

INDICE

Datos de los Autores	5
Prólogo a la Tercera Edición	7
Prólogo a la Segunda Edición	9
Prólogo a la Primera Edición	13

CAPITULO I ASPECTOS INTRODUCTORIOS

1. Situación del Contexto en la Primera Edición	29
1.1. Notas a la segunda Edición	31
1.2. Notas a la tercera Edición	32
2. Aspectos Relacionados con la Transferencia de Empresas	33
3. Los Conceptos Actuales de Valuación	36
4. Breve Descripción del Proceso de Negociación	36

CAPITULO II METODOS

1. Generalidades	39
1.1. Valor Actual Neto (VAN)	40
1.2. Tasa Interna de Retorno (TIR)	40
2. Métodos de Análisis de Proyectos de Inversión	41
2.1. Introducción	41
2.1.1. Clasificación	42
2.2. Métodos para la Evaluación de Proyectos	42
2.2.1. Métodos simples	42
2.2.1.1. Tasa contable de Ganancia o tasa de rendimiento sobre la inversión	43

2.2.1.2. Período de Recupero de la Inversión o Período de Repago (PAYBACK PERIOD)	44
2.2.2. Métodos Complejos	46
2.2.2.1. Valor Actual Neto (VAN)	47
2.2.2.2. Tasa Interna de Retorno (TIR)	50
2.2.2.3. Índice de Rentabilidad	52
2.2.2.4. Consideraciones Adicionales sobre el VAN y la TIR ...	54
2.2.2.5. Tasa de Fischer y discrepancias entre el VAN y la TIR	54
2.2.2.6. El Valor Futuro Neto	56

**CAPITULO III
EL METODO DE LOS FLUJOS DE
FONDOS PROYECTADOS**

1. Introducción	59
2. Descripción del Método	59
3. Elementos Básicos para una Valuación Mediante el Método de Flujo de Fondos Proyectados	61
3.1. Horizonte del Análisis	61
3.2. Determinación del Flujo de Fondos	62
3.3. Valor Residual	63
3.4. Tasa	63
3.4.1. Retribución Propiamente Dicha del Factor Capital	63
3.4.2. Componente Inflacionario	64
3.4.3. Riesgo	64

**CAPITULO IV
HORIZONTE DE LA VALUACION**

1. Introducción	65
1.1. Consideraciones Especiales acerca del Horizonte de la Valuación	65
1.1.1. Flujos de Fondos Constantes	65
1.1.2. Flujo de Fondos Negativos	66
1.1.3. Consideración de Horizonte muy Largos	67
1.1.4. Duración de la Empresa según el Mercado	67
1.1.4.1. Clasificación	67

CAPITULO V
LOS FLUJOS DE FONDOS

1. Aclaraciones	69
2. ¿Qué es un Flujo de Fondos?	69
2.1. Criterio Contable	69
2.2. Criterio Financiero	70
2.3. Método Detallado o Directo	70
2.4. Método Indirecto	71
2.5. Otros Enfoques sobre la Confección de Flujos de Fondos	72
2.5.1. Prescendencia de la Fuente de Financiamiento	72
2.5.2. Flujo de Fondos para el Accionista	73
2.6. Aclaraciones Adicionales	74
2.6.1. Utilidades Operativas	74
2.6.2. Capital Operativo	74
2.6.2.1. Inversiones en Bienes de Uso	75
2.6.3. Movimientos que no Representan Erogaciones de Fondos	75
2.6.4. Impuestos a las Ganancias	75
2.7. Elementos Necesarios para Determinar el Flujo de Fondos	76
3. La Consideración del Riesgo en los Flujos de Fondos	76
3.1. Apuntes sobre el Concepto “Riesgo”	76
3.2. La Varianza como Medida del Riesgo	77
3.2.1. Variables Discretas	77
3.2.2. Variables Continuas	81
3.2.3. El Factor Temporal y el Riesgo Asociado	86
3.2.3.1. Flujos de Fondos Independientes en el Tiempo	87
3.2.3.2. Flujos de Fondos Perfectamente Correlacionados en el Tiempo	88
3.2.3.3. Flujos de Fondos con Correlación Intermedia	89
3.2.4. Otros Métodos para la Incorporación del Riesgo en el Análisis de Inversiones	90
3.2.4.1. Estimaciones Conservadoras	90
3.2.4.2. Estimaciones Múltiples	90
3.2.5. Equivalencias a la Certidumbre	91

