

CONTENIDO

PRÓLOGO.....	27
--------------	----

AGRADECIMIENTOS.....	29
----------------------	----

Parte I BASES TEÓRICAS

Capítulo 1

CONCEPTOS INTRODUCTORIOS	33
--------------------------------	----

1. La creación de valor como objetivo central de las Finanzas	33
2. Elementos determinantes del valor	35
2.1. Definición de ingresos en base a flujos de caja.....	36
2.2. El valor tiempo del dinero.....	37
2.3. El concepto de riesgo y su influencia en el valor.....	39
2.4. Las sinergias y la determinación del valor de un activo	42
3. Distinción entre rentabilidad y valor	43
3.1. La rentabilidad y su medición a través de la tasa interna de retorno	43
3.2. Relación entre rentabilidad y riesgo.....	45
3.3. Lo importante es maximizar el valor	47
4. Decisiones Financieras en el marco de la empresa	49
4.1. Decisiones de Inversión.....	50
4.2. Decisiones de Financiamiento	52
4.3. Decisiones de Dividendos	52
4.4. Interrelación entre los tres tipos de decisiones.....	53
5. Diseño e implementación de las decisiones: el enfoque sistémico y el rol del área financiera.....	54

Capítulo 2

VALUACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS SENCILLOS.....	59
--	----

1. Valuación y rentabilidad de bonos	59
1.1. Valuación de un bono	59

1.1.1.	Bonos cupón cero.....	60
1.1.2.	Bonos con flujos periódicos de intereses y amortización al final.....	63
1.1.3.	Bonos con flujos periódicos de amortización e intereses.....	64
1.1.4.	Bonos de renta perpetua.....	65
1.1.5.	La duración de un bono y su impacto sobre la volatilidad de su valor.....	66
1.2.	Rentabilidad de un bono.....	72
1.2.1.	Rentabilidad esperada al momento de la adquisición....	72
1.2.2.	Rentabilidad real al momento de la venta.....	73
2.	Valuación de un plazo fijo.....	74
3.	Valuación de una letra de tesorería.....	74
4.	Valuación y rentabilidad de acciones.....	75
4.1.	Valuación.....	75
4.1.1.	El caso de dividendos estables.....	76
4.1.2.	El caso de dividendos con patrón de crecimiento constante.....	77
4.1.3.	Otras variantes.....	78
4.1.4.	El efecto de las tasas de interés sobre el valor de las acciones.....	79
4.2.	Rentabilidad.....	79
4.2.1.	Rentabilidad esperada.....	79
4.2.2.	Rentabilidad real del accionista.....	79
4.2.3.	Rentabilidad anual de la acción.....	81

Capítulo 3

TEORÍA DEL PORTAFOLIO.....	83
1. Supuestos de la teoría.....	84
2. Enfoque metodológico.....	84
3. Rentabilidad y riesgo de portafolios de dos activos.....	85
3.1. Rentabilidad.....	85
3.2. Riesgo.....	86
3.2.1. El coeficiente de correlación.....	86
3.2.2. Medición del riesgo a través de la desviación típica.....	88
3.2.3. Ejemplo de cálculo de retorno esperado y desviación típica.....	88
3.2.4. Algunas relaciones puntuales.....	90
4. Rentabilidad y riesgo de portafolios de n activos.....	97
5. El portafolio óptimo considerando solamente activos con riesgo.....	98

5.1. Portafolios dominantes y frontera de eficiencia.....	98
5.2. Conclusiones a partir de la frontera de eficiencia.....	101
5.3. Función de utilidad y curvas de indiferencia.....	102
5.4. Selección del portafolio óptimo	105
6. El portafolio óptimo incluyendo activos libre de riesgo.....	106
6.1. Cambios en la frontera de eficiencia.....	106
6.2. La introducción de préstamos a la tasa libre de riesgo y nuevos cambios en la frontera de eficiencia	110
6.3. Teorema de la separación y definición del Portafolio de Mercado.....	112
6.4. Selección de la combinación óptima	114
7. Línea de Mercado de Capitales	115

