

INDICE

Parte I. Los Mercados Financieros y los Instrumentos Financieros	
1. Obtención del Capital: El Proceso y los Participantes	3
1.1. Financiando la empresa	4
Decisiones que debe tomar la empresa	4
¿Cuál es el tamaño del mercado de capitales de Estados Unidos?	5
1.2. Fuentes públicas y privadas del capital	7
1.3. El entorno para la obtención de capital en Estados Unidos	8
El entorno legal	8
Bancos de inversión	9
El proceso de suscripción	10
El acuerdo de suscripción	10
Clasificar de ofertas	11
El coste de a deuda y de la emisión de acciones	11
Tipos de acuerdos de suscripción	14
La obtención de capital de suscripción	14
1.4. La obtención de capital en los mercados internacionales	16
Euromercados	16
Emisión directa	16
1.5. Los mayores mercados financieros fuera de Estados Unidos	16
Alemania	16
Japón	17
Reino Unido	19
1.6. Tendencias en la obtención de capital	21
Globalización	21
Desregulación	21
Instrumentos innovadores	21
Tecnología	21
Titulización	21
1.7. Resumen y conclusiones	22
2. Financiación a Través de Deuda	25
2.1. Préstamos bancarios	26
Tipos de préstamos bancarios	26
Tasas flotantes	26
Cláusulas de protección en los préstamos	28
2.2. Arrendamientos	28
2.3. Pagaré de empresa	29
¿Quién vende los pagarés de empresa?	29
Cláusula de recompra	29
2.4. Bonos corporativos	29
Cláusula en los bonos	29
Opciones sobre bonos	34
Patrón de los cash flows	36
Los precios de los bonos: par, descuento y bonos con prima	37
Vencimiento	38
Rating de los bonos	38
El mercado de deuda de alto rendimiento	39
2.5. Títulos más exóticos	41

Los impuestos y las trabas creadas por la regulación como incentivos para la innovación	41
Colaterales como incentivo para la innovación	42
Las condiciones macroeconómicas y la innovación financiera	42
Innovaciones financieras en mercados de capitales emergentes	42
El mercado de bonos basura y la innovación financiera	42
Una perspectiva sobre la velocidad de la innovación financiera	43
2.6. Obtención de financiación por deuda en los euromercados	43
Características de los eurobonos	43
Tamaño y crecimiento del mercado de eurobonos y las fuerzas que impulsan este crecimiento	43
Préstamos en eurodivisas	44
2.7. Mercados primarios y secundarios de títulos del Tesoro de Estados Unidos	44
El mercado primario y secundario de bonos corporativos	45
2.8. Precio de los bonos, rentabilidades a vencimiento y convenciones del mercado de bonos	45
Fechas de valor	47
Cupón corrido	47
Rentabilidad a vencimiento y rentabilidad por cupón	49
2.9. Resumen y conclusiones	50
3. Financiación de Capital Propio	55
3.1. Clases de acciones	56
Acciones ordinarias	56
Acción preferente	56
Warrants	58
Volumen de financiación con diferentes instrumentos de renta variable	58
3.2. ¿Quiénes poseen las acciones estadounidenses?	58
3.3. La globalización de los mercados de acciones	58
3.4. Mercados secundarios	59
Tipos de mercados secundarios de acciones	59
Bolsa de valores	60
Mercados de dealer (mediadores) de acciones	60
Redes de comunicaciones electrónicas (ECN)	60
Mercados secundarios internacionales de acciones	61
3.5. Eficiencia informativa del mercado de acciones y de la asignación de capital	61
3.6. El mercado de acciones no cotizadas	62
3.7. La decisión de sacar acciones a bolsa	62
Explicaciones del lado de la oferta y de la demanda sobre los ciclos de las OPV	62
Los beneficios de salir a bolsa	63
Los costes de salir a bolsa	64
El proceso de salida a bolsa	65
3.8. Rentabilidad de las acciones en las OPV de acciones ordinarias	66
Infravaloración de las acciones estadounidenses	66
Estimaciones de la infravaloración de las OPV internacionales	66
¿Cuáles son las rentabilidades de largo plazo de las OPV?	66
3.9. ¿Qué explica la infravaloración?	66

¿Cómo se consiguen las acciones infravaloradas?	66
Los incentivos de los suscriptores	67
El caso en los directivos de la empresa emisora tienen mejor información que os inversores	68
El caso en que algunos inversores tienen mejor información que otros inversores	68
El caso en que los inversores tienen información que el suscriptor no tiene	69
3.10. Resumen y conclusiones	70
Parte II. Valoración de Activos Financieros	
4. Herramientas de Carteras	77
4.1. Ponderaciones de las carteras	79
La cartera de dos acciones	79
La cartera de varias acciones	80
4.2. Rentabilidad de las carteras	81
4.3. Rentabilidad esperadas de las carteras	81
Carteras de dos acciones	81
Carteras de muchas acciones	82
4.4. Varianzas y desviaciones típicas (o estándar)	82
Varianza de las rentabilidades	83
Estimación de las varianzas: cuestiones estadísticas	83
Desviación típica (o estándar)	84
4.5. Covarianza correlaciones	84
Covarianza	84
4.6. Las varianzas de las carteras y las covarianzas entre carteras	86
Varianzas de carteras de dos acciones	87
Correlaciones, diversificación y varianzas de la cartera	87
Carteras de muchas acciones	89
Las covarianzas entre las rentabilidades de una cartera y las rentabilidades de una acción	90
4.7. El diagrama de la media – desviación típica	90
Combinación de un activo libre de riesgo con un activo con riesgo en el diagrama media – desviación típica	90
Carteras de dos activos correlacionados perfecta y positivamente o perfecta y negativamente	92
Las medias y desviación típicas factibles de carteras con otros pares de activos	93
4.8. Interpretación de la covarianza como varianza marginal	93
Una prueba usando derivadas del análisis matemático	93
Interpretación numérica del resultado de la varianza marginal	94
4.9. Hallando la cartera de mínimo varianza	95
Propiedades de una cartera de mínima varianza	95
Identificación de la cartera de varianza mínima de dos acciones	96
Identificación de la varianza mínima de una cartera de muchas acciones	96
4.10. Resumen y conclusiones	97
5. Análisis de Media – Varianza y el Modelo de Valoración de Activos de Capital	101
5.1. Aplicaciones del análisis de media – varianza y el uso actual del CAPM	102

