

Prefacio

Este libro trata de las finanzas empresariales. Expone cómo invierten las empresas en activos reales y cómo logran conseguir el dinero para realizar esas inversiones.

La gestión financiera es importante, interesante y difícil. Es *importante* porque, en la actualidad, las decisiones de inversión de capital pueden determinar los negocios en los que intervendrá la empresa 10, 20 ó más años después. Además, el éxito o fracaso de las empresas depende, en gran medida, de su capacidad para encontrar el capital que necesita.

Las finanzas son *interesantes* por diversas razones. A menudo, las decisiones financieras implican enormes sumas de dinero. Los grandes proyectos de inversión o las adquisiciones pueden alcanzar los millones de dólares. Además, la comunidad financiera es global y dinámica, y en ella hay pintorescos héroes y unos cuantos desagradables villanos.

Las finanzas son *difíciles*. Las decisiones financieras pocas veces son claras y sencillas, y los mercados financieros donde operan las empresas cambian con rapidez. Los buenos directivos pueden solucionar los problemas rutinarios, pero sólo los mejores saben responder a los cambios. Para enfrentarse a los nuevos problemas es necesario algo más que simples recetas; hay que comprender por qué las empresas y los mercados financieros se comportan del modo que lo hacen, y cuándo las prácticas profesionales habituales pueden no ser las mejores. Una vez logrado un marco mental coherente para tomar las decisiones financieras, los problemas complejos se hacen más sencillos.

Este libro ofrece ese marco. No es una enciclopedia financiera. Más bien se propone sentar los *principios* básicos de la gestión financiera, y aplicarlos a las principales decisiones a las que se enfrentan los directivos financieros. Explica por qué los propietarios de las empresas quieren que se incremente el valor, y muestra que los directivos financieros valoran inversiones que pueden generar retornos en distintos momentos del tiempo, o que tienen diversos grados de riesgo. También expone las características principales de los mercados financieros, y discute por qué las empresas pueden preferir una fuente de financiación en especial.

Algunos textos evitan las finanzas modernas, reduciéndose a enfoques más tradicionales, con mayor relación con los procedimientos, o más institucionales. Estamos en total desacuerdo con ellos. Cuando los conceptos financieros modernos se exponen adecuadamente, hacen que el tema resulte más sencillo, y no más difícil. También resultan más prácticos. Los instrumentos de la gestión financiera se comprenden y se utilizan eficazmente cuando se los presenta dentro de un marco conceptual coherente. Ese marco son las finanzas modernas.

La gestión financiera moderna no es como la “ciencia espacial”. Constituye un conjunto de ideas que se pueden explicar claramente por medio de palabras, gráficos y ejemplos numéricos. Las ideas ofrecen la racionalidad que hay tras los instrumentos que emplean los buenos gestores para hacer inversiones y para tomar decisiones financieras.

Hemos escrito este libro para que la gestión financiera resulte clara, útil e interesante, y además, divertida para el estudiante primerizo. Nos proponemos demostrar que las finanzas modernas y las buenas prácticas financieras están unidas, incluso para el novato en este campo.

Los “Fundamentos” y los “Principios” de finanzas corporativas

Este libro se deriva parcialmente de su gemelo, llamado *Principios de Finanzas Corporativas*. El espíritu es similar. Ambos se proponen ofrecer a los estudiantes los conocimientos prácticos necesarios para tomar decisiones financieras. Sin embargo, existen diferencias substanciales entre los dos.

En primer lugar, en este libro discutimos mucho más ampliamente los principios y la mecánica del valor del dinero en el tiempo. Este tema está presente en casi todo el texto, y hemos dedicado un largo capítulo a prácticas sobre este concepto.

En segundo término, en este libro empleamos ejemplos numéricos en mayor medida que en *Principios*. Cada capítulo contiene varios ejemplos detallados, que ayudarán al lector a familiarizarse con el material y sentirse cómodo con él.