CAPITULO VI
VALOR RESIDUAL

1. Concepto	93
2. Opciones para Valuar el Valor Residual	93
2.1. Valor Residual como Renta Perpetua	93
2.1.1. Desarrollo Matemático	94
2.1.2. Valor Residual como Renta Perpetua para una Valuación ..	95
2.2. Valor Residual como Patrimonio Neto	96
2.3. Valor Residual como Activo Sustancial	96
2.4. Valor Residual como un Múltiplo	97

CAPITULO VII
LA TASA DE RENDIMIENTO REQUERIDO

1. Introducción	99
2. El Costo del Capital	99
2.1. El Objetivo de la Empresa y las Finanzas	99
2.1.1. Maximización de las Utilidades o del Beneficio	100
2.1.2. Maximización del Valor de Mercado	100
2.2. Las Decisiones de la Empresa	101
2.3. El Costo de Capital Propio	102
2.4. El Efecto del Endeudamiento y de los Cargos Financieros	104
2.5. El Costo Promedio de Capital o WACC	107
2.6. El Costo Promedio de Capital y Nuevas Inversiones	108
2.6.1. Permanece Constante la Estructura de Financiamiento y el Rendimiento Esperado	108
2.6.2. Cambia la Estructura de Financiamiento	109
2.6.3. Cambio en el Costo del Endeudamiento	110
2.6.4. Aceptación de un Proyecto por Debajo del Costo Promedio de Capital	111
2.7. Aclaraciones Importantes	112
2.7.1. Conceptos Incluidos	112
2.7.2. Ponderaciones Históricas Marginales	112
3. La Tasa de Rendimiento y el Riesgo	112
3.1. Tasa de Descuento Ajustada a Riesgo	112

3.1.1.	Acumulación de Factores	113
3.1.1.1.	Notas Acerca del Riesgo País	115
3.2.	Breve Síntesis de la Teoría del Portafolio	116
3.2.1.	Riesgo Sistemático y Riesgo no Sistemático	116
4.	Las Distintas Aproximaciones a una Tasa de Rendimiento Requerido	119
4.1.	Nuevas Inversiones Propuesta General	120
4.2.	Proyectos con Fondos Propios por Empresas sin Endeudamiento	122
4.3.	Proyecto con Fondos Propios para Empresas con Endeudamiento	123
4.3.1.	Modigliani Miller	124
4.4.	Proyectos con Riesgo Operativo Distinto con Igual Proporción de Endeudamiento	125
4.5.	Riesgo Distinto y Estructura Diferente	125
5.	Conclusiones	126

**CAPITULO VIII
SERIES DE TIEMPO Y ESTIMACION
DE VENTAS**

1.	Estimación de las Ventas	127
1.1.	Análisis de Series de Tiempo	128
1.1.1.	Variaciones Estacionales	128
1.1.2.	Variaciones Cíclicas	129
1.1.3.	Variaciones Irregulares	130
1.1.4.	Movimientos de Larga Duración o Tendencia	131
1.1.5.	Otras Consideraciones	131
1.2.	Estimación de la Tendencia	133
1.3.	Otras Curvas para Estimar la Tendencia	142
1.3.1.	Lineal	142
1.3.2.	Logarítmica	142
1.3.3.	Polinómica	142
1.3.4.	Potencial	143
1.3.5.	Exponencial	143
1.3.6.	Ejemplo	144

**CAPITULO IX
LOS COSTOS**

1. Análisis de Costos: Costos Fijos y Variables	149
1.1. Costos Fijos	149
1.2. Costos Variables	150
1.3. Costos Semivariables o Semifijos	151
1.4. Efecto Palanca y Leverage Financiero	151
2. El Costo de Ventas	152
3. Gastos Operativos	154
3.1. Ejemplos.....	155
4. Anexo	157
4.1. Punto de Equilibrio Leverage	157
4.1.1. Supuestos y Limitaciones del Análisis	161

**CAPITULO X
DETERMINACION DE LOS FLUJOS
DE FONDOS**

1. Del Resultado Operativo a la Determinación del Flujo de Fondos	163
1.1. Las Amortizaciones y otros Movimientos que no Representan Erogaciones de Fondos	163
1.2. Impuesto a las Ganancias	164
1.3. Inversiones en Activo Fijo	165
1.4. Variaciones en el Capital Operativo	166
1.5. Distribución de Utilidades	169
1.6. La Determinación de la Valuación	170
1.6.1. Los Gastos Financieros	172
1.6.2. La Determinación de Utilidades	173
1.6.3. Los Honorarios de los Organos de Administración	173
1.6.4. Las Inversiones en Activo Fijo	174