Las aplicaciones en la inversión del análisis de media – varianza y el CAPM	102
Las aplicaciones corporativas del análisis de media – Varianza y el CAPM	102
5.2. Conceptos básicos del análisis de media – varianza	103
El conjunto factibles	103
Los supuestos del análisis de media – varianza	103
5.3. La frontera eficiente y la separación de dos fondos	105
La búsqueda del Santo Grial: las carteras óptimas	105
La separación de dos fondos	105
5.4. La cartera tangente y la inversión óptima	106
La inversión óptima cuando existe un activo libre de riesgo	107
Identificación de la cartera tangente	108
5.5. La búsqueda de la frontera eficiente de activos arriesgados	110
5.6. ¿Cuán útil es el análisis de media – varianza para encontrar carteras eficientes?	111
5.7. La relación entre riesgo y rentabilidad esperada	112
Riesgo relevante y la rentabilidad esperada	112
Betas	113
Varianza marginal frente a varianza total	114
Cartera de réplica en la gestión de carteras y como un tema para la valoración	114
5.8. El modelos de valoración de activos de capital	115
Supuestos del CAPM	116
La conclusión del CAPM	116
La cartera de mercado	116
¿Por qué la cartera de mercado es la cartera tangente?	117
Implicaciones para la inversión óptima	118
5.9. Estimación de las betas, las rentabilidades libres de riesgo, las primas de riesgo y la cartera de mercado	118
Rentabilidad libres de riesgo o de beta cero	118
Estimación y reducción de beta	119
Perfeccionamiento de la beta estimada mediante la regresión	119
Estimación de la prima de riesgo de mercado	121
Identificación de la cartera de mercado	121
5.10. Pruebas empíricas del modelo de valoración de activos de capital	121
¿Se puede realmente probar el CAPM?	122
¿El índice ponderado por la capitalización de mercado es eficiente en media y varianza?	123
Pruebas de corte seccional del CAPM	123
Pruebas con series temporales del CAPM	124
Resultados de las pruebas de corte seccional y de series de tiempo: tamaño, mercado sobre libros y momentum	125
Interpretación de las carencias empíricas del CAPM	126
¿Están desapareciendo estas anomalías del CAPM?	128
5.11. Resumen y conclusiones	128
6. Modelos Factoriales y la Teoría de Valoración por Arbitraje	133
6.1. El modelo de mercado: el primer modelo factorial	135
La regresión del modelo de mercado	135

La descomposición de la varianza del modelo de mercado	135
El riesgo diversificable y la explicación falaz del CAPM	136
Correlación de los residuos y modelos factoriales	136
6.2. El principio de la diversificación	137
Analogías entre los seguros y el riesgo factorial y el riesgo específico de la empresa	137
Cuantificación de la diversificación del riesgo específico de la empresa	138
6.3. Modelo Multifactoriales	138
La ecuación del modelo multifactorial	138
Interpretación de los factores comunes	139
6.4. Estimación de los factores	139
Uso del análisis factorial para generar carteras factoriales	139
Uso de variables macroeconómicas para generar factores	140
Uso de carteras clasificadas según las características para estimar los factores	141
6.5. Betas factoriales	141
¿Qué determina las betas factoriales?	141
Modelos factoriales para carteras	141
6.6. Uso de modelos factoriales para calcular covarianza y varianzas	142
Cálculo de las covarianzas a partir de betas factoriales en un modelo multifactorial	143
Los modelos factoriales y las correlaciones entre las rentabilidades de las acciones	144
Aplicación de los modelos factoriales al análisis de media – varianza	144
Uso de modelos factoriales para el cálculo de las varianzas	144
6.7. Modelos factoriales y cartera de réplica	145
Carteras de cobertura y coberturas de empresas	145
Decisiones de colocación de capital en empresas y carteras de réplica	146
Diseño de las carteras de réplica	146
6.8. Carteras factoriales puras	147
Construcción de carteras de factores puros a partir de títulos más básicos	147
Las primas de riesgo de las carteras de factores puras	148
6.9. Réplica y arbitraje	149
Uso de las carteras de factores puras para replicar las rentabilidades de una inversión	149
La rentabilidad esperada de la cartera de réplica	150
Descomposición de las carteras factoriales puras en pesos de títulos más básicos	150
6.10. No arbitraje y valoración: la teoría de valoración por arbitraje	151
La teoría de valoración por arbitraje sin riesgo específico de la empresa	151
Representación gráfica de la ecuación riesgo – rentabilidad en la APT	151
Verificación de la existencia de arbitraje	152
La relación riesgo – rentabilidad esperada para títulos con riesgo específico de empresa	154
6.11. Estimación de las primas de riesgo factorial y las betas factoriales	154
6.12. Pruebas empíricas de la teoría de valoración por arbitraje	155
Implicaciones empíricas de la APT	155
Evidencia originada en estudios sobre el análisis de la empresa	157

