buy-side. Contratación, funciones y comisiones de advisors y bancos de inversión. Valuation. Buyer selection: long list, short list. Due diligence: management presentation, site visits, data room. Recepción de non-binding proposals y binding proposals. Adjudicación. Exclusividad. Confirmatory due diligence (legal, contable, impositivo, financiero). Pasivos ocultos y contingentes. Cláusulas de corrección de precio pre y post closing. Covenants pre y post-closing. Signing. Funding. Métodos de pago: cash, stock, seller financing, earn-outs. Cuenta escrow. Take-over. Renuncia de Directores. Revocación de poderes. Transición. Integración operativa post-deal. Impacto del deal en stock price del comprador. M&A best practices.

Caso: Warren E. Buffet, 2015 [UV7243]: adquisición de PCP -aerospace parts supplier-. Criterios de M&A aplicados por Berkshire Hathaway como “strategic buyer”.

Capítulo II: Fondos de Inversión Privados – “Venture Capital”. Introducción a fondos de inversión privados: early-stage (“VC”) vs. late-stage (“PE”). Criterios de inversión. Criterios de evaluación de start-ups por parte de los VC funds. Pre-money y post-money valuation. Impacto de stock options. Funding rounds. Opciones de instrumentos de financiamiento para start-ups. Dilución. Tipos de dilución. Full Ratchet vs. Weighted Average. Down round. Exit strategies. Negociaciones entre emprendedores y VC funds. Term sheets. Derechos económicos y políticos.

Caso: MuMaté [“A” 9-813-085; “B-1” 9-813-149; “B-2” 9-813-150]: Inversión de un VC fund en una empresa start-up de “specialty healthy beverages”. Start-up valuation. Negociación de term-sheet.

Capítulo III: Fondos de Inversión Privados – “Private Equity”. Tipo de negocios y targets evaluados por fondos Private Equity. Estructura de un PE fund: Limited Partners y General Partner. Investment Criteria. Fuentes de creación de valor. Estrategia de portfolio. Estrategia de Compra. Arquitectura financiera de LBOs. Leverage e Impuestos. Financiación puente seguida de un take out de mercado de capitales. “Two step acquisition strategy”. Estructura jurídica de compra. Acquisition financing. Exit strategy. Derechos accionarios. Put Options. Call Options. Tag along. Drag along. First offer. First refusal. Spin-offs. Carve-outs. Venta de Activos.

Caso: The Panera Bread LBO [KE1153]: Compra con estructura de LBO, por parte de fondo de PE, de cadena de restaurants. Due diligence, modelo LBO, valuación, fund target TIR.

Capítulo IV: Estructura de Capital. Decisiones de estructura de capital: “FRICT” framework (Flexibility/Risk/Income/Control/Timing). Factores internos que afectan el mix de deuda/equity. Alineación de la estructura de capital al perfil del cash flow, el capital de trabajo y necesidades de inversión del negocio. Factores externos: políticas de competidores, requerimientos de accionistas, mercado inversor, agencias de riesgo y acreedores. Riesgo operativo del negocio (apalancamiento operativo) vs. riesgos financieros (riesgo tipo de cambio, tasa de interés, liquidez). Vida útil de los activos vs. maturity de las fuentes de capital.

Caso: Winfield Refuse Management Inc. - Raising Debt vs. Equity [9-913-530]: Emisión de un bono o de equity, de empresa de waste management con bajo leverage, para financiar una adquisición.

Capítulo V: Fuentes Públicas de Capital Propio (“Equity”). Motivantes para realizar un IPO. Ventajas y desventajas de una compañía pública. Estrategia de marketing. Oferta Primaria vs. Secundaria. Greenshoe. Acciones vs. ADRs. CEDEARs. Float. IPO key success factors. Agentes colocadores, pitch, criterios de selección y mandato. Consorcio de Underwriters. Coverage Banker. Sales Force. Equity Research Analysts. Chinese Wall.

Consensus. Guidance. Investor Relations. Activismo corporativo. Medidas Anti-takeover. Etapas para el lanzamiento de un IPO. IPO vs. Follow-on Offering. Prospecto. Roadshow. One on ones. IPO Intrinsic Valuation vs. Pricing & IPO Discount. Closing. Post-IPO trading. Estabilización. Mercado secundario. Lock-ups. Disclosure.