En tercer lugar, hemos abreviado el tratamiento de la mayoría de los temas. Mientras que *Principios* contiene 35 capítulos, *Fundamentos* sólo tiene 25. La brevedad relativa de *Fundamentos* exige un tratamiento más voluminoso de algunos temas, pero pensamos que esto es una ventaja para un público de principiantes.

En cuarto lugar, damos pocos conocimientos por supuestos. Aunque la mayoría de los lectores han recibido algún curso de introducción a la contabilidad, en el Capítulo 3 repasamos los conceptos de esta disciplina útiles para los directores financieros.

Principios es un libro famoso por su estilo informal y sencillo, y en *Fundamentos* hemos conservado esa tradición. Además, hemos utilizado la menor cantidad posible de expresiones matemáticas. Incluso cuando estamos presentando una ecuación, en general apelamos a palabras, más que a símbolos. Esta aproximación tiene dos ventajas: resulta menos intimidatorio, y conduce a atender al concepto básico, y no a la fórmula.

La Organización del Libro

Fundamentos está dividido en ocho partes.

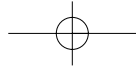
La Parte 1 (Introducción) contiene el material básico. En el primer capítulo, exponemos cómo se organizan las empresas, el papel del director financiero y los mercados financieros donde opera. Explicamos qué quieren los accionistas que hagan los directores de finanzas para incrementar el valor de sus inversiones, e indicamos algunos de los mecanismos que ayudan a armonizar los intereses de los directivos y de los accionistas. Por supuesto, la tarea de aumentar el valor para los accionistas no justifica la corrupción ni la conducta sin escrúpulos. En consecuencia, discutimos algunos de estos temas éticos a los que se enfrentan los directores.

El capítulo 2 investiga y explica las funciones de los mercados y de las instituciones financieras. Muestra cómo emplean los directores financieros estos mercados e instituciones, y analiza las señales útiles que los primeros emiten a los directores, relacionadas con la viabilidad de los proyectos de inversión.

Una gran empresa implica un esfuerzo conjunto que afecta a diferentes grupos de interés. Las compañías publican sus estados financieros para ayudar a estos grupos a seguir sus actividades. El Capítulo 3 ofrece un resumen de estos estados, y presenta dos distinciones clave: entre los valores contable y de mercado, y entre los flujos de caja y los beneficios. También se exponen algunos fallos de las prácticas contables que salieron a la luz durante los escándalos de 2001-2002. El capítulo termina con un resumen de los impuestos federales.

La Parte 2 (El Valor) se relaciona con la valoración. En el Capítulo 4, presentamos el concepto de valor del dinero en el tiempo, y como la mayoría de nuestros lectores conocen mejor sus propios asuntos económicos que los grandes temas financieros, amenizamos nuestra exposición examinando primero algunas decisiones financieras personales. Mostramos cómo valorar los flujos de caja duraderos y cómo realizar la valoración de las perpetuidades y de las anualidades. El Capítulo 4 también contiene una breve sección final sobre la inflación y la distinción entre beneficios reales y nominales.

Los Capítulos 5 y 6 presentan las características básicas de las obligaciones y de las acciones, y ofrecen la oportunidad de aplicar las ideas del Capítulo 4 a la valoración de estos instrumentos. Aquí mostramos cómo conocer el valor de una obligación según su rentabilidad, y cómo sus precios fluctúan según los cambios en los tipos de interés. Examinamos qué elementos determinan el precio de las acciones y cómo se pueden emplear sus fórmulas de valoración para deducir el rendimiento que esperan los inversores. Finalmente, veremos cómo se reflejan las oportunidades de inversión en los precios de las acciones y por qué los analistas se centran en el ratio precio-beneficio. El Capítulo 6 también presenta el concepto de eficiencia del mercado. Este concepto es esencial para interpretar la valoración de las acciones; también proporciona el marco para el tratamiento posterior de los temas que se presentan cuando las empresas emiten títulos o toman decisiones relacionadas con los dividendos o la estructura de capital.