6.13. Resumen y conclusiones	157
7. Valoración de Derivadas	161
7.1. Ejemplos de derivados	163
Forwards y futuros	163
Swap (permutas financieras)	166
Opciones	167
Activos reales	171
Títulos con garantía hipotecaria	171
Notas estructurales	172
7.2. Los fundamentos de la valoración de derivados	172
Las carteras de cobertura perfecta	172
No arbitraje y valoración	172
Aplicación de los principios básicos de valoración para valorar forwards	173
7.3. Modelos de valoración binomial	175
Réplica y valoración: estrategias dinámicas frente a estrategias estáticas	175
Modelo binomial de réplica de un bono estructurado	176
Uso de carteras de réplica para valorar derivados	176
Valoración a riesgo neutral de los derivados: en enfoque de Wall Street	178
7.4. Valoración binomial para varios períodos	182
¿Cuán restrictivo es el proceso binomial en un contexto de varios períodos?	183
Ejemplo numérico de valoración binomial en varios períodos	183
Representación algebraica de la valoración binomial en dos períodos	184
7.5. Técnicas de valoración en la industria de los servicios financieros	184
Métodos numéricos	184
La tasa de riesgo utilizada por las empresas de Wall Street	186
7.6. Fricciones de mercado y lecciones aprendidas del destino del LTCM	186
7.7. Resumen y conclusiones	187
8. Opciones	191
8.1. Una descripción de las opciones y los mercados financieros	192
Las cuatro características de las opciones	192
8.2. Vencimiento de la opción	193
8.3. Paridad put – call	194
Contratos forward y paridad put – call: derivación de la fórmula	194
Paridad put – call y el valor mínimo de una call	196
Paridad put – call y la valoración del ejercicio prematuro de las calls americanas	196
Paridad put – call y aseguramiento de carteras	200
8.4. Valoración binomial de opciones europeas	201
8.5. Valoración binomial de opciones americanas	202
Puts americanas	202
Valoración de opciones americanas sobre acciones que pagan dividendos	204
8.6. Valoración por Black y Sholes	205
La fórmula de Black y Sholes	205
Dividendos y el modelo de Black y Sholes	207
8.7. Estimación de la volatilidad	207
Uso de datos históricos	207
El enfoque de la volatilidad implícita	208

8.8. Las sensibilidades en el modelo de Black y Sholes con el precio, volatilidad, tipos de intereses y el tiempo al vencimiento	209
Delta: la sensibilidad de los cambios en el precio	209
Valores de las opciones según Black y Sholes y volatilidad de la acción	210
Valores de la opción y tiempo restante para el vencimiento de la opción	210
Valores de las opciones y el tipo de interés libre de riesgo	210
Resumen de los efectos del cambio en los parámetros	210
8.9. Valoración de acciones sobre activos más complejos	211
La versión precio forward del modelo de Black y Sholes	211
Cálculo de los precios forward a partir de precios spot	211
Aplicaciones de la versión de precio forward de la fórmula de Black – Scholes	212
Opciones americanas	213
Opciones call y put americanas sobre divisas	213
8.10. Sesgos empíricos en la fórmula de Black – Scholes	214
8.11. Resumen y Conclusiones	215
Parte III. Valoración de Activos Reales	
9. Actualización de Flujos de Caja y valoración	223
9.1. Flujos de caja de los activos reales	224
Flujos de caja no apalancados	224
Proyecciones pro forma de los estados financieros	228
9.2. Tasas de descuento aplicadas al cálculo del valor actual	231
Rentabilidad correspondientes a un solo período: interpretación	232
Tasa de rentabilidad en un contexto multi – período	232
Aditividad del valor y valores actuales de las corrientes de flujos de caja	234
Consideración de la inflación	234
Rentas de anualidad constante y rentas perpetuas	235
Interés simple	239
El horizonte temporal y la frecuencia de capitalización	239
9.3. Resumen y conclusiones	241
10. Inversión en Proyectos sin Riesgos	245
10.1. Los flujos de caja	246
10.2. Valor actual neto	247
Descuento de flujos de caja y valor actual neto	247
Evaluación de proyectos mediante el criterio del valor actual neto	248
El valor actual y el valor actual neto cumplen la propiedad de la aditividad del valor	250
Empleo del VAN cuando existen restricciones del VAN a la evaluación de proyectos recurrentes	253
10.3. Economic Value Added (EVA)	254
10.4. Aplicación de EVA a diferentes decisiones empresariales	256
10.5. Evaluación de inversiones reales con la tasa interna de rendimiento	256
Racionalidad del método basado en la TIR	256
Cálculo de la TIR mediante iteración	258
El VAN y la TIR: Ejemplos	258
El problema de la estructura temporal	260
La estructura de signos de los flujos de caja de número de tasas internas de rendimiento	262