Caso: Facebook, Inc. - The Initial Public Offering [W12453]: Ejecución de un proceso de IPO en USA. Valor intrínseco de una red social vs. pricing. IPOs key success factors, Do's and Don'ts.

Capítulo VI: Financiamiento con Deuda ("Debt"). Introducción a basics de Deuda. Tipos e Instrumentos. Best practices. **Bonos.** Etapas para la creación de un Programa de Deuda. Agentes colocadores, pitch, criterios de selección y mandato. Consorcio de Colocación. Comisiones. Due Diligence Legal, Contable y Financiero. Rol de las Calificadoras. Prospecto. Road Shows. One on ones. Book Building. Modified Dutch Auction. Pricing. Oversubscription. Undersubscription. Alocación. Press Release. Closing. Covenants usuales. **Préstamos Sindicados.** Rol del Fronting Bank, pitch, selección, mandato. Comisiones. Due diligence legal, contable y financiero. Bank Meeting. One on ones. Alocación. Closing. Funding. Agentes participantes. Covenants. Fideicomisos. Agentes participantes: Fiduciante, Fiduciario, Beneficiario, Fideicomisario, Servicer. Titulización de carteras.

Caso: Vale SA [UV5630]: Emisión de bonos en mercados europeos (en Euros y British Pound) vs. mercado americano (en USD) para empresa minera con ingresos mayormente dolarizados.

Capítulo VII: Financiamiento de Proyectos ("Project Finance"). Descripción de un proyecto típico. Etapas del proyecto: Estudio de Factibilidad, Período de Construcción, Puesta en Marcha – Testing y Operación. Instrumentación del Proyecto. Project Completion. Riesgos del Proyecto y Mitigantes. Riesgo comercial. Riesgo político. Political Risk Insurance ("PRI"). Material Adverse Change. Esquema de garantías. Instrumentos de Financiamiento. Desembolsos secuenciales. Rol del Off Taker. TIR del Accionista. Players en el mercado de project finance. Organismos multilaterales, Bancos Comerciales, Bancos de Inversión, Export Credit Agencies, Compañías de Leasing, Vendors, Investors.

Caso: Nava Bharat: Energy Solutions for India [W17479]: Project finance en el sector energético, financiado con estructura de préstamo sindicado.

Capítulo VIII: Reestructuraciones Financieras. Financial distress: motivantes. Valuación de empresas en reestructura financiera: valor intrínseco vs. valor de liquidación. Recupero de acreencias por tipo de acreedor. Reestructuración de pasivos. Soluciones concursales. Diferencias y semejanzas entre concurso preventivo y acuerdo preventivo extrajudicial (APE). Etapas y actores participantes. Rol del síndico. Blindaje. Verificación de créditos. Importancia de los privilegios (especial y general).

Caso: Pinewood Mobile Homes, Inc. [5-915-548]: Financial distress y valuación. Evaluación de acuerdo "out-of-court" vs. chapter 11 (concurso) de empresa de casas prefabricadas.

Capítulo IX: Cash flow reinvestment – Working capital management. Fuentes de financiamiento interno vs. fuentes externas, ventajas. Gestión de capital de trabajo (Inventarios, Cuentas a Pagar y Cuentas a Cobrar), buenas prácticas y beneficios. "Operating Cash Cycle": Days of Inventory Outstanding "DIO" – Days Payable "DPO" + Days Sales Outstanding "DSO". Trade-offs entre resultados contables (P&L) y financieros (cash flow). Beneficios y costos. Manejo de excedentes de caja. Reinversión de cash flows en activos operativos y crecimiento futuro vs. devolución de capital a accionistas.

Caso: Dell's Working Capital [5-201-017]: Gestión de working capital en modelo "direct-to-consumer" con bajo nivel de inventarios. Re-inversion de cash flow vs. payback a accionistas.

Capítulo X: Cash payback a Accionistas – Dividend Policy. Política de devolución de capital a accionistas. Criterios cuantitativos y estratégicos para determinar monto de cash excedente y disponible para devolver a los accionistas. Métodos de devolución de caja a accionistas: dividendos vs. share buybacks. Efectos de “signaling” al mercado. Timing. Impacto en P&L, impuestos, balance y caja. Impacto en los accionistas. Impacto en valor intrínseco vs. valor de mercado. Impacto en los mercados de deuda y agencias.

Caso: Financial Policy at Apple, 2013 (A y B) [9-214-085, 9-214-094]: Decisión de devolución de excedentes de cash a accionistas. Cálculo de monto a devolver. Dividends vs. share buybacks.