Capítulo 4

MODELOS DE VALUACIÓN DE ACTIVOS	119
1. El Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital.....	119
1.1. La diversificación y sus efectos: riesgo sistemático y riesgo no sistemático	119
1.2. El riesgo sistemático como determinante del retorno requerido	122
1.3. Línea característica de un activo y coeficiente beta como indicador relativo del riesgo sistemático.....	124
1.4. Cuantificación del riesgo sistemático y no sistemático	127
1.4.1. Cálculo en función del coeficiente de determinación	128
1.4.2. Cálculo en función del beta del activo	130
1.4.3. Visualización gráfica del riesgo no sistemático.....	132
1.5. Línea de Mercado de Valores.....	133
1.6. Relación entre el riesgo sistemático de un portafolio y el riesgo sistemático de los activos que lo componen.....	136
1.7. Línea de Mercado de Valores vs Línea de Mercado de Capitales	137
1.8. Determinación a priori del premio por riesgo	138
1.9. La validez del modelo y la viabilidad de su aplicación práctica.....	138
1.9.1. El punto de vista de Roll	139
1.9.2. La constatación de desarbitrajes en los precios	139
2. Modelos factoriales.....	140
3. La Teoría de Fijación de Precios de Arbitraje (APT)	144
3.1. Planteo del modelo	144
3.2. El APT versus el MFPAC.....	146

Parte II
INVERSIONES

Capítulo 5

DECISIONES SOBRE INVERSIONES DE CAPITAL 151

- 1. Concepto de Inversión y Flujos de Fondos Asociados..... 151
- 2. La determinación de los flujos de fondos 153
 - 2.1. El concepto de flujo base caja..... 153
 - 2.2. El concepto de flujos incrementales..... 155
 - Ejemplo: 155
 - 2.2.1. La regla del “Con y Sin” 156
 - 2.2.2. Los costos hundidos 158
 - 2.2.3. Los usos alternativos de los recursos..... 159
 - 2.2.4. Los efectos colaterales 160
 - 2.3. Cuatro pasos para conformar el flujo 161
 - 2.3.1. Determinación de la utilidad fiscal incremental..... 163
 - 2.3.2. Cálculo del impuesto incremental..... 164
 - 2.3.3. Eliminación de los “no fondos” incluidos en la
utilidad neta..... 166
 - 2.3.4. Inclusión de los flujos que no forman parte de la
utilidad neta..... 167
- Compras de bienes de uso..... 167
- Variaciones de Capital de Trabajo 168
- 3. Criterios de Evaluación..... 172
 - 3.1. La Tasa de Retorno Promedio..... 172
 - 3.2. El Período de Repago..... 173
 - 3.3. El Valor Actual Neto (VAN)..... 175
 - 3.4. El índice de rentabilidad 178
 - 3.5. La Tasa Interna de Retorno (TIR)..... 179
 - 3.6. Ajuste del VAN y la TIR en función del momento de
percepción de los flujos 181
 - 3.7. La TIR terminal..... 182
- 4. El análisis desde el punto de vista del inversionista 183
 - 4.1. Enfoque conceptual 183
 - 4.2. El flujo de fondos para el inversionista 184
 - 4.3. ¿Difieren los resultados del enfoque del inversionista y
del de la inversión en sí misma? 185
 - 4.3.1. Análisis según el enfoque de la inversión en sí
misma 187
 - 4.3.2. Primera aproximación al enfoque del inversionista 187

4.3.3. Segunda aproximación al enfoque del inversionista..... 191
 4.4. Conclusiones 192

Apéndice I

PROFUNDIZACIÓN SOBRE LOS ASPECTOS IMPOSITIVOS 195

Apéndice II

DETERMINACIÓN DEL VAN DE LA INVERSIÓN EN SÍ MISMA CUANDO VARÍAN LOS PORCENTAJES EN SU ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO..... 199

Capítulo 6

CASOS PARTICULARES EN EL ANÁLISIS DE INVERSIONES Y LIMITACIONES DE LA TIR 203

1. Inversiones excluyentes 203
 - 1.1. Por qué pueden darse divergencias entre el VAN y la TIR.... 204
 - 1.2. Definición del criterio de decisión 208
 - 1.3. Comprobación de que el VAN es el criterio a usar 209
2. Racionamiento de Capital..... 210
3. Proyectos con distinta vida útil 214
 - 3.1. El método del mínimo común múltiplo 215
 - 3.2. El método de la anualidad 216
4. Decisiones de reemplazo 218
5. Proyectos con flujos de fondos irregulares 220
6. Proyectos con cambios de la tasa requerida a lo largo del tiempo.. 221
7. Utilización de la TIR 221