Cambos de signo y tasas internas de rendimiento múltiples	264
La tasa interna de rendimiento y los proyectos mutuamente excluyentes	265
10.6. Procedimientos incorrectos frecuentemente utilizados en la evaluación de inversiones reales	266
El método del período de recuperación	267
El criterio de la tasa de rentabilidad contable	267
10.7. Resumen y Conclusiones	267
Apéndice 10A. La estructura temporal de los tipos de interés	271
Tipos de estructuras temporales	271
Tipos de contado, tipos de anualidad constante y tipos a la par	272
11. Inversión en Proyectos con Riesgo	277
11.1. Carteras de réplica y valoración de activos reales	280
Modelos de valoración de activos y el enfoque de la cartera de réplica	280
Aplicación del enfoque de la cartera de réplica	281
Vinculación de la réplica de activos financieros a la valoración de activos reales por medio de la recta del mercado de la recta del mercado de activos financieros	
11.2. El método de la tasa de descuento corregida con el riesgo	282
Definición y aplicación del método de la tasa de descuento corregida con el riesgo para valores de las betas dados	283
11.3. El efecto del apalancamiento financiero en las comparaciones	284
El balance de una empresa financiada íntegramente mediante recursos propios	284
El balance de una empresa financiada parcialmente con recursos ajenos	284
El lado derecho del balance considerado como una cartera	285
Descripción de los efectos de la deuda sobre el riesgo mediante ejemplos numéricos y gráficos	286
11.4. Aplicación de la fórmula de la tasa de descuento corregida con el riesgo mediante comparaciones con empresas similares	287
El modelo CAPM, el método comparativo y la corrección con el nivel de apalancamiento financiero	287
Estimación del coste de capital a partir de la teoría de valoración por arbitraje (APT)	289
Estimación del coste de capital por procedimientos alternativos al modelo CAPM y la teoría APT: modelos de descuento de dividendos	290
¿Qué ocurre si no existe ninguna empresa que sea estrictamente comparable?	292
11.5. Dificultad en la aplicación del método comparativo	293
No es lo mismo la beta de un proyecto que la beta de una empresa	293
Las oportunidades de crecimiento suelen dar lugar a betas elevadas	293
Tasas de descuento multiperíodo corregidas en función del riesgo	295
Problemas de la utilización del modelo CAPM y de la teoría APT en la práctica	298
¿Qué ocurre si no existe ninguna línea de negocio comparable?	299
11.6. Estimación de la beta a partir de escenarios: el método de los equivalentes ciertos	302
Descripción del método de los equivalentes ciertos	302
Determinación del equivalente cierto a partir de modelos de riesgo y rentabilidad	303

El modelo CAPM, la formulación de escenarios y el método de los equivalentes ciertos	304
La teoría APT y el método de los equivalentes ciertos	305
Relación entre la fórmula de los equivalentes ciertos y el enfoque de la cartera de réplica	305
11.7. Determinación de equivalentes ciertos a partir de escenarios sin riesgo	306
Descripción del método del escenario sin riesgo	306
Aplicación del método del escenario sin riesgo en un entorno multiperíodo	308
Obtención de equivalentes ciertos sin identificarlos como tales	310
11.8. Estimación de equivalentes ciertos a partir de los precios en los mercados financieros	310
Precios a plazo	310
Réplica de carteras que incluyen contratos a plazos	311
11.9. Resumen y conclusiones	311
Apéndice 11A. Aspectos estadístico de la estimación del coste de capital con el método de la tasa de descuento corregida con el riesgo	315
Error de estimación y sesgos en el denominador de las estimaciones del valor actual	315
Media geométrica frente a media aritmética y sesgos derivado de la operación de actualización compuesta	316
12. Asignación de Recursos Financieros y Estrategia Empresarial	319
12.1. Las fuentes de valor actual neto positivo	320
Origen de las ventajas competitivas	321
Economías de alcance, descuento de flujos de caja y opciones	321
La teoría de la valoración de opciones como herramienta para cuantificar economías de alcance	322
12.2 Valoración de opciones estratégicas con la metodología de las opciones reales	322
Cálculo del valor de una mina que no tiene ninguna opción estratégica asociada	323
Estimación del valor de una mina cuando existe la opción de abandonar su explotación	324
Cálculo del valor del suelo sin edificar	327
Valoración de la opción de retrasar el lanzamiento de un proyecto de fabricación	329
Valoración de la opción de ampliar capacidad	331
Valoración de la flexibilidad en la tecnología de producción: la ventaja de ser diferentes	332
12.3. El enfoque de la comparación de ratios	334
El método del ratio precio /beneficio	335
Inversiones comparables ocultas en empresa con múltiples líneas de actividad	335
Efectos del crecimiento de los beneficios y de la metodología contable sobre el ratio precio/beneficio	336
Efectos del apalancamiento financiero sobre el ratio precio /beneficio	337
Correcciones en función de las diferencias en el nivel de apalancamiento financiero	340

