

Quinta edición

# FINANZAS ESTRATÉGICAS Y CREACIÓN DE VALOR

Iván Álvarez Piedrahíta

ECOE  
EDICIONES



# Contenido



<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>XXVII</b>
--------------------------	--------------

## **ENTORNO DE LAS FINANZAS**

<b>CAPÍTULO 1: FUNCIÓN FINANCIERA, MERCADOS Y TASAS DE INTERÉS.....</b>	<b>1</b>
Definición e importancia.....	2
Objetivo .....	2
Variables .....	3
Necesidad de las finanzas estratégicas .....	3
Marco del valor .....	4
Marco de las decisiones .....	6
Mercados, dimensiones, intermediarios y eficiencia .....	8
Mercados financieros.....	8
Vencimiento .....	9
Comercialización.....	11
Estructura organizacional y operativa .....	12
Dimensiones del mercado .....	15
Intermediarios financieros y de capital.....	16
Intermediarios especializados.....	17

Mercados y eficiencia .....	17
Interés, tasas de interés y de rentabilidad .....	18
Tasas de interés.....	19
Tasa de rentabilidad.....	19
Determinantes y estructura de las tasas de interés .....	20
Otros determinantes.....	21
Teorías de la estructura de los plazos de las tasas de interés.....	22
Reflexiones del capítulo .....	23
Evaluación conceptual .....	24
Aplicaciones .....	25
Estrategias y tácticas.....	26
Bibliografía.....	27
Ayudas web.....	28
Lecturas recomendadas .....	28

## I. OBJETIVO DE LAS FINANZAS

<b>CAPÍTULO 2: CREACIÓN DE VALOR Y MAXIMIZACIÓN DE LA RIQUEZA .....</b>	<b>29</b>
Definición e importancia .....	30
Objetivo .....	33
Variables por considerar .....	33
Valor y su creación .....	35
Valor y su destrucción .....	36
Potencial de valor .....	37
Medidas del valor .....	38
Medidas contables .....	39
Rentabilidad sobre la inversión (RSI) .....	40
Rentabilidad sobre el patrimonio (RSPt).....	41
Rentabilidades sobre los activos (RSA).....	43
Crecimiento (g).....	45
Medidas de mercado .....	46
Relación precio-utilidades (P/U) o múltiple.....	46
Relación precio de mercado - valor en libros (PM/VL) .....	48
Medidas estratégicas.....	48
<i>Shareholder Value</i> (SHV) .....	49

Valor económico agregado (EVA) ( <i>Economic Value Added</i> ) .....	49
<i>Cash Flow Return On Investment</i> (CFROI) .....	50
Reflexiones del capítulo .....	52
Evaluación conceptual .....	52
Aplicaciones .....	54
Estrategias y tácticas.....	55
Bibliografía .....	56
Ayudas web.....	56
Lecturas recomendadas .....	56

## II. COMPONENTES DEL VALOR

<b>CAPÍTULO 3: FLUJO DE CAJA.....</b>	<b>59</b>
Definición e importancia.....	60
Objetivo .....	61
Entorno del efectivo .....	62
Clases .....	64
Estado de flujo de efectivo.....	64
Método indirecto .....	65
Significado del estado de flujo de efectivo.....	75
Flujo de caja libre (FCL) .....	76
Utilidad operacional después de impuestos (UODI).....	77
Utilidad operacional antes de intereses e impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) .....	78
Flujo de caja operacional (FCO).....	79
Capital invertido (CI).....	79
Flujo de caja no operacional (FCNO).....	81
Flujo de caja libre (FCL) disponible para los inversionistas.....	82
Flujo de caja financiero (FCF) .....	83
Medidas del flujo de caja.....	85
Tasa de reinversión del efectivo (TRE) .....	85
Tasa de cubrimiento (tcu) .....	85
Estrategias, flujo de caja y creación de valor .....	86
Reflexiones del capítulo .....	86
Evaluación conceptual .....	87

Aplicaciones .....	88
Estrategias y tácticas.....	93
Bibliografía.....	93
Ayudas web.....	94
Lecturas recomendadas .....	94
<b>CAPÍTULO 4: RIESGO EMPRESARIAL .....</b>	<b>95</b>
Deficiencia y importancia.....	96
Objetivo .....	97
Variables y entorno.....	97
Clases de riesgo.....	99
Riesgo sistemático.....	99
Riesgo no sistemático.....	99
Riesgo del negocio .....	99
Riesgo financiero.....	101
Combinaciones del riesgo del negocio y el financiero .....	102
Riesgo total .....	104
Variables para medir el riesgo.....	104
La rentabilidad esperada (ie).....	104
Varianza, desviación estándar y coeficiente de variación.....	106
Cuantificación del riesgo .....	110
Riesgo del negocio.....	110
Ventas y volatilidad.....	111
Costos operacionales y volatilidad .....	111
Apalancamiento operativo y riesgo .....	111
Punto de equilibrio (PE).....	114
Riesgo financiero .....	115
Apalancamiento financiero.....	116
Razón de cubrimiento del interés (CUI) .....	118
Relación deuda a largo plazo – patrimonio (DLP/ Pt) .....	119
Relación entre riesgo y rentabilidad.....	119
Riesgo, efectivo, utilidades y valor .....	121
Reflexiones del capítulo .....	121
Evaluación conceptual .....	122
Aplicaciones .....	124