Los capítulos restantes de la Parte 2 se dedican a las decisiones empresariales de inversión. En el Capítulo 7, presentamos el concepto de valor actual neto, e indicamos cómo calcular el VAN de un proyecto sencillo de inversión. También examinamos otras medidas del atractivo de las inversiones: el criterio de la tasa interna de rentabilidad y el criterio del plazo de recuperación. Luego consideramos propuestas más complejas de inversión, incluyendo la elección entre proyectos alternativos de reposición de maquinaria y decisiones sobre en qué momento invertir. Finalmente, mostramos cómo se puede emplear el índice de rentabilidad para elegir proyectos de inversión cuando existe racionamiento de capital.

El primer paso de todo cálculo del VAN consiste en decidir qué descontar. En consecuencia, en el Capítulo 8 examinaremos un ejemplo realista del análisis de presupuesto de capital, y mostraremos que los directores financieros deben reconocer la inversión en capital circulante, y cómo afectan los impuestos y la amortización a los flujos de caja.

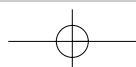
Comenzamos el Capítulo 9 examinando cómo organizan las empresas el proceso de inversión, y cómo aseguran que todos trabajen con un objetivo común. Luego pasamos a analizar diversas técnicas que ayudan a los directores financieros a identificar los supuestos clave de sus cálculos, como el análisis de sensibilidad, el análisis de escenarios y el análisis del punto muerto. También mostramos cómo pueden usar los directivos el concepto de valor económico añadido para evaluar proyectos. Terminamos el capítulo señalando cómo los directores financieros tratan de introducir flexibilidad en el futuro a los proyectos, de modo que puedan aprovechar la buena suerte y mitigar las consecuencias de la mala.

La Parte 3 (El Riesgo) se relaciona con el coste de capital. El Capítulo 10 comienza con una revisión histórica de los rendimientos de las acciones y obligaciones, y luego distingue entre riesgo único y riesgo de mercado en las acciones consideradas individualmente. El Capítulo 11 enseña a evaluar el riesgo de mercado y discute la relación que existe entre el riesgo y el beneficio esperado. El Capítulo 12 presenta el coste de capital medio ponderado, y da un ejemplo sobre la manera de calcularlo.

La Parte 4 (La Financiación) comienza nuestra discusión sobre la decisión de financiación. El Capítulo 13 examina el papel de los accionistas en las grandes empresas, y compara la dirección de empresas en los EE.UU. y en otros países. También ofrece un panorama de los títulos que emiten las firmas y su importancia relativa como fuentes de financiación. En el Capítulo 14 mostramos cómo emiten títulos las empresas, y las seguimos desde la primera vez que necesitan capital riesgo, pasando por sus ofertas públicas iniciales, hasta su permanente necesidad de conseguir dinero o capital.

La Parte 5 (La Política de Endeudamiento y la Política de Dividendos) se centra en las dos decisiones financieras clásicas a largo plazo. En el Capítulo 15 exponemos cuánto deben endeudarse las empresas y resumimos los procedimientos de quiebra que tienen lugar cuando las empresas no pagan sus deudas. En el Capítulo 16 estudiamos cómo deben fijar su política de dividendos las empresas. En cada caso, comenzamos con la teoría de Modigliani y Miller (MM), según la cual, en los mercados perfectos estas decisiones no importan, pero empleamos esta observación para ayudar al lector a comprender por qué, en la práctica, los directores financieros dan importancia a estas decisiones.

La Parte 6 (Análisis y Planificación Financiera) comienza en el Capítulo 17 con el análisis de los estados financieros, y enseña cómo los analistas resumen las grandes cantidades de información contable calculando algunos ratios financieros clave. En el Capítulo 18 se discute la planificación financiera a largo plazo, y en él examinamos cómo los directores financieros consideran los efectos combinados de la inversión y de las decisiones de financiación de la totalidad de la empresa. También mostramos cómo las medidas del desarrollo interno y sostenible ayudan a los directores a cuidar que el crecimiento planificado de la empresa sea coherente con sus planes financieros. El Capítulo 19 constituye una introducción a la gestión del capital circulante. Enseña también cómo los gestores aseguran que la firma disponga de dinero suficiente para pagar sus obligaciones durante el año siguiente, e indica las fuentes principales de crédito a corto plazo. El Capítulo 20 se centra



en la gestión del capital circulante. Describe los pasos básicos de la gestión del crédito, los principios de la gestión de inventarios, y cómo las empresas realizan los pagos de forma eficiente y ponen el dinero a trabajar tan rápido como les es posible.