12.4. El enfoque del análisis competitivo	340
Estimación de la contribución de una división al valor de la empresa	340
Inconvenientes del enfoque del análisis competitivo	341
12.5. En qué casos deben utilizarse los diferentes enfoques	341
¿Pueden aplicarse todos estos enfoques?	341
Valoración de categorías de activos en lugar de activos individuales	341
Comentarios sobre el error de réplica	342
Consideraciones finales	342
12.6. Resumen y Conclusiones	342
13. El Impuesto de Sociedades y el Efecto de la Financiación en la Valoración de Activos Reales	349
13.1. El impuesto de sociedades y la evaluación de los gastos de capital financieros con recursos propios	351
El coste de capital	351
El riesgo de los componentes del balance de la empresa en el caso de intereses de la deuda deducibles fiscalmente	352
Cálculo del coste de capital no apalancado	354
13.2. El método del valor actual corregido	354
Tres fuentes de valor para los accionistas	355
Capacidad de endeudamiento	356
Versatilidad del VAC y utilización conjunta del método con diversas técnicas de valoración	357
13.3. El coste medio ponderado del capital	361
Aplicación del método CMPC a la valoración de una empresa con desgravaciones fiscales asociadas a la deuda	362
Componentes del CMPC: el coste de la financiación mediante capitales propios	362
Componentes del CMPC: El coste de la financiación mediante deuda	362
Estimación del coste de la deuda y del capital propio en el momento de la adopción del proyecto	364
Efectos del apalancamiento sobre el CMPC de una empresa cuando no existen impuestos	365
Efectos del apalancamiento financiero sobre el CMPC de una empresa que puede deducirse los intereses financieros de la deuda del impuesto de sociedades	366
Evaluación de proyectos concretos con el método CMPC	369
13.4. Actualización de los flujos de caja de los accionistas	372
Valoración de los flujos de caja de los accionistas	373
El método de las opciones reales frente al método de la tasa de descuento corregida con el riesgo	374
13.5. Resumen y Conclusiones	374
Parte IV. La Estructura de Capital	
14. Los Impuestos y sus Efectos sobre la Determinación de la Estructura Financiera de la empresa	385
14.1. La tesis de Modigliani y Miller	386
Desglose de los flujos de caja de la empresa	386
Demostración de la tesis de Modigliani y Miller	387
Supuestos de la tesis de Modigliani y Miller	389
14.2. Cómo puede un inversor individual <<contrarrestar>> una decisión	389

sobre la estructura de capital adoptada por la empresa	
14.3. La deuda con riesgo y sus efectos sobre la tesis de Modigliani y Miller	390
La tesis de Modigliani y Miller en el caso de quiebra sin costes	390
Aumento del apalancamiento financiero y trasvases de patrimonio	390
14.4. Efectos de la imposición sobre sociedades en la determinación de la estructura de capital	392
Efectos de la financiación ajena sobre los flujo de caja después de impuestos	393
Efectos de la financiación ajena sobre el valor de la empresa	393
14.5. Efectos sobre la estructura de capital de los impuestos que gravan las rentas personales	395
Efectos de los impuestos que gravan las rentas personales sobre la rentabilidad de os títulos de financiación propia y ajena	395
Decisiones relativas a la estructura de capital cuando los resultados sujetos a imposición pueden ser negativos	398
14.6. Impuestos y acciones preferentes	400
14.7. Impuestos y bonos municipales	401
14.8. Efectos de la inflación sobre las ventajas fiscales asociadas al apalancamiento financiero	402
14.9. Implicaciones prácticas del análisis de la relación entre endeudamiento e impuestos	403
¿Recurren a la financiación ajena en mayor medida las empresas con mayores beneficios imponibles?	403
Efecto de la Ley de Reforma Tributaria de 1986 sobre la selección de la estructura de capital	403
14.10. ¿Tiene el arrendamiento financiero (leasing) ventajas de orden fiscal?	404
Leasing operativo y leasing financiero	404
El coste después de impuestos del leasing y de la compra de activos	404
14.11. Resumen y conclusiones	406
Apéndice 14A. Efecto de los impuestos personales sobre la determinación de la estructura de capital: el equilibrio de Miller	410
15. Los Impuestos y sus Efectos sobre los Dividendos y sobre las Operaciones de Recompra de Acciones	413
15.1. ¿Qué proporción de los beneficios que obtienen las sociedades en Estados Unidos se distribuye ente los accionistas?	415
Cifras agregadas de recompras de acciones y dividendos	415
Política de dividendos de empresas norteamericanas representativas	416
15.2. Política de distribución de dividendos en mercados sin imperfecciones	416
La tesis de la irrelevancia de los dividendos de Miller y Modigliani	416
Política óptima de retribución de os accionistas en ausencia de impuestos y costes de transacción	418
15.3. Efectos de los impuestos y de los costes de transacción en la política de distribución de beneficios	418
Comparación de los regímenes fiscales tradicional y de imputación	419
Efectos de los impuestos sobre la política de dividendos	419
Diferentes tipologías de inversores como perceptores de dividendos	421