**CAPITULO XI
FLUJOS DE FONDOS DE CORTO PLAZO**

1. La Importancia de la Estacionalidad	175
--	-----

2. Método para la Estimación de la Estacionalidad	177
2.1. Confección Secuencial del Flujo de Fondos	180
2.1.1. Ingresos Operativos	180
2.1.2. Egresos Operativos	181
2.1.2.1. Pago a Proveedores	181
2.1.2.2. Inventarios, Costos y Compras	181
2.1.3. Otros Movimientos de Fondos	186
2.1.3.1. Pago de Deudas Sociales y Fiscales	186
2.1.4. Confección del Flujo de Fondos	187
2.1.4.1. Aclaraciones para la Confección del Flujo de Fondos..	187

**CAPITULO XII
OTRAS HERRAMIENTAS DE
ANALISIS**

1. Otras Herramientas de Análisis	195
1.1. La Estructura de un Balance	196
1.2. Indices, Ratios o Coeficientes Usuales	197
1.2.1. Indices Financieros	197
1.2.1.1. Indices de Liquidez	197
1.2.1.2. Indices de Rentabilidad	206
1.2.1.3. Indices Patrimoniales	211
1.3. Análisis Especiales	215
1.3.1. Rentabilidad sobre el Activo, los Recursos Propios y Rentabilidad por Acción	215
1.3.1.1. Rentabilidad sobre el Activo	215
1.3.1.2. Rentabilidad por Acción	215
1.3.1.3. Evolución de los Recursos Propios	216
1.3.1.4. Costo de los Recursos Permanentes	217
1.3.1.5. Políticas de Endeudamiento	217

**CAPITULO XIII
OTROS MECANISMOS DE VALUACION**

1. Valor de Libros o Contable	219
1.1. Valor de Liquidación o Reposición	219

CUANTO VALE REALMENTE UNA EMPRESA

1.2. Valor Sustancial	220
1.3. Múltiplos entre la Relación Precio y Ganancias	220
2. Valuación de otros Tipos de Activos	221
2.1. Valor de Bonos de Descuento Puro	221
2.2. Valor de un Bono con Cupón y Pago de Principal	222
2.3. Valor de un Bono a Perpetuidad	223
2.4. Valor de una Acción	223
2.4.1. Crecimiento Nulo	224
2.4.2. Crecimiento Constante	225
2.4.3. Crecimiento Diferencial	226

CAPITULO XIV
BIENES INMATERIALES, INTANGIBLES
Y VALOR LLAVE

1. Enfoque no Contable de la Determinación del Valor Llave	229
1.1. Cálculo del Googwill	230
1.1.1. Método Indirecto	230
1.1.2. Método Directo	232
1.2. Método de la Compra de Resultados Anuales	233
2. Aspectos Contables Relativos a los Intangibles y el Valor Llave	233
2.1. Introducción	233
2.2. Tratamiento General de los Intangibles	234
2.2.1. ¿Son Activos?	234
2.2.2. Mediación Contable	235
2.2.3. Reconocimiento	235
2.2.4. Medición Contable	237
2.2.4.1. Depreciaciones	237
2.2.4.2. Determinación del Valor Recuperable	239
2.2.4.3. Pérdida por Revalorización	241
3. Llave de Negocio	243
3.1. Reconocimiento	243
3.2. Adquisiciones	244
3.3. Participaciones Permanentes	245
3.3.1. Determinación del Valor Llave	245
3.3.3.1. Valor llave positivo	245

3.3.1.2. Valor Llave Negativo	246
3.3.1.3. Ajustes Posteriores Relacionados con el Momento de la Adquisición	246

CAPITULO XV LA PRESENTACION DE UN PROYECTO

1. Plan de Negocios (Business Plan)	249
1.1. Generalidades	249
1.2. Estructura de un Plan de Negocios	250
1.2.1. Carátula	251
1.2.2. Resumen Ejecutivo	251
1.2.3. Cuerpo Principal	252
1.2.3.1. Definición del Negocio	253
1.2.3.2. Investigación de Mercado y Análisis de la Competencia	254
1.2.3.3. Análisis FODA (Fuerzas, Oportunidades, Debilidades, Amenazas) o SWOT (Strengths, Weaknesses, Oportunities, Treats)	255
1.2.3.4. Estrategia Competitiva	256
1.2.3.5. Factores Críticos de Exito y de Fracaso	256
1.2.3.6. Plan de Marketing	256
1.2.3.7. Recursos Humanos y Management	257
1.2.3.8. Estrategia de Producción	257
1.2.3.9. Análisis de Factibilidad	257
1.2.3.10. Aspectos Financieros	257
1.2.3.11. Conclusiones	258
1.2.4. Anexos	258