Capítulo I: Compra y venta de Compañías (“M&A”)

- *Ernst & Young – Mergers & Acquisitions – Autor: Brian J. Miller – Editorial John Wiley & Sons, Inc., Capítulos 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 12, 15, 16 y 17*
- *Using earn-outs to create solutions in M&A Transactions – Bloomberg Law Reports – 2010*
- *M&A Price Adjustments – The M&A Lawyer – June 2009*
- *“Accretion-Dilution Example” – presentación powerpoint y modelo excel*
- *“Financial Statements Modeling Step-By-Step”, “Financial Statements Modeling Example”*

Capítulo II: Fondos de Inversión Privados – “Venture Capital”

- *Structuring and Financing a Latin American Internet Start-Up – Meyer, Brown & Platt – Year 2000*
- *Funding New Ventures: Valuation, Financing and Capitalization Tables – Michael J. Roberts – Harvard Business School (9-806-058)*
- *Raising Start-up Capital – Jeffrey Bussgang – Harvard Business School (9-814-089)*
- *A Note on Financing in Developing Economies – Stanford Graduate School of Business (Case: E-504)*
- *A Note on Valuation in Private Equity Settings – Harvard Business School – Josh Lerner-John Willinge (9-297-050)*

Capítulo III: Fondos de Inversión Privados – “Private Equity”

- *Private Equity Investment in Latin America – Meyer, Brown & Platt – Year 2007*
- *Economía de la Compra Apalancada de Empresas - Tesis Maestría en Derecho y Economía UTDT – Sebastián Soneyra – Junio 2015 (no obligatoria)*
- *Technical Note on LBO Valuation and Modeling – Margaret Cannella – Columbia Business School (ID# CU143)*
- *Valuing Late-Stage Companies and Leveraged Buyouts – Darden Business Publishing (UV7578)*

Capítulo IV: Estructura de Capital

- *Does Debt Policy Matter? (Principles of Corporate Finance – 10th Edition- Brealey & Myers – Chapter 17)*
- *How Much Should a Firm Borrow (Principles of Corporate Finance – 10th Edition- Brealey & Myers – Chapter 18)*
- *Financing and Valuation (Principles of Corporate Finance – 10th Edition- Brealey & Myers – Chapter 19)*
- *Structuring Corporate Financial Policy: Diagnosis of Problems and Evaluation of Strategies – Darden Business Publishing (UV0102)*
- *Tactical Execution of Corporate Financial Policy – Darden Business Publishing (UV0454)*

Capítulo V: Fuentes Públicas de Capital Propio (“Equity”)

- *How Corporations Issue Securities? (Principles of Corporate Finance – 10th Edition- Brealey & Myers – Chapter 15)*
- *On Going Public: To Sink or Swim When Floating Stock – Miquell Cantilo & Nicholas Corbishley – IESE Expert Insight (IIR076)*
- *A new way to measure IPO success – McKinsey (Number 3, Winter 2002)*

Capítulo VI: Financiamiento con Deuda (“Debt”)

- *The Many Different Kinds of Debt – Principles of Corporate Finance – 10th Edition- Brealey & Myers – Chapter 24*
- *“Putting EBITDA in Perspective. Ten Critical Failings of EBITDA as the Principal Determinant of Cash Flow” – Moody’s Investors Service. Global Credit Research – June 2000*
- *How to Negotiate Eurocurrency Loan Agreements – Lee Buchheit – Published by International Financial Law Review – Year 1995*
- *Cash Debt Tender Offers – Eliezer Helfgott – Counsel at Friedman Kaplan LLC NY*
- *What are Pay in Kind Securities? - Prof. Ian Giddy, New York University*
- *Securitisation in Emerging Markets: Preparing for the Rating Process – Fitch Ratings, Enero 2004*
- *Ley Nro. 24.441 - Fideicomiso Financiero (Parte Relevante)*
- *Prospectos de Emisión del Fideicomiso Financiero: Cardon I, Finansur Prendas I*
- *Hedged Cost of Funds and Interest Rate Arbitrage – Darden Business Publishing (UV1060)*

Capítulo VII: Financiamiento de Proyectos (“Project Finance”)

- *Project Financing – Sixth Edition – Euromoney Publications – Peter Nevitt, Frank Fabozzi. Capítulos 1, 2, 5, 9, 10, 11 y 28*