¿Por qué reparten las sociedades dividendos gravables tan elevados?	421
15.4. Efectos de la política de dividendos sobre la rentabilidad esperada de las acciones	422
Cambios en el precio de las acciones ex – dividendos	422
Análisis de corte transversal (cross - section) de la relación entre el rendimiento por dividendos y la rentabilidad de las acciones	423
15.5. Efectos de los impuestos sobre los dividendos en las decisiones de financiación e inversión	425
Dividendos, impuestos y distorsiones en la inversión	425
15.6. Los impuestos personales, la política de retribución a los accionistas y la estructura de capital	429
15.7. Resumen y Conclusiones	430
16. Los Costes de la Quiebra y el Conflicto entre los Titulares de Recursos Propios y Ajenos	435
16.1. La quiebra	436
La regulación de la quiebra en el derecho de Estados Unidos	436
Los costes directos de la quiebra	437
16.2. Los conflictos entre accionistas y acreedores: un coste indirecto de la quiebra	439
Motivaciones de los accionistas	439
El problemas del exceso de deuda	440
El problema de la falta de perspectiva de largo plazos en las inversiones	443
El problema de la sustitución de activos	444
Los factores que mueven a la empresa a asumir mayores riesgos: el caso de Unistar	445
¿Cuál es la respuesta de los acreedores ante las motivaciones de los accionistas?	446
El problemas de la aversión a la liquidación de la empresa	450
16.3. efectos favorables de la quiebra amparada en el capítulo 11 sobre los conflictos de interés entre accionistas y acreedores	453
16.4. ¿Pueden las empresas minimizar los conflictos de interés entre acreedores y accionistas?	453
Cláusulas restrictivas	454
Deuda bancaria y colocaciones privadas de deuda	455
La utilización de deuda a corto plazo frente a deuda a largo plazo	456
Productos estructurados: los títulos convertibles	457
La financiación de proyectos	457
Esquemas de retribución de directivos	458
16.5. Consecuencias prácticas para las decisiones de financiación	459
Efectos de las oportunidades de inversión sobre las decisiones de financiación	459
Efectos de las decisiones de financiación sobre las decisiones de inversión	459
Dimensión de la empresa y decisiones de financiación	460
Realidad observada en Japón	460
16.6. Resumen y Conclusiones	460
17. Estructura de Capital y estrategia Empresarial	467
17.1. la teoría de la estructura e capital basada en los grupos de interés de la empresa	469

Los colectivos no financieros con interese en la empresa	469
Efectos de los costes que recaen sobre los grupos de interés de la empresa en la determinación de su estructura de capital	470
Dificultades financieros y reputación	472
¿Dónde prefería usted trabajar?	473
Resumen de la teoría de los grupos de interés (stakeholders) de la empresa	474
17.2. Las ventajas de las dificultades financieras cuando los grupos de interés están comprometidos con la empresa	475
Negociaciones con los sindicatos	475
Negociaciones con la administración	476
17.3. Estructura de capital y estrategia competitiva	476
¿Convierte el endeudamiento a las empresas en competidores más agresivos o las hace menos agresivas?	477
Endeudamiento y depreciación	478
Estudios empíricos sobre la relación entre financiación ajena y cuota de mercado	479
17.4. Consideraciones sobre la estructura de capital dinámica	480
La clasificación jerárquica de las alternativas de financiación	480
Explicación basada en los interese de los administradores	481
Explicación basada en el acceso a mayor información por parte de los administradores en comparación con los inversores	481
Explicación basada en la teoría de los grupos de interés	4482
Explicación basada en los conflictos entre acreedores y accionistas	482
17.5. Estudios empíricos sobre la determinación de la estructura de capital	483
17.6. Resume y conclusiones	485
Parte V. Interese, Información y Control Societario	
18. Efecto de los Interese de los Directivos en las Decisiones Financieras	495
18.1. La separación entre la propiedad y el control de la empresa	496
¿A quién representan los administradores?	496
¿Cuáles son los factores que influyen en los interese de los administradores?	497
Efecto negativos de los conflictos de intereses de los administradores sobre el valor de la empresa para el accionista	497
Por qué los accionistas no pueden controlar a los administradores	498
Cambios que han contribuido al buen gobierno de las sociedades	499
¿Difieren los problemas de administración de empresas de unos países a otros?	500
18.2. Participación del equipo directivo en el capital de la empresa y valor de mercado	501
El efecto sobre las cotizaciones e la participación de los directivos en el capital de la empresa	501
Participación de la dirección en el capital y valor de la empresa: estudios empíricos	502
18.3. Distorsiones en las decisiones de inversión derivadas del control en manos de la dirección	502
Alternativas de inversión preferidas pore la dirección	503

Accionistas externos y libertad de actuación de la dirección	504
18.4. estructura de capital y control de la dirección	505
La relación entre el control ejercido por el accionariado y el apalancamiento	505
Efectos de apalancamiento sobre el nivel de inversión	505
La función de control de la banca	507
La función de control del capital privado	508
18.5. Retribución de los directivos	508
El problema de la mediación	508
¿Está muy ligada la retribución del equipo directivo a los resultados?	509
¿Tiende a aumentar la sensibilidad de las restricciones a los resultados?	511
¿Cómo influyen en el valor de la empresa los esquemas retributivos basados en los resultados?	511
¿Se condiciona la retribución de los ejecutivos a los resultados relativos de la empresa?	511
Retribución según resultados basados en la evolución de la acción frente a retribución por resultados basados en los beneficios	512
Problemas retributivos, fusiones y desinversiones	514
18.6. Resumen y Conclusiones	515
19. La Información Transmitida por las Decisiones Financieras	519
19.1. Las motivaciones del equipo directivo cuando éste dispone de información más completa que los accionistas	520
Conflictos ente la maximización del valor de la acción en el mercado a corto a largo plazo	521
19.2. Manipulación de los resultados	522
Razones para aumentar o reducir los beneficios contables	523
19.3. Decisiones de inversión sin visión a largo plazo	523
La aversión de la dirección a emprender proyectos de inversión a largo plazo	523
¿Cuál es la causa de que los directivos no vean más allá del corto plazo?	524
19.4. El contenido informativo de los anuncios de dividendos y de recompras de acciones	525
Estudios empíricos sobre la rentabilidad de las acciones en el momento de hacerse público el reparto de dividendos	525
Un modelos basado en la información transmitida por los dividendos	525
Política de dividendos y motivaciones para invertir	528
Los dividendos atraen la atención	530
19.5. El contenido informativo de la elección entre deuda y capital propio	531
Un modelo de información basado en el equilibrio entre las ventajas fiscales y el coste de las dificultades financieras	531
Teoría de la elección viciada	534
19.6. Estudios empíricos	537
¿En qué consiste sobre los análisis de sucesos?	537
¿Cómo afecta la disponibilidad de efectivo a los gastos de inversión?	541
19.7. Resumen y Conclusiones	542
20. Fusiones y Absorciones	547
20.1. Historia de las fusiones y absorciones	548
20.2. Tipos de fusiones y absorciones	549