Capítulo 7

DETERMINACIÓN DE LA TASA DE RETORNO REQUERIDA PARA INVERSIONES DE CAPITAL..... 223

1. El costo de oportunidad como determinante de la tasa requerida por el inversor 224
2. Determinación de la tasa requerida para los fondos propios en base al MFPAC..... 225
3. Determinación del beta de la inversión 227
 - 3.1. Uso del beta de la industria 227
 - 3.2. Uso de otros indicadores 229

3.2.1. El carácter cíclico de las ventas	229
3.2.2. La relación entre costos fijos y variables	230
3.2.3. La relación entre deudas y fondos propios en la estructura de financiamiento.	231
4. Ajuste del beta por apalancamiento.....	233
5. Tasa requerida para el proyecto versus tasa requerida para la empresa.....	235
6. Inversiones en economías inestables: el ajuste de la tasa requerida por el riesgo país	237
6.1. Alternativas para considerar el riesgo país	237
6.2. Estimación de un ajuste global por riesgo país.....	239
6.3. Ajustes específicos del riesgo país para una inversión concreta	241
7. Determinación de la tasa requerida cuando no se cumplen los supuestos del MFPAC.....	242
7.1. Aproximación basada en la Función de Utilidad y Curvas de Indiferencia	243
7.2. Aproximación basada en el juicio de la gerencia	245
8. El modelo de descuento de dividendos	247

Capítulo 8

LA CONSIDERACIÓN DEL RIESGO EN EL ANÁLISIS DE INVERSIONES DE CAPITAL.....	251
1. Introducción.....	251
2. Cálculo del VAN esperado	254
3. Cálculo de la desviación típica.....	255
3.1. Desviación típica cuando los flujos son independientes	256
3.2. Desviación típica cuando los flujos están perfectamente correlacionados	257
3.3. Desviación típica cuando existe correlación parcial	258
4. Utilidad práctica del VAN esperado y su desviación típica	261
5. Otras técnicas para contemplar el riesgo.....	263
5.1. Modelos de simulación	264
5.2. Análisis de sensibilidad.....	268
5.3. Análisis de escenarios	271
5.4. Ajuste de la tasa de descuento en función del riesgo.....	272
5.5. La equivalencia a la certidumbre	273
6. Opciones Administrativas.....	275
6.1. Opción de ampliar	278

6.2. Opción de abandonar.....	280
6.3. Opción de posponer.....	284
6.3.1. Opción de posponer para reducir riesgos.....	285
6.3.2. Opción de posponer para aumentar beneficios.....	287
7. Introducción de la Teoría de la Utilidad	290

Apéndice

ESTANDARIZACIÓN DE UNA DISTRIBUCIÓN NORMAL.....	295
---	-----

Capítulo 9

ANÁLISIS DE INVERSIONES EN CONDICIONES INFLACIONARIAS	297
---	-----

1. Proyección a precios constantes.....	298
2. Proyección a precios corrientes.....	305
3. Análisis comparativo.....	310
4. Una tercera alternativa	310

Parte III

CREACIÓN DE VALOR

Capítulo 10

DETERMINACIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR	315
---	-----

1. Las limitaciones de la contabilidad para medir la creación de valor	315
2. Determinación del valor en función de los flujos de fondos descontados.....	319
2.1. La ecuación para la determinación del valor	319
2.2. La proyección de los flujos de fondos	321
2.3. Consideraciones sobre el valor residual	322
2.3.1. Valor de liquidación versus perpetuidad.....	323
2.3.2. Perpetuidad con flujos crecientes.....	326
2.4. Determinación de la tasa de descuento.....	328
3. Enfoque alternativo para determinar el valor para el accionista...	330
4. Determinación de la creación de valor	335
4.1. Medición del valor creado por la empresa.....	335
4.2. Medición del valor creado para el accionista	339
4.2.1. El valor creado operativamente por la empresa es igual al valor creado para el accionista	340

