

# Dirección Financiera II (21867)

## Profesores

Filippo Ippolito (teoría de grupos 1 y 2)

Karina Azar (seminarios y proyectos de grupo 1, lunes/martes, 10.30 h)

Silvia Holgado (seminarios y proyectos de grupo 2, lunes, 17.00 h/jueves, 16.30 h)

## Descripción de la asignatura

El objetivo principal del curso es profundizar en el conocimiento de las finanzas corporativas, con especial énfasis en la manera de financiar las corporaciones. El curso comienza con el análisis de las decisiones de estructura de capital en un entorno de mercados de capitales perfectos, en el cual todos los valores son bastante razonables, no hay impuestos o costes de transacción y los flujos totales de efectivo de los proyectos de la empresa no están afectados por la forma que tiene la compañía de financiarlos. A continuación examinaremos el impacto de los impuestos y de otras tasas en la estructura de capital para explicar las diferencias observadas a través de las empresas e industrias.

Posteriormente centraremos la atención en la política de pagos. La forma en la política de dividendos está conformada por las imperfecciones del mercado, como los impuestos, los costes de agencia, los costes de transacción y la información asimétrica que conforman la estructura de capital. También discutiremos por qué algunas empresas pagan dividendos y otras no, y por qué algunas empresas prefieren recomprar acciones.

A continuación investigaremos las complejidades que presenta el presupuesto de capital, la forma de estimar el coste de capital más adecuado y también cómo afecta la decisión de financiación al coste de los flujos de capital y efectivo. Introduciremos tres métodos principales para el presupuesto de capital con apalancamiento e imperfecciones del mercado: el coste medio ponderado del método de capital (WACC), el método de valor presente ajustado (APV) y el método de flujo de fondos propios (FTE). También discutiremos un ejemplo de valoración de empresas viendo de qué manera una firma de capital de riesgo podría evaluar la compra de una empresa privada.

Seguidamente estudiaremos de qué manera las corporaciones aumentan el capital social y el financiamiento de la deuda en sus diferentes formas. Proporcionaremos un ejemplo común de la oferta pública inicial (IPO) de una empresa real, RealNetworks. Asimismo, discutiremos los instrumentos de deuda corporativa y estudiaremos el caso de compra apalancada de Hertz (LBO) para ilustrar de qué manera utilizan las empresas los mercados de deuda para recaudar capital. A partir de aquí, nos centraremos en los arrendamientos y su función como método de financiación importante para los activos tangibles, que es el método más común de financiamiento de equipo.

Llegados a este punto, nos centraremos en las herramientas que las empresas utilizan para gestionar el capital activo, con el fin de minimizar los costes de oportunidades asociados a la capacidad de capital activo. En un mercado perfecto, las cuentas de capital activo serían irrelevantes; sin embargo, debido a las fricciones del mercado, las cuentas de capital activo afectan al valor de la empresa.

Por último, investigaremos la planificación financiera a corto plazo. Mattel, Inc. sería un ejemplo de empresa para la cual la planificación financiera a corto plazo es muy importante, debido a la alta estacionalidad de sus productos. Así pues, examinaremos cómo pronostican las empresas los flujos de efectivo para determinar las necesidades de financiación a corto plazo, y las políticas de uso de cada empresa para guiar esas decisiones.

## **Conocimientos previos requeridos**

- Principales características y problemas de la sociedad moderna.
- Estados financieros y ratios financieras.
- Valor temporal del concepto de dinero: los costes y beneficios que se producen en diferentes puntos en el tiempo; los valores presentes y futuros de una sola suma; un flujo desigual de los flujos de efectivo; una renta vitalicia; valor presente de una perpetuidad; valor presente de una perpetuidad creciente; valor presente y futuro de una anualidad creciente; tasa efectiva anual; tasa de porcentaje anual y tasa periódica.
- Técnicas utilizadas por las empresas para evaluar las inversiones y decidir qué proyectos perseguir: VAN, periodo de amortización, tasa interna de rendimiento, índice de rentabilidad, TIR incremental.
- Tipos básicos de bonos y su valoración; ley del precio único; variación dinámica del precio de los bonos con el tiempo y momento en el cual las tasas de interés cambian; efecto de los cambios en el pago de cupones sobre los precios de los bonos; la relación entre los precios y los rendimientos de bonos diferentes, incluyendo aquellos con riesgo de impago.
- Modelo de dividendos de descuento para evaluar las poblaciones; modelo de flujo de caja libre descontado; múltiplos de valoración.
- Riesgos: distribuciones de probabilidad y dar cuenta de los rendimientos; riesgo idiosincrásico y sistemático; riesgo y rentabilidad en un contexto de la cartera; CAPM.

