

# 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 Mille.....	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

*Apéndice*

EL MODELO DE MILLER ..... 485

*Capítulo 14*

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

*Apéndice*

LEVERAGE COMBINADO ..... 511

*Capítulo 15*

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 .....

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 .....

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) Confección de los estados finales.....	868
3.3. Ajustes a los Estados Proyectados.....	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