Capítulo VIII: Reestructuraciones Financieras

- *Ley de Concursos (Parte Relevante)*
- *A Strategic Perspective on Bankruptcy – Bill George, Jim Sharpe & Andrew N. McLean – Harvard Business School (9-407-035)*

Capítulo IX: Cash flow reinvestment – Working capital management

- *Cash Management Practices in Small Companies – Harvard Business School (9-699-047)*
- *Analysis for Financial Management – Chapter 4: Managing Growth – Robert C. Higgins*

Capítulo X: Cash payback a Accionistas – Dividend Policy

- *A Note on Dividend Policy – Ivey Publishing (W18603)*
- *Is A Share Buyback Right For Your Company? – Justin Pettit - Harvard Business Review (Reprint 0104K)*
- *The Value of Share Buybacks – Richard Dobbs & Wener Rehm - McKinsey*
- *Paying Back Your Shareholders – Bin Jiang & Tim Koller – McKinsey*

Asistencia a clases teóricas y practicas

La asistencia a todas las clases es obligatoria, y reviste suma importancia desde un enfoque pedagógico (más allá de la exigencia reglamentaria). Esto es así debido a que los materiales y conceptos clave del curso son los que se desarrollan en clase (el examen final se basará totalmente en los conceptos desarrollados en clase), y debido a que las experiencias que se puedan compartir en clase, junto con la interacción entre el docente y los alumnos, enriquecen el aprendizaje.

Requisitos de aprobación

Para aprobar la materia se requerirá tener un 75% de asistencia a clases y aprobar el examen final en algunos de los tres llamados cuyas fechas oportunamente informará el área de Coordinación Académica.

Sistema y criterios de evaluación

El examen final será del tipo teórico-práctico. El puntaje será instrumentado a través de letras, conforme la siguiente grilla:

Puntos	Letra
10	A
$\geq 9 < 10$	A-
$\geq 8 < 9$	B+
$\geq 7 < 8$	B
$\geq 6 < 7$	B-
< 6	D

La nota **mínima** para aprobar la materia será la letra B- (≥ 6 puntos). No se promediarán notas por debajo del mínimo.

La materia presenta **tres llamados** a examen: el final que será aproximadamente dos semanas después de finalizado el cursado, un primer recuperatorio que tendrá lugar aproximadamente un mes después y un segundo recuperatorio que se tomará en marzo del año siguiente. Cada estudiante **sólo podrá rendir en dos de estas tres instancias**. Si reprueba ambas deberá recursar la materia. La nota máxima para quienes rindan en la fecha del primer recuperatorio será una B+, y para quienes lo hagan en el segundo recuperatorio, será una B. No se contemplarán situaciones personales o laborales que impidan que el alumno pueda rendir en un determinado llamado.

En todos los casos, los exámenes serán corregidos **dentro de los 15 días corridos contados desde la fecha de la evaluación**. La cátedra hace un esfuerzo por corregir los exámenes con precisión y justicia, aplicando el mismo criterio respecto de una misma pregunta, para todos los alumnos. Sin perjuicio de ello, en caso de disidencia con la cátedra, los alumnos que hayan reprobado el examen, tendrán el derecho de solicitar la revisión del mismo, a través de un proceso formal en virtud del cual el peticionante de la revisión deberá entregar al área de Coordinación Académica una nota escrita en procesador de texto detallando cual sería la respuesta correcta para la pregunta cuya revisión se solicita (la "Respuesta de Nota Máxima"), y posteriormente, en función del grado de similitud entre la respuesta del examen y la Respuesta de Nota Máxima, el alumno deberá proponer una nota que considere justa. Las solicitudes de revisión serán recibidas dentro de los siete días posteriores a la fecha en que las notas del examen sean publicadas por el área de Coordinación Académica. El área de Coordinación Académica remitirá al docente la citada nota, junto con el original del examen. La respuesta de la Cátedra tendrá lugar a través del área de Coordinación Académica dentro de los siete días posteriores al vencimiento del plazo previsto para la revisión.

Consultas

Los alumnos podrán evacuar sus consultas en las clases de consulta que la cátedra ha establecido, cuya asistencia es voluntaria. En estas clases no se impartirán nuevos contenidos. Las clases de consulta constituyen un formato colectivo, sincrónico y sumamente eficiente que evita la repetición de una misma consulta, y que al mismo tiempo permite participar de las consultas formuladas por otros alumnos.