La información sobre estos temas se ha proporcionado en los cursos Introducción a la Contabilidad Financiera, Economía Financiera y Dirección Financiera I. Los primeros 13 capítulos del libro de texto se pueden utilizar para realizar una revisión completa.

## **Competencias generales y específicas**

En términos de competencias generales, la asignatura reforzará la capacidad de razonar de los estudiantes a través de argumentos complejos y la de defender una tesis específica sobre la base de la teoría y la evidencia. También les proporcionará la capacidad de evaluar el riesgo y la toma de decisiones en presencia de riesgo, así como la capacidad para identificar las variables principales de decisión ante un problema.

En cuanto a las competencias específicas, la asignatura reforzará la comprensión de los siguientes conceptos: fijación de precios de activos, contabilidad, matemáticas financieras, presupuestos, mercados de capitales, instituciones financieras, regulación de la quiebra, modelos financieros.

## **Objetivos de aprendizaje de la asignatura**

### **Parte I. Estructura del capital**

#### **Estructura del capital en un mercado perfecto**

Definición de los tipos de valores generalmente utilizados por las empresas para obtener capital; se definirá el apalancamiento. Descripción de la estructura del capital que la empresa debería elegir. Enumeración de las tres condiciones que hacen perfectos los mercados de capital. Discusión de las implicaciones de Proposición MM I y los papeles de poder local; la ley del precio único en el desarrollo de las propuestas. Cálculo del coste de capital de acuerdo con la Proposición MM II. Ilustración del efecto de un cambio de la deuda en el precio medio ponderado del capital en los mercados de capitales perfectos. Cálculo del riesgo de mercado de los activos de una empresa utilizando su beta sin deuda. Ilustración del efecto de un mayor apalancamiento en la beta del capital de una empresa. Cálculo de la deuda neta de la empresa. Discusión del efecto del apalancamiento de los resultados esperados de una empresa por acción. Efecto de dilución en el valor de la equidad. Explicación del porqué los mercados de capitales perfectos ni crean ni destruyen valor.

### **La deuda y los impuestos**

Explicación del efecto de los pagos de intereses sobre los flujos de caja a los inversores. Cálculo del ahorro en impuestos de interés, teniendo en cuenta los pagos de las tasas de impuestos y de intereses corporativos. Cálculo del valor de una empresa apalancada. Cálculo del coste medio ponderado del capital con los impuestos de sociedades. Descripción del efecto de una recapitalización apalancada en el valor de la equidad. Descripción del efecto de los impuestos personales sobre los beneficios de impuestos corporativos de apalancamiento. Las tasas de impuestos corporativos y personales. Datos sobre la equidad y la deuda. Cálculo del beneficio fiscal de la deuda con los impuestos personales. Discusión del porqué el nivel óptimo de apalancamiento desde una perspectiva de ahorro de impuestos es el nivel en el cual el interés equivale al EBIT. Descripción de la relación entre la fracción óptima de la deuda y la tasa de crecimiento de la empresa. Evaluación de la aparente virtud de desapalancamiento de las empresas, tanto a nivel nacional como internacional.

### **Dificultades financieras, incentivos de gestión e información**

Descripción del efecto de la quiebra en un mundo de mercados con capitales perfectos. Enumeración y definición de dos tipos de protección de bancarrota que se ofrecen en la Ley de reforma concursal de 1978. Discusión de diferentes tipos de costes directos e indirectos de la bancarrota. Ilustración del porqué, cuando los valores son bastante razonables, los accionistas originales de una firma pagan el valor actual de los costes de quiebra y de ayuda financiera. Cálculo del valor de una empresa apalancada en presencia de costes de dificultades financieras. Definición de los costes de agencia, y descripción de los costes de una agencia de ayuda y de la agencia de beneficios financieros de apalancamiento. Cálculo del valor de la empresa, incluidos los costes de las dificultades financieras y los costes de agencia. Explicación del impacto de la información asimétrica en el nivel óptimo de apalancamiento. Descripción de las implicaciones de la selección adversa y el principio de los limones para la emisión de acciones. Descripción de las implicaciones empíricas.