Estrategias y tácticas.....	125
Bibliografía .....	126
Ayudas web.....	127
Lecturas recomendadas .....	127
<b>CAPÍTULO 5: ESTRUCTURA DE CAPITAL .....</b>	<b>129</b>
Definición e importancia.....	130
Objetivo .....	133
Variables .....	133
Componentes .....	135
Deuda a largo plazo .....	134
Beneficios de la deuda.....	136
Costos de la deuda.....	137
Patrimonio.....	138
Títulos híbridos.....	139
Estructura de capital y valor: teorías básicas .....	140
Proposición I, valor de mercado sin impuestos corporativos.....	141
Proposición I, valor de mercado con la presencia de impuestos corporativos.....	143
Otras teorías .....	144
Costos de agencia .....	145
Información asimétrica.....	146
Las órdenes al menudeo .....	148
La estructura de capital y la organización industrial .....	149
Estructura óptima de capital.....	149
Deuda y patrimonio como opciones de decisión.....	150
Estructura de capital y valor .....	151
Reflexiones del capítulo .....	152
Evaluación conceptual .....	152
Aplicaciones .....	154
Estrategias y tácticas.....	155
Bibliografía .....	156
Ayudas web .....	156
Lecturas recomendadas .....	156

<b>CAPÍTULO 6: COSTO DE CAPITAL .....</b>	<b>157</b>
Definición e importancia.....	158
Objetivo .....	159
Variables .....	159
Componentes y su costo.....	159
La deuda y su costo (Cd) .....	160
Deuda con instituciones financieras.....	161
Deuda con el mercado de capitales .....	162
El patrimonio y su costo (Cp).....	163
Modelo de valoración de activos de capital (CAPM) .....	164
Modelo de crecimiento constante de los dividendos (DGM).....	169
Otros componentes patrimoniales .....	170
Los títulos híbridos y su costo.....	171
Los bonos convertibles (Bco) .....	171
Las acciones preferentes (Cap).....	173
Cuantificación del costo de capital ponderado (Ccp) .....	174
Otras formas de estimar el costo de capital (Cc).....	176
Rentabilidad de los bonos más una prima por riesgo.....	176
Cálculo según Modigliani y Miller (MM).....	176
El arbitraje .....	178
El <i>build-up method</i> .....	179
Valores contables y de mercado.....	180
Costo de capital y creación de valor.....	181
Reflexiones del capítulo .....	182
Evaluación conceptual .....	182
Aplicaciones .....	184
Estrategias y tácticas.....	185
Bibliografía .....	185
Ayudas web.....	186
Lecturas recomendadas .....	186
 <b>CAPÍTULO 7: UTILIDADES .....</b>	 <b>187</b>
Definición e importancia.....	188
Objetivo y variables.....	190
Clases de utilidad contable.....	191

Utilidad bruta (UB) .....	192
Utilidad operacional o utilidad antes de intereses e impuestos (UAI) .....	194
Utilidad neta (UN) .....	195
Medidas e interpretación.....	196
Margen bruto (MB) .....	197
Margen operacional (MO) .....	197
Margen neto (MN) .....	198
Interpretación.....	198
Utilidad por acción (UPA) y dividendos por acción (DPA).....	199
Otras medidas.....	200
Multiplicador de las utilidades operativas.....	201
Tasa de crecimiento de las utilidades .....	201
Utilidades y flujo de efectivo.....	202
Inventarios .....	202
Cuentas por cobrar y por pagar .....	204
Depreciación (Dp).....	205
Utilidad y planeación .....	206
Utilidad e inflación.....	207
Reflexiones del capítulo .....	208
Evaluación conceptual .....	208
Aplicaciones prácticas.....	210
Estrategias y tácticas.....	211
Bibliografía .....	212
Ayudas web.....	212
Lecturas recomendadas .....	212
<b>CAPÍTULO 8: POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....</b>	<b>213</b>
Definición e importancia.....	214
Objetivo .....	215
Variables .....	215
Medidas.....	216
Tasa de dividendos pagados o “payout” .....	217
Rentabilidad de los dividendos.....	217
Relación (P/UPA) .....	218
Teorías básicas y preferencias .....	219



Irrelevancia de los dividendos .....	220
Relevancia de los dividendos o teoría del «pájaro en mano».....	221
Diferencias fiscales .....	222
Modelo residual del dividendo .....	222
Políticas de pago de dividendos.....	223
Otras formas de pago.....	224
Pago de dividendos en acciones .....	224
División de acciones o «split» .....	225
Recompra de acciones.....	227
Limitaciones en el pago de dividendos.....	230
Dividendos, flujo de efectivo y mercado .....	231
Reflexiones del capítulo .....	231
Evaluación conceptual .....	232
Aplicaciones .....	233
Estrategias y tácticas.....	234
Bibliografía.....	235
Ayudas web.....	235
Lecturas recomendadas .....	235

### III. MECANISMOS QUE CREAN VALOR

<b>CAPÍTULO 9: PRESUPUESTO DE CAPITAL .....</b>	<b>237</b>
Definición e importancia.....	238
Objetivo .....	239
Etapas de una inversión .....	239
Clases de inversión .....	240
Clases de análisis .....	242
Elementos conceptuales.....	243
Gastos que no generan salidas de efectivo .....	243
Capital de trabajo neto.....	243
Costos irrecuperables y de oportunidad.....	244
Flujo de caja incremental.....	244
Variables .....	245
Flujo de caja.....	245
Componentes del flujo de caja de un proyecto .....	246