CAPITULO XVI LA INFLACION

1. Aspectos Financieros	259
1.1. Fórmula de Fischer	259
1.2. Influencia de las Inversiones en Activos Monetarios y No Monetarios	260
1.2.1. Formulación	262

CUANTO VALE REALMENTE UNA EMPRESA

1.3. Uso de Coeficientes de Actualización	263
2. Efectos en los Estados Contables	265
2.1. Introducción	265
2.2. Resolución Técnica FACPCE 6/84	265
2.2.1. Filosofía	266
2.2.2. Comparación de Estados Contables en Moneda Heterogénea	269
2.3. La Inflación y los Impuestos	270
2.3.1. Ajustes por Inflación Impositivo	270
2.4. La Inflación y la Tasa Mínima de Rendimiento Requerido	273
– Anexo RT6 (Parte pertinente)	273

**CAPITULO XVII
CRAMDOW**

1. Introducción	279
2. Procedimiento Legal	279
2.1. Sujetos Incluidos	279
2.2. Procedimiento	280
2.2.1. Procedencia	280
2.2.2. Cramdown	280
2.2.3. Metodología	281
2.3. Negociación y Presentación de Propuestas	282
3. Cramdown Power	284
4. Valuación	285
4.1. Comentarios	285
4.2. Valuación Conforme a la Normativa	285
4.3. Las Estimaciones del Camdista	286

**CAPITULO XVIII
MEDIDAS DE PERFORMANCE
ACTUALES**

1. Introducción	293
2. Los Métodos Tradicionales de Evaluación	293
2.1. Precio de Mercado de las Acciones	294

2.2. Medición de la Utilidad Neta	294
2.3. Magnitud de los Dividendos	294
2.4. Flujo de Fondos y Flujos de Caja	295
2.5. Rentabilidad sobre el Activo	295
2.6. Rentabilidad sobre el Patrimonio Neto	296
2.7. Críticas Básicas a los Índices Tradicionales	296
2.8. El Valor Económico Agregado	297
2.8.1. Conceptos Básicos	297
2.8.2. Cálculo	297
2.8.3. Breve Síntesis de las Estrategias de Aumento del EVA	298
2.8.4. Ejemplo	298
2.9. Valor de Mercado Agregado (MVA)	300
2.9.1. Concepto	300
2.9.2. Cálculo	301

CAPITULO XIX
APENDICE

1. Aspectos Internos en el Proceso de Venta de Empresas	303
2. La Secuencia	303
2.1. Contexto Cultural	304
2.2. Contexto Financiero	304
2.3. La Primera Reacción	306
2.4. Seguimos Adelante - Es Nuestro Turno	307
3. El Ejemplo S.A.: Un Ejemplo Paso a Paso	309
3.1. Datos	309
3.2. Supuestos	310
3.3. Manos a la Obra	311
3.3.1. Primer Paso: Las Ventas	311
3.3.2. Segundo Paso: Los Costos	313
3.3.3. Los Flujos de Fondos	313
3.3.3.1. Las Amortizaciones	314
3.3.3.2. Otros Cargos que no Implique Movimiento de Fondos	314
3.3.3.3. Las Inversiones en Activo Fijo Necesarias	315
3.3.3.4. Las Variaciones en Capital Operativo	316
3.3.3.5. El Impuesto a las Ganancias	317

CUANTO VALE REALMENTE UNA EMPRESA

3.3.3.6. Los Gastos Financieros	318
3.3.4. Cuarto Paso: El Valor Actual de los Flujos de Fondos	319
3.3.5. Quinto Paso: El Valor Residual	320
3.3.5.1. Valor Residual como Renta Perpetua	320
3.3.5.2. Valor Residual como Patrimonio Neto Estimado al Final	321
3.3.5.3. Valor Residual como Activo Sustancial	321
3.3.5.4. Valor Residual como Flujos de Fondos Adicionales	321
4. Los Pasos Sigüientes	322
Bibliografía	325
Glosario	327