### **Política de pagos**

Descripción de dos maneras de distribución de dinero en efectivo por parte de una empresa a sus accionistas. Descripción del proceso de pago de dividendos y el proceso de recompra de acciones en el mercado abierto. Definición de división de acciones, división inversa de acciones y dividendos en acciones. Descripción del efecto de esas acciones según el precio de las acciones. Discusión del efecto de pago de dividendos o de recompra de acciones en un mundo perfecto.

Suponiendo que los mercados de capitales fueran perfectos, descripción de lo que Modigliani y Miller (1961) averiguaron sobre la política de pago. Discusión del efecto de los impuestos sobre la política de dividendos. Cálculo de la tasa de impuesto sobre los dividendos efectivos. Proporcionar razones por las cuales las empresas podrían acumular saldos en efectivo en lugar de pagar dividendos. Descripción del efecto de los costes de agencia sobre la política de pago. Evaluación del impacto de la asimetría de la información sobre la política de pago.

## **Parte II. Valoración**

### **Presupuestación de capital y valoración con apalancamiento**

Descripción de tres métodos de valoración discutidos en el capítulo y enumeración de los pasos que deben seguirse en el cálculo de cada uno. Cálculo de los costes sin deuda y de renta variable del capital, y explicación de cómo se relacionan. Estimación del coste del capital de un proyecto, incluso si su riesgo es diferente del riesgo de la empresa en su conjunto. Estimación del coste del capital para un proyecto, teniendo en cuenta la relación entre deuda y el valor del proyecto, asumiendo que: (1) la empresa mantiene una ratio de apalancamiento objetivo, o (2) algunos escudos fiscales están

predeterminados. Discusión de la importancia que tiene considerar el impacto incremental general en un proyecto empresarial. Cálculo del valor de la firma de un proyecto si: (1) la empresa tiene una política de cobertura de interés constante, o (2) la empresa mantiene la deuda a un nivel constante. Definición de qué se entiende por una política de cobertura de interés constante y descripción del impacto de esta política en el valor de la firma de un proyecto. Descripción de situaciones en las que el método WACC es el mejor y situaciones en las que el método APV es aconsejable. Discusión sobre cómo los costes de emisión y los costes de manipulación de precios deben ser incluidos en la evaluación del valor del proyecto. Cálculo del valor del escudo de interés fiscal si una empresa ajusta su deuda cada año a un nivel objetivo. Descripción de los efectos de las dificultades financieras en el uso del apalancamiento. Ajuste del método APV para los impuestos personales.

### **Valoración y modelización financiera**

Descripción del uso de los elementos de comparación como una forma preliminar para estimar el valor de la empresa. Identificación de los principales factores que deben tenerse en cuenta al estimar los flujos de efectivo futuros de la empresa. Descripción del uso de un modelo financiero en la proyección de los flujos de efectivo futuros de una inversión. Utilización del CAPM para estimar el coste de capital para un proyecto que se propone, a partir de betas de empresas comparables. Utilización de un múltiplo de valoración para estimar el valor de continuación para una empresa o un proyecto. Utilización del método de flujo de caja descontado para estimar un valor de continuación para una empresa o un proyecto. Utilización de los métodos de valoración para calcular el valor de la empresa. Discusión del uso de la TIR y del efectivo múltiple como medidas de valoración alternativas, y discusión de los inconvenientes de los métodos. Cálculo de la TIR y efectivo múltiple de una empresa o proyecto determinado. Descripción del uso de análisis de sensibilidad para evaluar la incertidumbre del valor del acuerdo.