4.2.2. Efectos de cambios en la tasa de interés	342
4.3. Medición de la creación de valor en términos relativos.....	345
4.3.1. La tasa TOR.....	345
4.3.2. La tasa TSR.....	347
4.3.3. Conclusiones.....	349
4.4. Medición de la creación de valor a nivel de una división de la empresa.....	349
4.5. Evaluación de una reestructura en función de la creación de valor.....	351
5. La cultura de creación de valor en la empresa	352

Capítulo 11

OTRAS APROXIMACIONES A LA MEDICIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR	355
---	------------

1. El EVA (Economic Value Added).....	355
1.1. La ecuación del EVA	355
1.2. Ejemplo práctico	357
1.3. El concepto de MVA (Market Value Added).....	358
1.4. ¿Refleja el MVA la creación de valor acumulada?	360
1.5. Evaluación crítica del EVA	360
2. CFROI (Cash Flow Return on Investment).....	366
2.1. Determinación del CFROI	366
2.2. Evaluación crítica del CFROI	369
3. El enfoque de Rappaport.....	369
3.1. La fórmula para calcular la creación de valor	370
3.2. El margen de equilibrio.....	372
3.3. Análisis de sensibilidad del valor creado y del margen de equilibrio	374
3.4. Consideraciones sobre el enfoque de Rappaport.....	375

Apéndice

CONSIDERACIONES RESPECTO AL SIGNIFICADO DEL MVA	377
1. Demostración empírica	377
2. Demostración teórica	380

Capítulo 12

ANÁLISIS FINANCIERO DE REESTRUCTURAS, COMBINACIONES O VENTAS DE EMPRESAS	383
1. Evaluación financiera de una reestructura	384
1.1. Problemas generados por la asignación de ingresos y costos contables	384
1.2. El concepto de Flujos Atribuibles y su aplicación.....	387
1.2.1. Primera aproximación a la determinación de los Flujos Atribuibles	387
1.2.2. La consideración de las sinergias en la determinación de los flujos atribuibles.....	391
1.3. Comparación con los valores de liquidación y con el valor total de la empresa	395
1.4. Ejemplo práctico de análisis de un caso de reestructura global.....	398
1.4.1. Valor sin reestructura	399
1.4.2. Proyecto de Reestructura	402
1.4.3. Valor con reestructura.....	403
2. Combinaciones de empresas.....	405
2.1. Tipos de combinaciones.....	405
2.2. Razones que justifican una combinación.....	406
2.2.1. Razones operativas	406
2.2.2. Razones financieras	407
2.2.3. Razones impositivas	408
3. Evaluación financiera de una combinación o venta	409
3.1. Cuando la combinación equivale a una compra.....	412
3.1.1. Precio mínimo exigible por el vendedor.....	412
3.1.2. Precio máximo a pagar por el comprador.....	413
3.1.3. ¿Existe un precio justo?.....	414
3.2. Cuando hay fusión con reparto de acciones y sin movimiento de efectivo.....	415
3.3. Cuando hay fusión con reparto de acciones y compensación de efectivo	417
3.4. Otras consideraciones relevantes	418
3.4.1. Cómo valorar las sinergias	418
3.4.2. Otros elementos determinantes del precio	419

Parte IV
ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO Y
POLÍTICAS DE DIVIDENDOS

Capítulo 13

LA MEZCLA DE FONDOS PROPIOS Y DEUDAS EN LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA.....		425
1.	La maximización del valor como objetivo central.....	426
1.1.	¿Qué valor interesa maximizar?.....	427
1.2.	¿Existe una mezcla óptima?.....	430
2.	Teoría Clásica.....	431
2.1	Planteo teórico.....	431
2.2.	Ejemplo práctico.....	433
2.3.	¿Maximización del valor o porcentaje de retorno máximo para el accionista?.....	436
3.	Teoría de Modigliani y Miller.....	440
3.1.	Características de los mercados perfectos.....	441
3.2.	Proposiciones de Modigliani y Miller asumiendo inexistencia de impuesto a la renta corporativo.....	442
3.2.1.	Primera proposición de Modigliani y Miller y su demostración.....	442
3.2.2.	Corolario de la primera proposición de Modigliani y Miller.....	450
3.2.3.	Segunda proposición de Modigliani y Miller.....	450
3.2.4.	Funcionamiento del proceso de arbitraje para regular el valor de las acciones.....	453
3.3.	Revisión de los planteos de Modigliani y Miller ante la existencia del impuesto a la renta de las empresas.....	455
3.3.1.	El concepto de valor de la protección fiscal y la reformulación de la primera proposición de Modigliani y Miller.....	457
3.3.2.	Reformulación de la segunda proposición de Modigliani y Miller.....	460
4.	Críticas a la teoría de Modigliani y Miller y nuevas propuestas: la teoría del “trade-off”.....	463
4.1.1.	Las limitaciones a la deducibilidad de intereses.....	464
4.1.2.	La no consideración del impuesto a la renta personal.....	466
4.1.3.	La existencia de imperfecciones en los mercados y costos de quiebra.....	470
4.1.5.	Conclusiones.....	478