La tasa de descuento.....	251
Modelos y técnicas en la evaluación .....	252
Período de recuperación (PR).....	253
Valor presente neto (VPN).....	254
Tasa interna de rentabilidad (TIR).....	255
Tasa interna de rentabilidad modificada (TIRM) .....	256
Beneficio - costo (B/C) o índice de rentabilidad .....	258
Conflictos en las técnicas de evaluación.....	259
El riesgo y su evaluación.....	260
Modelos de análisis.....	260
Ajuste por riesgo .....	262
La auditoría o seguimiento en las inversiones.....	263
Presupuesto de capital e inflación .....	263
Presupuesto de capital estratégico.....	264
Evaluación conceptual .....	264
Aplicaciones .....	266
Estrategias y tácticas.....	266
Bibliografía .....	267
Ayudas web.....	268
Lecturas recomendadas .....	268
<b>CAPÍTULO 10: ESTRATEGIAS EN FINANZAS.....</b>	<b>269</b>
Definición e importancia .....	271
Objetivo .....	271
Variables .....	272
Modelo estratégico y construcción .....	272
Instrumentos.....	275
Planeación estratégica.....	276
Administración estratégica de costos.....	276
Presupuestos estratégicos .....	278
Costeo basado en actividades (ABC).....	279
Cadenas del valor.....	280
El método DuPont.....	281
El <i>Balanced Scorecard</i> .....	284
Valoración de estrategias .....	284

Creación de valor y equilibrio .....	289
Reflexiones del capítulo .....	294
Evaluación conceptual .....	295
Aplicaciones .....	296
Estrategias y lógica estratégica.....	299
Bibliografía.....	301
Ayudas web.....	302
Lecturas recomendadas .....	302
<b>CAPÍTULO 11: CRECIMIENTO Y DIVERSIFICACIÓN.....</b>	<b>303</b>
Definición e importancia.....	305
Objetivo .....	306
Mecanismos.....	306
Fusiones y adquisiciones.....	307
Componentes de una fusión y la adquisición .....	308
Causas de las fusiones .....	309
Clases de fusiones .....	310
Beneficios de las fusiones.....	312
Causas de los fracasos .....	313
Mecanismos de defensa.....	313
Compra y pago .....	314
El valor creado por una fusión y sus costos.....	315
La desinversión .....	318
Alianzas.....	319
La diversificación y los modelos .....	320
Modelo estratégico.....	321
Modelo portafolio producto/mercado .....	323
Modelo riesgo/rentabilidad .....	325
Reflexiones del capítulo .....	328
Evaluación conceptual .....	328
Aplicaciones .....	329
Estrategias y tácticas.....	330
Bibliografía .....	331
Ayudas web.....	331
Lecturas recomendadas .....	331

## IV. SOPORTES DEL VALOR

<b>CAPÍTULO 12: ADMINISTRACIÓN DEL FINANCIAMIENTO .....</b>	<b>333</b>
Definición e importancia.....	334
Objetivo .....	335
Formas de financiamiento.....	335
Títulos de deuda .....	336
Créditos rotatorios y a plazos .....	336
Bonos <i>straight</i> .....	337
Bonos cupón cero .....	339
Bonos internacionales .....	340
Bonos basura, <i>junk bonds</i> .....	340
Títulos patrimoniales .....	341
Acciones ordinarias o comunes .....	341
Acciones internacionales .....	342
Warrants o garantías.....	342
Títulos híbridos.....	343
Acciones preferentes.....	343
Bonos convertibles.....	344
Bonos y calificación de riesgo .....	346
Otras operaciones para financiar las empresas.....	347
Leasing.....	347
Swaps .....	350
Titularización .....	352
Factores que afectan las decisiones de financiamiento.....	352
Relación entre deuda, tasa de interés y riesgo .....	353
Relación entre deuda, valor y costo del financiamiento.....	354
Reflexiones del capítulo .....	355
Evaluación conceptual .....	355
Aplicaciones .....	357
Estrategias y tácticas.....	357
Bibliografía .....	358
Ayudas web.....	358
Lecturas recomendadas .....	358

<b>CAPÍTULO 13: ADMINISTRACIÓN Y ANÁLISIS DE LAS FINANZAS EMPRESARIALES .....</b>	<b>359</b>
Definición e importancia.....	360
Objetivo .....	361
Entorno económico del análisis estratégico .....	361
Instrumentos, mecanismos, alcance y limitaciones del análisis.....	362
Instrumentos .....	362
Mecanismos.....	363
Comportamiento .....	364
Indicadores .....	368
Presupuestos.....	368
Análisis de tendencias .....	369
Alcance y limitaciones.....	369
Análisis empresarial .....	370
Análisis financiero y operativo .....	370
Liquidez.....	371
Eficiencia operativa.....	374
Rentabilidad de las operaciones.....	378
Análisis económico y de capital.....	380
Estructura de capital y costo.....	380
Eficiencia económica.....	381
Apalancamiento y riesgo.....	382
Rentabilidad económica.....	384
Análisis del valor y de mercado .....	385
Reflexiones del capítulo .....	386
Evaluación conceptual .....	386
Aplicaciones .....	387
Estrategias y tácticas.....	389
Bibliografía .....	390
Ayudas web.....	390
<b>CAPÍTULO 14: ADMINISTRACIÓN DE INVERSIONES.....</b>	<b>391</b>
Definición e importancia.....	392
Objetivo .....	392
Variables .....	393