Absorciones estratégicas	549
Absorción financieras	550
Absorciones de conglomerados	550
Resumen del análisis de fusiones y absorciones	551
20.3. Tendencias recientes en las operaciones de absorción	551
El cese de las absorciones hostiles y de las compras apalancadas en los años noventa	551
Absorciones transfronterizas	552
20.4. Origen de los beneficios procedentes de las absorciones	552
Razones impositivas	552
Sinergias de explotación	553
Los problemas de motivación de la dirección y las absorciones	554
Sinergias financieras	556
¿Es preciso acudir a las absorciones para obtener ventajas fiscales, sinergias de explotación, una mayor motivación i diversificación?	557
20.5. Inconvenientes de las fusiones y absorciones	558
Los conglomerados pueden llevar a asignaciones ineficientes del capital	558
Las fusiones pueden reducir la información contenida en los precios de las acciones	558
Resumen de los beneficios y costes de la diversificación	559
20.6. estudios empírico sobre los beneficios de las absorciones distintas de las compras apalancadas	559
Movimiento de las cotizaciones en torno a la fecha del anuncio de una absorción	559
Estudios empíricos sobre los beneficios de la diversificación	562
Estudios contables	562
20.7. Estudios empíricos sobre los beneficios de las compras apalancadas (LBO)	563
Efecto de las compras apalancadas sobre las cotizaciones	564
Variaciones en los flujos de caja debidos a las compras apalancadas	564
20.8. Valoración de las absorciones	565
Guía para la valoración de sinergias	566
20.9. Financiación de las absorciones	569
Implicaciones fiscales de la financiación de una fusión o absorción	569
Implicaciones contables de la financiación de una fusión o absorción	569
Implicaciones de la financiación de una fusión o absorción para la estructura de capital	571
Efectos informativos de la financiación de una fusión o de una absorción	571
20.10. Estrategias de oferta en las absorciones hostiles	571
El problema del beneficiario gratuito	572
Soluciones al problema del beneficiario gratuito	573
20.11. Estrategias defensivas de la dirección	575
Greenmail	575
Renovación escalonada del consejo y requisitos de supermayoría	575
Píldoras venenosas	576
Protección legal a las absorciones	576
¿Son buenas para los accionistas las estrategias defensas contra las tomas de control?	576
20.12. Resumen y conclusiones	577

Parte VI Gestión del Riesgo	
21. Gestión del Riesgo y Estrategias Empresarial	587
21.1. La gestión del riesgo y la tesis de Modigliani y Miller	588
La decisión de cobertura del inversor frente al riesgo	588
Implicaciones de la tesis de Modigliani y Miller para la cobertura frente al riesgo	589
Relajación de los supuestos de Modigliani y Miller	589
21.2. ¿Por qué cubren las empresas frente a los riesgos?	590
Una sencilla analogía	590
Incremento de los flujos de caja mediante la cobertura frente al riesgo	590
Reducción de los impuestos por medio de operaciones de cobertura	591
La cobertura permite evitar los costes de las dificultades financieras	592
La cobertura ayuda a las empresas a programar sus necesidades de capital	594
La cobertura ayuda a diseñar las condiciones contractuales de retribución de los ejecutivos y a evaluar sus resultados	595
La cobertura contribuye a mejorar el proceso de toma de decisiones	597
21.3. Los motivos para cubrirse frente al riesgo afectan al objeto de la cobertura	599
21.4. ¿Cómo deberían estructurar las empresas sus operaciones de cobertura?	600
21.5. ¿Realizar en todos los casos los departamentos de gestión del riesgo operaciones de cobertura?	600
21.6. ¿Cómo afecta la cobertura frente al riesgo a los grupos de interés de la empresa?	601
Efectos de la cobertura sobre los acreedores y accionistas	601
Efectos de la cobertura sobre los empleados y los clientes	601
La cobertura y las motivaciones de la dirección	601
21.7. La motivación para gestionar el riesgo de tipo de interés	602
Diferentes corrientes de deudas	603
¿Cómo eligen las empresas entre los diferentes tipos de corrientes de deudas?	604
21.8. Gestión del riesgo de tipo de cambio	605
Tipos de riesgo de cambio	605
Razones de los movimientos en los tipos de cambio	607
Razones por las que la mayoría de las empresas no se cubren frente al riesgo económico	609
21.9. ¿Qué tipo de empresas se cubre frente al riesgo? Estudios empíricos	610
Las empresas más grandes tienden a hacer un mayor uso de instrumentos derivados que las empresas más pequeñas	610
Las empresas con más oportunidades de crecimiento tienden a hacer un mayor uso de instrumentos derivados	610
Las empresas muy apalancadas son más propensas a utilizar derivados financieros	611
Política de gestión del riesgo en la industria del oro	611
Política de gestión del riesgo en el sector del petróleo y del gas	611
21.10. Resumen y Conclusiones	612
22. La Práctica de la Cobertura	615