5. La teoría del “Pecking Order”	480
<i>Apéndice</i>	
EL MODELO DE MILLER	485
<i>Capítulo 14</i>	
RIESGOS DERIVADOS DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO Y SU PARTICULAR INCIDENCIA EN ECONOMÍAS INESTABLES	491
1. El efecto leverage	491
2. Determinantes del riesgo asociado al nivel de deuda	495
2.1. Determinantes del riesgo operativo.....	496
2.1.1. El tipo de negocio y la economía	497
2.1.2. El Leverage Operativo.....	497
2.2. Determinantes del riesgo derivado de la estructura de financiamiento	502
2.2.1. El nivel de endeudamiento medido a través del Leverage Financiero	503
2.2.2. La variabilidad de las tasas de interés.....	506
3. Conclusiones.....	509
<i>Apéndice</i>	
LEVERAGE COMBINADO.....	511
<i>Capítulo 15</i>	
OTRAS DECISIONES RELEVANTES EN EL DISEÑO DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO.....	515
1. La mezcla entre financiamiento de corto y largo plazo	515
1.1. El enfoque convencional.....	515
1.2. La realidad en economías inestables.....	520
2. La mezcla de monedas	523
2.1. Elección en función del menor costo esperado y sus limitaciones.....	523
2.2. Introducción del riesgo de tipo de cambio sobre el costo del préstamo	523
2.3. Consideración del riesgo del tipo de cambio sobre el resultado global de la empresa	526
3. La necesidad de estructuras flexibles en economías inestables	531

Capítulo 16

COSTO DE LAS DEUDAS	535
1. Regla básica para calcular el costo de una deuda	535
2. Aplicación a casos concretos	536
2.1. El caso en que solo existen intereses y amortizaciones	536
2.2. Préstamos con otros costos implícitos	537
2.3. Préstamos con otros costos explícitos	538
3. Efectos impositivos	539
4. Tasa de interés real	540
5. Préstamos denominados en otras unidades de cuenta	542
5.1. Préstamos indexados	542
5.2. Préstamos en moneda extranjera	545
6. El cálculo del costo de un préstamo en términos de moneda extranjera	547
6.1. Costo en dólares de un préstamo denominado en pesos	548
6.2. Costo en dólares de un préstamo denominado en dólares	549
7. El costo del financiamiento con proveedores	550
8. El efecto impositivo de la inflación sobre la tasa de costo de las deudas	553

Capítulo 17

FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LARGO PLAZO	559
1. Los procesos de intermediación y desintermediación	560
2. Instrumentos de deuda a largo plazo	564
2.1. Préstamos bancarios	564
2.1.1. Moneda de denominación	564
2.1.2. Tasa de interés	565
2.1.3. Forma de repago	566
2.1.4. Tratamiento tributario	567
2.1.5. Garantías	567
2.1.6. Cláusulas de protección para el acreedor	570
2.1.7. Evaluación conjunta de todos los elementos	573
2.2. Emisión de Bonos	573
2.2.1. Modalidades de colocación y costos asociados	574
2.2.2. Moneda de denominación	575
2.2.3. Plazo y calendario de repagos	575
2.2.4. Tasa de interés y cláusulas conexas	577
2.2.5. Tratamiento tributario	582