Riesgo y rentabilidad.....	393
Tiempo y liquidez.....	394
Economía y regulaciones.....	394
Mercados e inversiones disponibles.....	395
Desarrollos modernos.....	395
Introducción a la teoría de portafolios o carteras.....	396
Rentabilidad esperada de activos individuales.....	397
Riesgo de activos individuales.....	397
Rentabilidad esperada de portafolio o carteras de dos activos.....	398
Riesgo de un portafolio.....	399
La covarianza (COV) y el coeficiente de correlación (r). .....	400
Portafolios o carteras factibles, eficientes y construcción.....	402
Construcción.....	402
Eliminación del riesgo de un portafolio o de cartera de dos activos.....	406
Selección de un portafolio óptimo.....	407
Administración de portafolios.....	408
Estrategias, distribución y selección de inversiones.....	409
Distribución.....	410
Selección de inversiones.....	410
Evaluación conceptual.....	412
Aplicaciones.....	413
Estrategias y tácticas.....	415
Bibliografía.....	415
Ayudas web.....	415
Lecturas recomendadas.....	416
<b>CAPÍTULO 15: VALORACIÓN DE EMPRESAS.....</b>	<b>417</b>
Definición e importancia.....	419
Objetivo.....	419
Métodos.....	420
Flujo de caja descontado (FCD).....	420
Flujo de caja libre del patrimonio (FCLPt).....	421
Flujo de caja libre de la empresa (FCLE).....	421
Variables del flujo de caja.....	422
Valores relativos o comparables.....	428

Relación precio - utilidades (P/U).....	428
Precio de mercado - valor en libros (PM/VL) .....	428
Valor de opciones .....	429
Valoración empresarial.....	429
Valor operacional.....	431
Vida económica .....	431
Valor no operacional.....	433
Valor de los excesos de efectivo y de la deuda .....	433
Aplicación de valoración de empresas.....	434
Consideraciones acerca del EVA y del MVA .....	439
Evaluación conceptual .....	444
Aplicaciones .....	466
Estrategias y tácticas.....	446
Bibliografía .....	447
Ayudas web.....	447
Lecturas recomendadas .....	447
<b>ANEXOS .....</b>	<b>449</b>
<b>ABREVIATURAS UTILIZADAS .....</b>	<b>475</b>
<b>ÍNDICE TEMÁTICO .....</b>	<b>479</b>



Al final del libro está ubicado el código para ingresar al **Sistema de información en Línea - SIL** - en el cual podrá encontrar archivos sobre la función de las finanzas, mercados y tasas de interés, junto con la maximización de la riqueza. Además de las respuestas a los ejercicios planteados a lo largo del libro.

## Índice de Gráficas

Gráfica 1.1. Valor y decisiones. ....	7
Gráfica 2-1: Valores continuo, terminal o residual. ....	32
Gráfica 2-2: La empresa y los elementos de valor.....	35
Gráfica 3-1: Componentes del valor.....	60
Gráfica 3-2: Matriz de efectivo.....	63
Gráfica 3-3: Actividades y proveniencia del efectivo. ....	65
Gráfica 4-1: Componentes del valor.....	96
Gráfica 4-2: Riesgo del negocio y etapas del ciclo económico de las empresas. ....	100
Gráfica 4-3: Riesgo financiero y etapas del ciclo económico de las empresas...	101
Gráfica 4-4: Combinaciones del riesgo específico y el ciclo de la empresa.....	103
Gráfica 4-5: Estructura de los apalancamientos. ....	112
Gráfica 4-6: Posibilidades de creación de valor. ....	120
Gráfica 5-1: Componentes del valor .....	130
Gráfica 5-2: Correlación entre necesidades operacionales y financiamiento. ...	134
Gráfica 5-3: Estructura óptima de capital y su relación con la deuda, impuestos y la insolvencia. ....	151
Gráfica 6-1: Regresión entre la rentabilidad de un título y la del mercado. ....	166
Gráfica 7-1: Componentes del valor.....	188
Gráfica 8-1: Componentes del valor. ....	214
Gráfica 8-2: Relación entre el efectivo y los dividendos en los diferentes ciclos de vida económica de las empresas. ....	218
Gráfica 9-1: Mecanismos que crean valor. ....	238
Gráfica 9-2: Etapas de una inversión. ....	240
Gráfica 9-3: Clases de inversión. ....	241
Gráfica 9-4: Variables en la evaluación de una inversión.....	245
Gráfica 9-5: Flujos de caja operacionales del proyecto de la empresa B durante 10 años (miles).....	253
Gráfica 9-6: Flujos de caja proyectados para 10 años por la empresa B.....	257
Gráfica 9-7: Dimensiones del riesgo. ....	260
Gráfica 10-1: Mecanismos que crean valor. ....	270
Gráfica 10-2: Modelo estratégico.....	273
Gráfica 10-3: Método DuPont .....	283
Gráfica 11-1: Mecanismos que crean el valor. ....	304