22.1. Estimación del nivel de riesgo	616
La regresión aplicada a la estimación del riesgo	616
Evaluación del riesgo mediante simulaciones	617
Especificación previa de las betas a partir de relaciones teóricas	617
La volatilidad como medida del nivel de riesgo	617
El valor en riesgo como indicador del grado de exposición al riesgo	618
22.2. Cobertura de los compromisos a corto plazo utilizando contratos a plazo del mismo vencimiento	619
Revisión de los contratos a plazos	619
Riesgos derivado de los compromisos a plazo	619
Utilización de contratos forward para eliminar el riesgo asociado al precio del petróleo en los compromisos a plazo	620
Utilización de contratos a plazo para cubrir obligaciones en divisas	621
22.3. Cobertura de los compromisos a corto plazo con contratos de futuros de igual vencimiento	622
Contratos de futuros, marking to market y precios a futuro: recapitulación	622
Ajuste de la cobertura mediante futuros	623
22.4. La cobertura y la rentabilidad pos tenencia	624
Situaciones en que las rentabilidades por tenencia no afectan a los ratios de cobertura	625
La rentabilidad por tenencia viene determinada por la oferta y la demanda por motivos de comodidad	625
Cobertura del riesgo de mantener posiciones al contado en bienes que presentan rentabilidades por tenencia	626
22.5. Coberturas de los compromisos a largo plazo mediante contratos de futuros o contratos forward con vencimiento a corto plazo	626
Vencimiento, riesgo y cobertura cuando la rentabilidad por tenencia es constante	627
Estimación del error de la cobertura mediante paquetes renovables de futuros sobre el petróleo	629
Ideas intuitivas sobre la cobertura sin coincidencia en el vencimiento y con rentabilidad por tenencia constante	629
Riesgos de la rentabilidad por tenencia derivado de la correlación entre los precios al contado y las rentabilidades por tenencia	630
Riesgos de bases	631
22.6. Cobertura mediante permutas financieras	632
Cobertura mediante Swaps de divisas	634
22.7. Cobertura mediante opciones	635
Razones del interés de la cobertura mediante opciones	635
Cobertura mediante opciones cubiertas: techos y suelos (caps y Floors)	636
Cobertura delta mediante opciones	638
22.8. Coberturas basada en los coeficientes beta	639
Cálculo de las betas de un conjunto de flujos de caja	639
Cálculo de los ratios de cobertura	640
Cálculo directo de los ratios de coberturas: resolución de sistemas de ecuaciones	640
22.9. Cobertura mediante regresión	641
Cobertura de un flujo de caja con un solo instrumento financiero	641
Cobertura mediante regresión múltiple	642

22.10. Carteras de mínima varianza y análisis de la media y la varianza	643
Cobertura para conseguir la cartera de mínima varianza	643
Obtención de la cartera tangencial mediante cobertura	644
22.11. Resumen y Conclusiones	645
23. La Gestión del Riesgo de Tipo de Interés	651
23.1. El valor en dólares de un punto básico (VD01)	652
Métodos de cálculo del VD01 para las obligaciones negociables	653
Utilización del VD01 para estimar las variaciones en los precios	654
El VD01 para diferentes tipos de obligaciones y de carteras	654
Utilización del VD01 para la cobertura del riesgo de tipo de interés	655
Efectos de la frecuencia de capitalización sobre el VD01 calculado	656
23.2. Duración	656
Duración de las obligaciones cupón cero	657
Duración de las obligaciones cupón	657
Duración de las obligaciones con descuento y de las obligaciones con prima y cupón	658
Variación de la duración con el paso del tiempo	658
Duración de las carteras de obligaciones	658
Variación de la duración a medida que aumentan los tipos de interés	659
23.3. Relación entre duración y VD01	659
La duración como derivada	659
Fórmulas que relacionan la duración y VD01	660
Cobertura mediante el VD01 y cobertura mediante la duración	661
23.4. Inmunización	662
Inmunización ordinaria	663
Inmunización aplicada el VD01	665
Consideraciones de carácter práctico	666
Inmunización contingente	666
La inmunización ante las fuertes variaciones en los tipos de interés	666
23.5. Convexidad	666
Definición e interpretación de la convexidad	667
Estimación de la sensibilidad de los precios a la tasa de rendimiento	668
Utilización inapropiada de la convexidad	668
23.6. Cobertura temporal no es plana	671
La solución de la beta de rendimiento	672
La solución del desplazamiento paralelo de la estructura temporal: el VD01 de la estructura temporal	673
La duración de Macaulay y la duración del valor actual	673
La duración basada en el valor actual como derivada	674
23.7. Resumen y Conclusiones	675
Apéndice A. Tablas matemáticas	682
Índice de autores	691
Índice analítico	695