2.2.6. Garantías y cláusulas de protección de los acreedores.....	582
2.2.7. Calificación del riesgo.....	583
2.3. Contratos de leasing.....	585
2.3.1. Diferencias entre el leasing operativo y financiero.....	585
2.3.2. Evaluación de un leasing operativo.....	587
2.3.3. Evaluación de un leasing financiero.....	589
2.3.4. Sale and lease back.....	591
2.4. Securitización.....	592
2.4.1. Concepto.....	592
2.4.2. Características de los activos a securitizar y de los títulos que se emiten.....	593
2.4.3. Modalidades de securitización.....	594
2.4.4. Sujetos que participan en una securitización.....	596
2.4.5. Ventajas de la securitización.....	598
3. Financiamiento con fondos propios.....	601
3.1. Emisión de acciones.....	601
3.1.1. Ofertas públicas iniciales (IPO).....	601
3.1.2. Ofertas nuevas temporales y el derecho de preferencia.....	602
3.1.3. Emisiones privadas.....	604
3.1.4. Cálculo de la tasa de costo de la emisión de acciones...	605
3.2. Retención de utilidades.....	607
3.2.1. Ventajas y limitaciones.....	607
3.2.2. Cálculo del costo de financiarse con utilidades retenidas.....	608
4. El financiamiento mediante emisión de acciones preferidas.....	609

Capítulo 18

POLÍTICAS DE DIVIDENDOS.....	613
1. Conceptos de política residual y política estable de dividendos	613
1.1. Los dividendos como variable residual.....	613
1.2. Las políticas de dividendos estables.....	615
2. Discusión sobre la relevancia de los dividendos.....	616
2.1. La posición de Modigliani y Miller.....	616
2.2. La posición que al distribuir dividendos se destruye valor....	622
2.3. Factores que favorecen la distribución.....	623
2.3.1. El manejo de los fondos excedentes.....	624
2.3.2. Los costos asociados a la venta de acciones para conseguir liquidez.....	625
2.3.3. El efecto incertidumbre.....	625

2.3.4. El efecto señalización.....	626
2.4. Conclusiones sobre la relevancia de la política de dividendos	627
2.5. El efecto clientela	628
3. Implementación de la política de dividendos.....	629
3.1. Prerrequisitos básicos	629
3.2. Pasos a seguir para implementar la política.....	630
4. La recompra de acciones como alternativa al pago de dividendos .	631
5. Políticas de dividendos en contextos inestables	636
6. Ejemplo práctico.....	639
6.1. La estructura de financiamiento como variable residual.....	640
6.2. Las inversiones como variable residual	641
6.3. Los dividendos como variable residual.....	642
6.3.1. Priorizando las inversiones sobre la estructura de financiamiento	643
6.3.2. Priorizando la estructura de financiamiento sobre las inversiones.....	644
6.4. Conclusiones	644

Parte V

MANEJO FINANCIERO DE CORTO PLAZO

Capítulo 19

GERENCIAMIENTO DEL CAPITAL DE TRABAJO	649
1. Definición de capital de trabajo.....	649
1.1. El capital de trabajo contable	650
1.2. El capital de trabajo financiero.....	650
2. Factores que determinan el capital de trabajo requerido	653
3. Cálculo del capital de trabajo requerido	654
4. Inversión en cuentas a cobrar.....	659
4.1. Variables que definen una política de créditos	660
4.2. Metodología de evaluación de las políticas alternativas	662
4.3. Formulación de políticas para distintos grupos de clientes ...	667
4.4. Administración de las políticas de crédito	669
4.4.1. El proceso de otorgamiento del crédito.....	669
4.4.2. El proceso de cobranza	671
5. Inversión en Inventarios.....	675
5.1. El enfoque clásico	676
5.1.1. Determinación del lote óptimo de compra	676

5.1.2. El stock de seguridad y el momento de pedido.....	680
5.1.3. Evaluación crítica del enfoque clásico	683
5.2. Los inventarios en el contexto del manejo del riesgo global de la empresa.....	684
5.2.1. Enfoque simplista	687
5.2.2. Enfoque global	689
6. Administración de los pasivos espontáneos.....	693
7. Conclusiones sobre el gerenciamiento del capital de trabajo.....	695