Gráfica 11-2: Componentes para tener en cuenta en el análisis de una fusión y adquisición.....	309
Gráfica 11-3: Clase de diversificación sugerida con base en su relación con la posición de la empresa en el mercado y el atractivo de la industria en la cual se desenvuelve.....	322
Gráfica 11-4: Modelo portafolio producto/mercado y su relación con la utilización de efectivo .....	324
Gráfica 11-5: Modelo riesgo/rentabilidad. ....	326
Gráfica 11-6: Línea del mercado de capitales (CML). ....	327
Gráfica 12-1: Soportes del valor.....	334
Gráfica 12-2: Ciclo de vida de la empresa y clases de financiamiento.....	334
Gráfica 12-3: Representación del comportamiento de un bono. ....	338
Gráfica 12-4: Representación del comportamiento de un bono cupón cero con un valor nominal de 1.000.....	339
Gráfica 12-5: Representación del financiamiento entre dos empresas matrices.....	351
Gráfica 13-1: Decisiones que soportan el valor. ....	360
Gráfica 13-2: Instrumentos utilizados para el análisis de las finanzas de las empresas.....	363
Gráfica 13-3: Mecanismos utilizados para el análisis de las finanzas de las empresas.....	363
Gráfica 13-4: Análisis empresarial. ....	370
Gráfica 13-5: Análisis financiero y operativo.....	371
Gráfica 13-6: Análisis económico y de capital. ....	380
Gráfica 14-1: Soportes del valor.....	392
Gráfica 14-2: Preferencias del inversionista, relación riesgo – rentabilidad.....	396
Gráfica 14-3: Conjunto de portafolios, su riesgo y rentabilidad cuando el coeficiente de correlación es (1).....	404
Gráfica 14-4: Conjunto de portafolios, su riesgo y rentabilidad cuando el coeficiente de correlación es -1. ....	405
Gráfica 14-5: Conjunto de portafolios, su riesgo y rentabilidad cuando el coeficiente de correlación es 0.....	405
Gráfica 14-6: Portafolio óptimo y curvas de utilidad. ....	408
Gráfica 15-1: El valor y las decisiones que lo direccionan. ....	418
Gráfica anexo 1-1: Representación del comportamiento de un bono. ....	450
Gráfica anexo 1-2: Ejemplo del comportamiento de un bono.....	451
Gráfica anexo 1-3: Estructura de cálculo en las calculadoras financieras.....	452

## Índice de Tablas

Tabla 2-1: Valor de los clientes de la empresa B. ....	36
Tabla 2-2: Estados financieros resumidos de las empresas B y C (millones).....	39
Tabla 2-3: Rentabilidad sobre el patrimonio (RSPt).....	42
Tabla 2-4: RSPt de B, si se incrementan las ventas en un 20%. ....	42
Tabla 2-5: Rentabilidad sobre los activos (RSA) de B y C.....	44
Tabla 2-6: Crecimiento del patrimonio y los activos. ....	45
Tabla 2-7: Relación entre el precio de mercado (PM) y el valor en libros (VL).....	48
Tabla 3-1: Balance general de B a 31 de diciembre para los años 1 y 2 (millones).....	66
Tabla 3-2: Estado de resultados de la empresa B (millones).....	67
Tabla 3-3: Efectivo proveniente de las actividades operacionales (millones)....	70
Tabla 3-4: Efectivo proveniente de las actividades económicas y de inversión.....	71
Tabla 3-5: Efectivo proveniente de las actividades financieras y de financiamiento.....	72
Tabla 3-6: Conciliación del efectivo en el año 2 (millones). ....	73
Tabla 3-7: Estado de flujo de efectivo de B a 31 de diciembre del año 2 (millones). ....	74
Tabla 3-8: Flujo de caja libre (FCL) disponible para los inversionistas en el año siguiente. ....	76
Tabla 3-9: Utilidad operacional después de impuestos (UODI) de B para el año 2.....	77
Tabla 3-10: (EBITDA) por sus siglas en inglés, o en español utilidad operacional antes de intereses e impuestos depreciación y amortización para el año 2 (millones). ....	78
Tabla 3-11: Flujo de caja operacional (FCO) de B para el año 2.....	79
Tabla 3-12: Variación en el capital de trabajo (CTN) de la empresa B (millones).....	80
Tabla 3-13: Variación en los gastos de capital (CAPEX) de la empresa B (millones).....	81
Tabla 3-14: Flujo de caja no operacional (FCNO) de la empresa B (millones) proveniente del estado de resultados.....	82
Tabla 3-15: Flujo de caja no operacional (FCNO) de la empresa B (millones) proveniente del balance general.....	82

Tabla 3-16: Estado de flujo de caja libre de B disponible a inversionistas para el año 2 (millones). .....	83
Tabla 3-17: Flujo de caja financiero de B para el año 2.....	84
Tabla 4 -1: Probabilidades y rentabilidades asignadas.....	105
Tabla 4-2: Riesgo y rentabilidad de la estrategia 1 .....	108
Tabla 4-3: Riesgo y rentabilidad mediante el aumento del apalancamiento operativo estrategia 2.....	113
Tabla 4-4: Riesgo y rentabilidad mediante financiamiento externo estrategia 3 .....	117
Tabla 5-1: Estructura de capital con tres estrategias: con financiamiento de los socios y combinando endeudamiento y aportes de los socios .....	131
Tabla 5-2: Rentabilidad requerida y esperada para la estrategia 3.....	132
Tabla 5-3: Rentabilidad requerida con una estructura de capital (17,3/82,7) ..	132
Tabla 5-4: Correlación del flujo de caja con las actividades empresariales.....	134
Tabla 5-5: Utilidades y rentabilidad sin tener en cuenta los impuestos, según la teoría de la irrelevancia de MM (miles de \$).....	142
Tabla 5-5A: Utilidades y rentabilidad sin tener en cuenta los impuestos, según la teoría de la irrelevancia de MM (miles de \$).....	142
Tabla 5-6: Cambio de estructura de capital.....	146
Tabla 6-1: Flujos de caja de la emisión de Bonos de B.....	162
Tabla 6-2: Estructura de capital y su costo de capital ponderado estrategia 1. ....	174
Tabla 6-3: Estructura de capital y su costo de capital ponderado estrategia 3 .....	175
Tabla 6-4: Estructura de capital y su costo de capital ponderado ejemplo. ....	175
Tabla 6-5: Estructura de capital y su costo de capital ponderado a valores de mercado.....	181
Tabla 7-1: Utilidad bruta. ....	192
Tabla 7-2: Utilidad antes de intereses e impuestos (UAI) o Utilidad operacional (UO). ....	194
Tabla 7-3: Utilidad neta (UN) y clases de administración en la empresa. ....	195
Tabla 7-4: Márgenes de rentabilidad.....	198
Tabla 7-5: Comportamiento de las utilidades por acción (UPA) y los dividendos por acción (DPA).....	200
Tabla 7-6: Movimiento de efectivo en la contabilización de los inventarios. ....	203
Tabla 7-7: Movimiento de efectivo por la contabilización de las cuentas por pagar de la empresa B. ....	204