### **Parte III. Financiación a largo plazo**

#### **La mecánica de la obtención de capital de equidad**

Descripción de cuatro maneras para obtener capital exterior por parte de una empresa. Discusión de los efectos de un fundador de la compañía en la venta de acciones a un extraño. Identificación de las dos principales estrategias de salida utilizadas por los inversores de capital en empresas privadas. Definición de una oferta pública inicial, y discusión de sus ventajas y desventajas. Distinción entre ofertas primarias y secundarias en una oferta pública inicial. Descripción de los métodos típicos por los cuales podrá ser vendida durante una oferta pública inicial. Discusión de los riesgos para las partes involucradas en cada método. Evaluación del papel del asegurador en una oferta pública inicial. Descripción del proceso de salida a bolsa, incluyendo los métodos que utilizan los suscriptores para valorar una empresa antes de su salida a bolsa. Identificación de las formas que utilizan los suscriptores para mitigar el riesgo durante una oferta pública inicial. Enumeración y discusión de cuatro enigmas asociados a las OPI. Definición de una ampliación de capital. Descripción de dos maneras de llegada al mercado e identificación de la reacción de precio de las acciones para el anuncio de una ampliación de capital.

#### **Financiamiento de deuda**

Identificación de las fuentes típicas de la deuda para las corporaciones. Descripción de la escritura de emisión. Definición de los siguientes términos: notas, obligaciones, cédulas hipotecarias y bonos respaldados por activos. Identificación de cuáles de estos están asegurados y cuáles son de alto nivel. Identificación y definición de las cuatro categorías definidas en términos generales que comprenden bonos internacionales. Definición de préstamo a largo plazo y la vertiente privada. Contraste de las dos formas de la deuda privada. Identificación de cuatro tipos diferentes de valores emitidos por el Tesoro de Estados Unidos. Identificación de las características de los bonos municipales. Definición del bono de titulización a plazo y aportación de varios ejemplos de emisores y tipos de dichos valores. Definición de la siguiente terminología: pactos, disposición, bonos redimibles, rendimiento, fondo de amortización y bonos convertibles. Comparación y contraste de los bonos convertibles y exigibles con la deuda fija.

## **Arrendamiento**

Definición de un contrato de arrendamiento y concreción de los derechos y obligaciones de cada parte en el contrato de arrendamiento. Distinción entre un contrato de arrendamiento de tipo de ventas, un contrato de arrendamiento directo y una venta y *lease-back*. Cálculo del coste de arrendamiento financiero en un mercado perfecto. Definición de los cuatro tipos de opciones disponibles de arrendatario para obtener la propiedad del activo al final del contrato de arrendamiento. Distinción entre los dos tipos de arrendamientos reconocidos por el FASB. Distinción entre las dos grandes categorías de arrendamientos reconocidos por el IRS. Descripción del tratamiento de los arrendamientos en quiebra.

Teniendo en cuenta las contribuciones necesarias, comparación del coste de arrendamiento con el coste de financiación. Identificación de buenas razones para el arrendamiento, incluso para un contrato de arrendamiento no tributario. Identificación de las razones sospechosas de arrendamiento.

## **Parte IV. Financiamiento a corto plazo**

### **Gestión de capital de trabajo**

Definición de la gestión de capital de trabajo, ciclo del efectivo y ciclo del funcionamiento. Cálculo del coste del crédito comercial y comparación de ese coste con fuentes alternativas de financiación. Discusión de las maneras de ofrecer crédito comercial a los clientes por parte de las empresas. Enumeración de las tres etapas implicadas en el establecimiento de una política de crédito y de dos métodos utilizados para controlar la eficacia de esta política. Discusión de la importancia de las cuentas para pagar la monitorización y el inventario. Dinero en efectivo. Identificación de las maneras de gestionar los artículos.

### **Planificación financiera a corto plazo**

Mostrar como los futuros pronósticos de flujo de efectivo permiten a una empresa determinar si tiene un superávit o déficit de flujo de caja, y si es un desequilibrio a largo o a corto plazo. Discusión de las recomendaciones del principio de congruencia con respecto al plazo y las necesidades a corto plazo de los fondos. Descripción de tres tipos de préstamos bancarios y la forma de utilizarlos para las necesidades de efectivo a corto plazo. Identificación de los factores que afectan la tasa efectiva anual de un préstamo bancario. Definición del papel comercial y discusión de sus ventajas para las grandes empresas. Descripción del uso de inventarios y cuentas para cobrar como garantía de los préstamos. Definición de la factorización, gravámenes flotantes, recibos de préstamos de confianza y distribución de almacén.