Capítulo 20

FINANCIAMIENTO DE CORTO PLAZO	699
1. Introducción.....	699
2. Instrumentos de financiamiento a corto plazo.....	702
2.1. Crédito de proveedores.....	702
2.2. Cartas de crédito	703
2.3. Vales bancarios.....	705
2.4. Crédito autorizado en cuenta corriente.....	707
2.5. Commercial Papers	708
2.6. Descuento de documentos	708
2.7. Venta de documentos sin recurso	710
2.8. Factoring.....	711
3. Ejemplo práctico de estructuración de un financiamiento a corto plazo.....	711
3.1. Esquema de financiamiento y flujos asociados	712
3.2. Determinación del costo del financiamiento	717

Capítulo 21

EL IMPACTO DE LAS FLUCTUACIONES DEL TIPO DE CAMBIO Y EL ANÁLISIS DE SU COBERTURA	719
1. El impacto sobre los rubros del balance.....	720
1.1. Impacto sobre la posición en moneda nacional.....	722
1.2. Impacto sobre la posición neta en dólares.....	725
1.3. Impacto sobre la posición neta en moneda reajutable.....	728
1.4. Efecto impositivo sobre la posición neta en moneda reajutable.	732
1.5. Impacto sobre bienes de cambio.	734
1.5.1. Impacto sobre el valor de realización de los bienes de cambio.....	735

1.5.2. Evaluación del perjuicio de mantener bienes de cambio ante una eventual devaluación	738
1.6. Efecto impositivo sobre los bienes de cambio.....	740
1.7. Efecto impositivo sobre la depreciación de bienes de uso.....	742
1.8. Impacto total.....	745
2. Cobertura mediante operaciones financieras	746
2.1. El costo de la cobertura	747
2.2. El nivel de cobertura a elegir	749
3. Cobertura mediante reestructura operativa.....	751
4. El impacto de la devaluación sobre los flujos futuros.....	753
4.1. Impacto sobre ingresos por ventas futuras	753
4.2. Impacto impositivo sobre ingresos por ventas futuras.....	755
4.3. Impacto sobre egresos por compras y gastos futuros.....	756
4.4. Impacto impositivo sobre egresos por compras y gastos futuros	757
5. El impacto sobre la viabilidad futura de la empresa	757
5.1. El impacto sobre la solvencia financiera	757
5.2. Impacto sobre la viabilidad operativa	759
6. Conclusiones	760

Parte VI

INSTRUMENTOS DERIVADOS

Capítulo 22

FORWARDS, FUTUROS Y SWAPS	765
1. Concepto de Instrumentos derivados	765
2. Forward o contrato adelantado	766
2.1. El forward como instrumento de cobertura	766
2.2. El forward como instrumento de especulación	768
2.3. Liquidación de los contratos de forward	769
2.4. Dificultades prácticas para implementar un forward	770
3. Futuros	770
3.1. Características de los contratos de futuros	771
3.2. Determinación del precio futuro	774
3.2.1. Precio futuro de bienes	774
3.2.2. Precio futuro de activos financieros	776
3.2.3. Precio futuro del tipo de cambio.....	778
3.2.4. Precio de la tasa de interés a futuro	780
3.3. Estructura temporal de los precios futuros.....	782
3.3.1. Estructura temporal de precios futuros de bienes	782

3.3.2. Estructura temporal de precios futuros de activos financieros	783
3.3.3. Estructura temporal de precios futuros de tipos de cambio.....	785
3.4. Ejemplo de cobertura con futuros ante movimientos en tasas de interés.....	786
4. Swaps.....	790
4.1. Swap de tasas de interés.....	790
4.2. Swap de tipo de cambio.....	793
4.3. Swap de bienes.....	796

Capítulo 23

OPCIONES.....	799
1. Definiciones básicas	799
2. El mercado de opciones	801
3. Valuación de opciones a la fecha de vencimiento	802
3.1. El caso de una opción de compra	802
3.2. El caso de una opción de venta	803
4. Valuación de opciones previo a la fecha de vencimiento.....	805
4.1. Precios máximos y mínimos teóricos	805
4.1.1. Opciones de compra	805
4.1.2. Opciones de venta	807
4.2. Factores que determinan el valor de las opciones	808
4.2.1. El caso de las opciones de compra.....	809
4.2.2. El caso de las opciones de venta.....	812
4.3. El modelo de Black y Scholes para valorar opciones de compra.....	814
4.3.1. El enfoque binomial.....	815
4.3.2. La fórmula de Black y Scholes	818
4.3.3. Ejemplo de aplicación del modelo de Black y Scholes... ..	820
4.4. La paridad put-call y la valuación de una opción de venta....	821