Tabla 7-8: Movimiento de efectivo por la contabilización de las compras de B.....	205
Tabla 7-9: Movimiento de efectivo de la empresa B, contabilizado con dos sistemas de depreciación.....	206
Tabla 8-1: Patrimonio de la empresa B.....	224
Tabla 8-2: Movimiento contable del pago de dividendo en acciones.....	225
Tabla 8-3: Movimiento contable de un <i>split</i> en el pago de dividendos.....	226
Tabla 9-1: Cálculo de la inversión inicial en maquinaria (miles).....	246
Tabla 9-2: Inversión inicial de un nuevo proyecto de la empresa B (miles).....	247
Tabla 9-3: Cálculo del valor terminal (miles).....	250
Tabla 9-4: Técnicas de evaluación y resultados del proyecto que va a emprender la empresa B.....	252
Tabla 9-5: Período de recuperación de la inversión (miles de \$).....	254
Tabla 9-6: Resumen de los criterios de decisión mediante las diferentes técnicas.....	258
Tabla 10-1: Valores y tasas de proyección de los <i>value drivers</i> para los próximos 10 años.....	288
Tabla 10-2: Flujos de caja libre (FCL) obtenidos para los próximos 10 años.....	289
Tabla 10-3: Cálculo de la creación de valor total mediante el método del <i>Shareholder value</i> durante los próximos diez años.....	290
Tabla 10-4: Valor mediante el método del <i>Shareholder value</i> .....	293
Tabla 10-5: Creación de valor cero (0) para cada año.....	294
Tabla 11-1: Características de las empresas B y D (miles).....	316
Tabla 12-1: Elementos básicos para la evaluación de bonos convertibles.....	346
Tabla 12-2: Nomenclatura en la calificación de riesgos.....	347
Tabla 12-3: Comportamiento de la relación deuda/activos de la empresa B.....	349
Tabla 12-4: Flujos de caja (FC) de las empresas matrices y las subsidiarias.....	351
Tabla 13-1: Análisis de crecimiento y participación en el estado de resultados.....	364
Tabla 13-2: Análisis de crecimiento y participación en el balance general.....	365
Tabla 13-3: Indicadores de liquidez de B. Razones corriente, ácida y capital de trabajo neto (CTN).....	372
Tabla 13-4: Indicadores de eficiencia operativa de B. Rotaciones de cartera, inventarios y cuentas por pagar.....	374
Tabla 13-5: Indicadores de riesgo de B. Razón de cobertura de intereses.....	377

Tabla 13-6: Indicadores de rentabilidad de B. Márgenes bruto, operacional y neto.....	379
Tabla 13-7: Indicadores de eficiencia económica de B. Rotación del activo fijo neto y rotación del patrimonio .....	381
Tabla 13-8: Indicadores de apalancamiento. Razones de endeudamiento total y de deuda/patrimonio de B. ....	383
Tabla 13-9: Indicadores de rentabilidad sobre los activos (RSA), la de activos fijos netos (RAFN) y la del patrimonio (RSPt). ....	384
Tabla 14-1: Opciones de inversión D, E y F de los ejecutivos de la empresa B en distintos estados de la economía. ....	397
Tabla 14-2: Medidas cuantitativas del riesgo de las acciones D, E y F .....	398
Tabla 14-3: Rentabilidad y riesgo en el portafolio y porcentajes de inversión. .	403
Tabla 14-4: Procesos en la administración de portafolios de inversión. ....	408
Tabla 15-1: Flujo de caja libre del patrimonio. ....	421
Tabla 15-2: Flujo de caja libre de la empresa.....	422
Tabla 15-3: Relación entre el crecimiento (g) y el capital invertido (CI) y el valor. ....	426
Tabla 15-4: Valoración .....	438
Tabla 15-5: Aplicación de EVA en la Empresa B. (millones) .....	442
Tabla 15-6: Cálculo del EBITD .....	442
Tabla 15-7: Cálculo del (EBITDA) .....	443
Tabla 15-8: Cálculo del EBITDA, mediante la conciliación. ....	443
Tabla 15-9: Cálculo del (EBITDA) otro método .....	444
Tabla anexo 1-1: Representación del valor de una acción.....	455
Tabla anexo 1-2: Valoración de una call. ....	458
Tabla anexo 1-3: Valoración de una put. ....	458
Tabla anexo 9-1: Flujos de caja si realizo el proyecto hoy. ....	462
Tabla anexo 9-2: Flujos de caja futuro si espera un año y descuento los flujos de caja y la inversión. ....	463
Tabla anexo 9-3: Flujos de caja futuro si espera un año. ....	464
Tabla anexo 9-4: Valores de las áreas bajo la distribución normal.....	466
Tabla anexo 12-1: Evaluación de la compra de un activo (en miles). ....	468
Tabla anexo 12-2: Evaluación del arrendamiento de un activo (en miles). ....	468
Tabla anexo 13-1: Análisis del valor, las decisiones y su medida. ....	471

# Introducción



Durante algún tiempo, la evolución en la administración empresarial fue tranquila, debido a la lentitud de los cambios tecnológicos y al comportamiento del consumidor. Los resultados financieros eran casi predecibles y las administraciones algunas veces abordaban el tema de las finanzas independientemente del desempeño de la empresa.