La Parte 7 (Temas Especiales) cubre varios asuntos importantes, pero algo más complejos: las fusiones (Capítulo 21), la gestión financiera internacional (Capítulo 22), las opciones (Capítulo 23) y la gestión del riesgo (Capítulo 24). Algunos de estos temas se tratan en los capítulos anteriores. Por ejemplo, en el Capítulo 9 presentamos el concepto de las opciones, cuando mostramos cómo las empresas dan flexibilidad a sus proyectos de capital. Sin embargo, el Capítulo 24 sistematiza estos aspectos, y explica de manera elemental cómo se valoran las opciones, proponiendo algunos ejemplos que explican por qué los directores financieros necesitan ocuparse de las opciones. Tampoco las finanzas internacionales quedan reducidas al Capítulo 22. Como puede esperarse de un libro escrito por un grupo internacional de autores, en todo él se encuentran ejemplos tomados de países y de sistemas financieros diferentes. Sin embargo, el Capítulo 22 trata los problemas específicos que se plantean cuando las empresas utilizan distintos tipos de moneda.

La Parte 8 (Conclusión) contiene un capítulo final (el Capítulo 25) donde revisamos las ideas más importantes del texto. También planteamos algunas preguntas interesantes que, o bien se han quedado sin respuesta a lo largo del libro, o bien siguen intrigando a la profesión financiera. De este modo, el último capítulo constituye una introducción de obras futuras, así como de la conclusión de ésta.

Cómo utilizar este libro

Hay tantas buenas maneras de organizar un curso de finanzas corporativas como profesores. Por ello hemos creado un texto modular, para que se puedan exponer los temas en diferentes secuencias.

Nosotros preferimos explicar los principios de la valoración antes de pasar al análisis detallado de los estados financieros, o al tema de la planificación financiera. Sin embargo, sabemos que muchos profesores prefieren ir directamente desde Capítulo 3 (Contabilidad y Finanzas) al Capítulo 17 (Análisis de los Estados Financieros), para lograr así una transición más suave después de los cursos básicos de finanzas. Nos hemos asegurado de que la Parte 6 (El Análisis y la Planificación Financiera) pueda ser expuesta fácilmente después de la Parte 1.

Del mismo modo, preferimos exponer lo relativo al capital circulante después de que el estudiante se haya familiarizado con los principios básicos de la valoración y de la financiación, pero sabemos que muchos profesores prefieren seguir el orden inverso. No habría ninguna dificultad en cambiar el orden del Capítulo 20.

Cuando, en la Parte 2, discutimos la valoración de proyectos, subrayamos que el coste de oportunidad del capital depende del riesgo del proyecto. Pero hasta la Parte 3 no explicamos cómo medir el riesgo, ni la relación que existe entre el rendimiento y el riesgo. Este orden se puede modificar fácilmente. Por ejemplo, es posible presentar los capítulos sobre el riesgo y los rendimientos antes, después o a medio camino de los materiales relativos a la valoración de proyectos.

Cambios en la quinta edición

Los cambios más evidentes de esta nueva edición de *Fundamentos* son el continuo aumento y la utilización de herramientas pedagógicas; como los recursos de Internet, las hojas de cálculo de Excel, y los casos globales del final de los capítulos. Hemos incrementado ampliamente nuestros listados de páginas web sugeridas y hemos actualizado y ampliado los recuadros relativos a Internet. Este recurso proporciona una amplia variedad de datos financieros, rentabilidad histórica de mercado de las acciones, y la cobertura de analistas de cientos de acciones, haciéndolo adecuado para ampliar los proyectos de los estudiantes sobre el análisis de una empresa o un sector.