### **Conjuntos de problemas, proyecto final y seminarios**

Durante el curso se distribuirán problemas como tarea individual. Las soluciones se entregarán y se discutirán en clase. Los conjuntos de problemas no serán calificados. Los alumnos se dividirán en grupos de 4-5 para llevar a cabo un proyecto final, que será presentado en los seminarios por parte de cada grupo. Habrá dos tipos de proyectos finales, que los estudiantes pueden elegir de entre los siguientes:

- El primer tipo consiste en la valoración de una empresa que cotiza en bolsa. Dos grupos de estudiantes, por separado, recogerán información relativa a una empresa que cotiza en bolsa. El primer grupo actuará como vendedor de una gran participación de capital de la empresa, mientras que el segundo grupo actuará como potencial comprador. El objetivo del primer grupo es el de valorar la participación en el capital para justificar el mayor precio de venta posible. El objetivo del segundo grupo es también el de estimar el valor de la participación accionaria, y pagar por ello lo menos posible.
- El segundo tipo de proyecto requiere la estimación de la estructura óptima del capital de una empresa. Dos grupos de estudiantes, por separado, estarán actuando competitivamente para determinar si la estructura de capital de una empresa maximiza

el valor de dicha empresa. Cada grupo presentará una propuesta al consejo de administración de la empresa (actuado en nombre del resto de la clase), que elegirá la mejor propuesta.

Para cada uno de estos proyectos, ambos grupos prepararán un informe (máximo 25 páginas, que incluyen figuras y tablas, con espacio de 1.5) y una presentación en PowerPoint (máximo 25 diapositivas). Los seminarios servirán para discutir las soluciones de los problemas y para presentar los proyectos finales.

### Libro de texto

El libro de texto principal es *Corporate Finance*, de Jonathan Berk y Peter DeMarzo (2ª ed., 2011), publicado por Pearson Prentice Hall. Se aconseja encarecidamente comprar el libro. También es útil el libro de Aswath Damodaran, *Applied Corporate Finance: Manual del usuario* (2ª ed.), publicado por John Wiley and Sons.

### Calificación

Ponderación del examen final: 70%.

Ponderación de proyectos y participación en seminarios: 30%.

La nota del examen de recuperación de septiembre se basa totalmente en el examen final y no puede superar el 70%. Para aprobar la asignatura se necesita obtener una nota mínima del 50%, tanto en el examen como en el proyecto.

<b>ESQUEMA DE LA ASIGNATURA</b>	<b>Contenido</b>	<b>Capítulo</b>	<b>Semana</b>
Sesión			
Parte I:	Estructura de capital		
Teoría 1	Estructura de capital en el mercado perfecto	14	1
Teoría 2	Estructura de capital en el mercado perfecto	14	1
Teoría 3	Deuda e impuestos	15	2
Teoría 4	Deuda e impuestos	15	2
Teoría 5	Ayuda financiera, incentivos gerenciales e información	16	3
Teoría 6	Ayuda financiera, incentivos gerenciales e información	16	3
Teoría 7	Política de pagos	17	4
Teoría 8	Política de pagos	17	4
	Dossier de problemas	1	5
<i>Seminario 1</i>			
Parte II.	Valoración		
Teoría 9	Fundamentos de presupuesto de capital	7	5
Teoría 10	Presupuestación de capital y valoración con apalancamiento	18	5
	Dossier de problemas	2	6
<i>Seminario 2</i>			
Teoría 11	Presupuestación de capital y valoración con apalancamiento	18	6
Teoría 12	Valoración y modelos financieros: estudio de caso	19	6
	Dossier de problemas	3 – Set	7
<i>Seminario 3</i>			
Parte III.	Financiación a largo plazo		
Teoría 13	La mecánica de la obtención de capital de equidad	23	7
Teoría 14	La mecánica de la obtención de capital de equidad	23	7

<i>Seminario 4</i>		Dossier de problemas 4	8	
Teoría 15	Financiación de deuda	24		8
Teoría 16	Financiación de deuda	24		8
<i>Seminario 5</i>		Dossier de problemas 5	9	
Teoría 17	<i>Leasing</i>	25		9
Parte IV.	Financiación a corto plazo			
Teoría 18	Gestión del capital de trabajo	26		9
<i>Seminario 6</i>		Dossier de problemas – Entrega y presentaciones del proyecto final	10	
Teoría 19	Planificación financiera a corto plazo	27		10
Teoría 20		Revisión	10	