Los continuos avances tecnológicos, en especial de la electrónica y las telecomunicaciones, volcaron la evolución administrativa hacia la imposibilidad de conocer el futuro; de una información de fácil manejo se pasó a otra de grandes volúmenes; la información financiera de períodos anteriores dejó de ser un indicador del futuro para convertirse solo en un parámetro y verificar el papel vital que tiene la información en los mercados.

De la misma manera, los constantes movimientos en el mundo de los negocios y la tendencia irreversible hacia la globalización económica impiden a los ejecutivos absorber muchos de los cambios del entorno. Para permanecer vigentes, las empresas recurren a la capacitación, a la contratación de consultorías y a la búsqueda de ejecutivos experimentados.

La capacitación genera beneficios cuando trasciende la absorción de información y se traduce en aprendizaje. Entre los instrumentos más ofrecidos en el mercado en los años 80 y 90 están los programas de la *calidad total*, el *justo a tiempo* y la *reingeniería*. En el área financiera, el *costeo basado en actividades* (ABC), la *adminis-*

*tracción estratégica de costos, el shareholder value (SV), el valor económico agregado (EVA) y el balanced scorecard, entre otros, con amplia difusión en el mercado.*

No obstante, en gran cantidad de casos, el aprendizaje no se consolida, ya sea porque los programas se reducen a informar o por el análisis superficial de los temas. Algunas veces, por la imposibilidad práctica de los conceptos o la del participante para adecuarlos a su mercado o economía, o por el poco tiempo para su desarrollo. También dificultan este propósito la imprevisión de la reacción de la cultura organizacional ante los diferentes instrumentos y estrategias de cambio, la búsqueda de resultados a corto plazo y el hecho de que se quieran convertir equivocadamente los instrumentos en estrategias para mejorar el desempeño empresarial.

Las empresas recurren a los consultores externos para reestructurarlas e incrementar su productividad. Sin embargo, los esfuerzos y las inversiones realizadas pocas veces responden a las expectativas de los dueños. Las razones son múltiples y podrían incluir la equivocada interpretación del asesor del entorno interno y externo que rodea el negocio, la deficiente contribución del ejecutivo a la precisión del trabajo del consultor, la incapacidad empresarial de ejecutar las directrices de las consultorías, el desconocimiento de las variables relacionadas con la creación de valor y la contratación de asesorías cuando los males son irreversibles, entre otras.

Otro elemento utilizado por las empresas en busca del éxito es la contratación de ejecutivos experimentados. Aunque el empresario debe tener en cuenta que la experiencia es importante para el futuro, solamente la estructura académica y la capacidad de aprendizaje de los ejecutivos permitirán absorber los cambios del mercado y agregar valor a la empresa.

El objetivo del presente libro es contribuir a la comprensión de las finanzas empresariales al estructurarlas con base en las diferentes decisiones y su efecto en el valor. El desarrollo temático se expresa en un lenguaje sencillo y la realización de ejemplos prácticos y solo los necesarios a lo largo de su contenido. Así mismo, se expone el valor en términos de objetivo, componentes, mecanismos y soportes. De la misma manera, se incluyen las decisiones que toman los ejecutivos y se dividen en financieras, económicas y de inversión, operacionales y estratégicas.

El libro hace énfasis en el largo plazo por cuanto se considera que la maximización de la riqueza ocurre en este período y, por tanto, presenta las estrategias diseñadas a ese fin. Cuando hablamos del largo plazo, nos referimos a períodos de más de un año y menores al decenio que la evolución económica ha dejado obsoletos.

Su contenido permite al lector ir al capítulo de su preferencia, pero se recomienda leer inicialmente los capítulos 1 y 2. El primero introduce al ambiente financiero, la economía y los mercados, y el segundo, al objetivo financiero, el concepto del valor y su alcance en las diferentes actividades de la administración y su papel en la creación o destrucción del valor. Los capítulos 3 al 8 presentan los componentes

del valor. Los capítulos 9 y 11 exponen los mecanismos que tienen los ejecutivos para aumentar la riqueza y crear valor en las empresas.

Los capítulos 12, 13 y 14 presentan los soportes de la administración para cumplir y optimizar el objetivo de crear valor. Esto es, la administración del financiamiento, la administración y el control empresarial y la administración de las inversiones. Después de las lecturas y el estudio de los temas anteriores, el lector tiene un conocimiento amplio del entorno financiero y económico y, por tanto, se recomienda leer el capítulo 10, el cual contribuirá con aspectos estratégicos valiosos para la supervivencia empresarial. Finalmente, y con base en los conocimientos adquiridos en los capítulos anteriores, el capítulo 15 aborda los fundamentos de la valoración de empresas como instrumento de medida y apoyo a las diferentes decisiones que toma el ejecutivo. El libro desarrolla la estructura matricial presentada en la gráfica 1.1.

De la misma manera, la lectura del libro puede abordarse de acuerdo con el tipo de decisiones que toman los ejecutivos. Las de *corto plazo* incluyen las decisiones financieras y las operativas y las de *largo plazo*, las económicas y de capital y estratégicas. Adicionalmente, se integran elementos administrativos, de mercado y financieros con los estratégicos, a fin de que los ejecutivos utilicen las finanzas como ventaja competitiva en las empresas. Actualmente, un gran número de corporaciones, como British Petroleum, buscan la administración estratégica del valor y están conscientes de la necesidad de cambiar cuando el entorno competitivo lo hace, a fin de crear valor.