Capítulo 24

COBERTURAS Y ESPECULACIONES CON OPCIONES.....	825
1. Volatilidad de la opción respecto al activo subyacente	825
2. La opción como instrumento de cobertura	829
3. El uso de opciones para diseñar productos estructurados	830
4. Especulación con manejo de opciones	832
4.1. Con expectativas favorables sobre el activo subyacente	832

4.1.1. Compra de opciones call	833
4.1.2. Combinación de compra y venta de opciones call	836
4.2. Con expectativas negativas sobre el activo subyacente	841
4.2.1. Compra de opciones put	841
4.2.2. Combinación de compra y venta de opciones put con plazo fijo	844
4.3. Con expectativas de poca volatilidad del activo subyacente ..	849

Parte VII

PLANIFICACIÓN Y ANÁLISIS FINANCIERO

Capítulo 25

PLANIFICACIÓN FINANCIERA.....	857
1. Introducción.....	857
2. Elementos a tener en cuenta para preparar un Plan Operativo	859
3. El Presupuesto Integral.....	863
3.1. Definición de los supuestos básicos	864
3.2. Formulación de presupuestos intermedios y estados finales	865
e) Presupuesto de gastos de fabricación	868
f) Presupuesto de gastos de administración y ventas	868
g) Presupuesto de inversiones en bienes de capital	868
h) Confeción de los estados finales.....	868
3.3. Ajustes a los Estados Proyectoados.....	868
4. Ejemplo práctico de elaboración de un Presupuesto Integral.....	869
4.1. Supuestos básicos	869
4.2. Formulación de los presupuestos intermedios.....	871
4.2.1. Presupuesto de producción en unidades físicas	872
4.2.2. Presupuesto de compras de materias primas.....	872
4.2.3. Presupuesto de mano de obra requerida	873
4.2.4. Determinación del stock de materias primas y consumos en términos monetarios.....	873
4.2.5. Determinación del costo unitario de producción por trimestre	875
4.2.6. Valorización del costo de venta y stock de productos terminados	875
4.2.7. Presupuesto de cobranzas	876
4.2.8. Presupuesto de pagos a proveedores de materias primas.....	877
4.2.9. Presupuesto de pagos de impuestos.....	878
4.2.10. Presupuesto de pagos líquidos al personal.....	879

4.2.11. Presupuesto de pagos de leyes sociales	880
4.2.12. Presupuesto de pagos de gastos de fábrica	880
4.3. Formulación de los estados finales	881
4.3.1. Flujo de caja del período	881
4.3.2. Estado de Resultados proyectados	884
4.3.3. Estado de Situación Patrimonial proyectado	885
4.3.4. Estado de Origen y Aplicación de Fondos proyectado ..	886
4.3.5. Revisión y ajustes	887
4.4. La creación de valor	888

Capítulo 26

ANÁLISIS FINANCIEROS	891
1. El balance contable y el balance financiero	891
2. Ejemplo de reformulación de los estados contables desde el punto de vista financiero	894
3. Los ratios como instrumento de diagnóstico y planificación financiera	897
3.1. Análisis de la liquidez	898
3.1.1. Ratios de liquidez	898
3.1.2. Causas de los problemas de liquidez	902
3.2. Análisis de la estructura operativa	903
3.3. Análisis del endeudamiento	909
3.3.1. Ratios de endeudamiento	909
3.3.2. Alternativas a los problemas de endeudamiento	913
3.4. Análisis de la rentabilidad	915
3.4.1. Medición de la rentabilidad sobre ventas	915
3.4.2. Medición de la rentabilidad sobre la inversión	917
3.4.3. Medición de la rentabilidad para el accionista	919
3.5. Consideraciones finales sobre ratios	921
4. Los análisis de punto de equilibrio	924
4.1. El punto de equilibrio en base a utilidades	924
4.1.1. Forma de cálculo	924
4.1.2. Utilidad del análisis	927
4.2. El punto de equilibrio en base a creación de valor	929