También hemos incorporado más hojas de cálculo en el material de los capítulos. Estas hojas de cálculo sólo requieren de conocimientos básicos sobre Excel, pero ilustran la potencia con la que la construcción de las hojas de cálculo puede facilitar el análisis financiero. Todas las hojas de cálculo del texto están disponibles en la página web www.mhe.es/brealey5

Algunos de los cambios reflejan temas destacados por acontecimientos recientes. Por ejemplo, los escándalos de 2001-2002 han aumentado el interés por los problemas del gobierno y el control, mientras que las “punto.com” han centrado la atención en los aspectos relativos al comportamiento de las finanzas. Por tanto, en esta edición descubrirá que se pone más énfasis en el control y en el comportamiento financiero. Otros temas sobre los que se ha incrementado el énfasis en la reciente edición incluyen a la valoración de las empresas, las opciones reales, y el papel de las instituciones y de los mercados financieros.

En la revisión de cada capítulo hemos tratado de mejorar la legibilidad y la actualización. Se ha reescrito la mayor parte de los Capítulos 1 y 2 para ofrecer una mejor visión global sobre el panorama financiero. Utilizamos historias de empresas reales, como Apple, para mostrar cómo los mercados financieros ayudan a las empresas a convertirse en empresas maduras y sanas. A lo largo de este camino, ofrecemos una visión fresca de los problemas de agencia y de la reputación en el contexto de escándalos recientes, y presentamos una introducción no técnica de la idea del coste de oportunidad del capital que proporciona el contexto para discusiones posteriores sobre el valor actual.

El Capítulo 3 (Contabilidad y Finanzas) incluye discusiones actualizadas sobre los problemas de la elaboración de informes relativos a los fallos contables y a las reformas de los últimos años.

Los Capítulos del 4 al 6 se han actualizado y reelaborado para mejorar la secuencia lógica. Utilizamos datos reales de empresas para ilustrar el concepto y la importancia de las oportunidades de crecimiento en la valoración de empresas (Google) y para ofrecer una aplicación de la valoración utilizando los modelos multietapas de descuento de dividendos (Pepsi).

La discusión del análisis de proyectos en los Capítulos del 7 al 9 se ha perfeccionado y reorganizado. Se ha reelaborado el material sobre valoración de proyectos con nuevas hojas de cálculo y poniendo más énfasis en cada componente individual del flujo de caja.

Los Capítulos del 10 al 12, sobre el riesgo y la valoración de la empresa, se han actualizado. En el Capítulo 12 trabajamos con un ejemplo práctico que muestra cómo se utiliza el coste del capital medio ponderado para valorar negocios enteros. Se ha cambiado el título del capítulo a “El Coste de Capital Medio Ponderado y la Valoración de Empresas”.

La visión de conjunto de los métodos financieros en la Parte 4 incluye una discusión actualizada de los problemas de gobierno y de Sarbanes-Oxley, así como material sobre el desarrollo en el mercado de las OPI.

La Parte 5, sobre la deuda y la política de distribución de dividendos, se ha actualizado. Ahora se han incorporado las discusiones sobre los procedimientos de quiebra en el Capítulo 15 y sobre la política de endeudamiento, y se ha renombrado el Capítulo 16 como “Política de Distribución de Dividendos” para reflejar la ampliación de su centro de atención en las recompras de acciones junto con la política de dividendos.

En la Parte 6 el material sobre la planificación financiera se ha perfeccionado considerablemente. El análisis del capital circulante y la gestión de la tesorería se ha condensado en un capítulo. Ponemos énfasis en nuevos enfoques sobre la gestión de la tesorería en particular, e igualmente hemos reducido el material que se había quedado obsoleto a la luz de los rápidos avances tecnológicos.

Por último, la Parte 7 sobre temas especiales se ha actualizado con casos nuevos sobre fusiones (ej. People Soft-Oracle) y *spin-offs* (Palm-3Com), así como discusiones adicionales sobre la utilización de los derivados como cobertura en los capítulos sobre opciones y gestión del riesgo.