Hoy, la primera responsabilidad es estructurar y compartir internamente estrategias y planes flexibles que lleven la empresa al futuro y su responsabilidad va más allá de la administración, control, rentabilidad del dinero y cálculos matemáticos, e incluye tanto la seguridad social e industrial del talento humano como el cuidado que debe tenerse con el medio ambiente.

La evolución económica exige liderar las empresas con criterio estratégico, adaptativo y construir una nueva relación entre las finanzas, la administración y los mercados. La integración entre las áreas es definitiva. El actual entorno rechaza la evaluación individual de los programas y la exclamación de los ejecutivos de ¡yo hice mi trabajo! Los ejecutivos financieros deben integrar sus evaluaciones con la clase de decisión, simular los efectos y buscar una relación unificada con las diferentes áreas de la empresa. Cualquiera que ella sea, la decisión debe buscar sinergias o que la productividad alcanzada sea mayor que la sumatoria de lo producido por cada una de sus divisiones y que evalúe la relación *riesgo - rentabilidad*.



## Nota a la cuarta edición

Esta edición precisa, integra y adiciona conceptos y temas esenciales de las finanzas y el valor al agregar a su desarrollo la evolución permanente de los nuevos temas financieros, como el caso del *valor en riesgo* (VaR) como medida de riesgo, descritos a través del texto.

Sin embargo, se debe recordar que uno de los mayores valores agregados del libro es la simplicidad en el tratamiento de los temas. En esta edición, su tratamiento es simple y alcanza a una mayor población pues las finanzas son una expresión de la vida real y la complejidad solo es utilizada para explicar los diferentes fenómenos que la exigen.

El libro está orientado hacia los ejecutivos que de alguna manera tratan el tema financiero y necesitan fundamentos y conceptos sólidos para mejores decisiones. Igualmente, cobija a los estudiantes que deban precisar sus conceptos a través de la lectura de los temas que presenta el texto y las aplicaciones del manual.

En esta edición, el texto integra como anexos temas valiosos en la ampliación conceptual de los lectores, como las *opciones reales* y otros que precisan su comprensión sobre el valor, como la *valoración de bonos y acciones*, las *opciones*, el *arrendamiento* y la *compra*, el *análisis del valor* y el *cálculo del beta*. Igualmente, se adiciona un manual con soluciones a conceptos y aplicaciones que amplían el espectro, y liberan el texto para su lectura y análisis.

Las personas que lean este libro, ya sean ejecutivos, estudiantes o lectores casuales pueden recurrir a la página profesional [www.professionalfinance.net](http://www.professionalfinance.net), donde encontrarán lecturas, reflexiones, ejemplos, evaluaciones y cursos en finanzas que aumenten su bagaje conceptual. Así mismo, pueden utilizar los vínculos a otras páginas que desarrollan y amplían los temas de su preferencia.

Finalmente, agradezco a todas las personas que han contribuido con sus aportes en la elaboración y corrección del texto, en especial Celso Miguel Melo, en la elaboración de las ayudas interactivas del manual que acompaña el libro; John García, por sus correcciones al texto, cálculos, sugerencias y oportunidad. Así mismo a los estudiantes de las especializaciones en administración y finanzas de las diferentes universidades, quienes con sus permanentes cuestionamientos influyeron para que el autor buscara nuevas perspectivas y enfoques que facilitaran el aprendizaje. Igualmente, invito a los lectores a enviar sus notas de tal manera que se mejore esta edición. Les agradezco de antemano su participación.

# FINANZAS ESTRATÉGICAS Y CREACIÓN DE VALOR

Esta obra ofrece un nuevo acercamiento a las finanzas empresariales al abordarlas a través de las decisiones y estrategias para crear y maximizar la riqueza. En este sentido, el autor propone una metodología de análisis alrededor del concepto de valor empresarial: sus componentes (flujo de caja, estructura y costo de capital, utilidades, dividendos); mecanismos de creación (VPN, TIR, flujo de caja, *balanced scorecard*, fusiones y adquisiciones); soportes (títulos de deuda, bonos, portafolios de inversión); y formas de medición (valor empresarial, EVA, MVA).

Estudiantes de pregrado y posgrado de ciencias empresariales, así como gerentes y ejecutivos financieros, encontrarán en esta obra un sólido compendio de conceptos de finanzas que soportan la contabilidad y su registro para fortalecer la toma de decisiones empresariales.

**Colección:** Ciencias empresariales

**Área:** Contabilidad y finanzas

ECO  
EDICIONES

[www.ecoediciones.com](http://www.ecoediciones.com)

## Incluye

- ▶ Metodología de análisis del valor empresarial (objetivo, componentes, mecanismos y soportes).
- ▶ Conceptos financieros utilizados en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- ▶ Ejercicios, reflexiones y casos de estudio.

### Iván Álvarez Piedrahíta

Economista de la Universidad La Gran Colombia, MBA de la Universidad de Southern New Hampshire y certificados en Finanzas Avanzadas y Gerencia Financiera en la Universidad de los Andes, EAFIT e INCAE.

Tiene experiencia profesional en valoración y análisis financiero para el sector público como Alcalde de Armenia, Secretario de Hacienda Municipal de Armenia y asesor de las Empresas Públicas de Armenia. Ha estado vinculado a la gestión académica como Vicerrector Administrativo de la Universidad del Quindío, Director del Departamento de Finanzas de la Universidad Sergio Arboleda y Director de Posgrados de la Facultad de Ciencias Administrativas y Contables de la Universidad de la Salle. Como docente universitario ha dictado cursos en posgrado y pregrado sobre finanzas y normas internacionales de contabilidad (NIIF).

ISBN 978-958-771-364-0



9 789587 713640

e-ISBN 978-958-771-365-7