

La Estructura de Capital en la República Argentina

Guillermo López Dumrauf

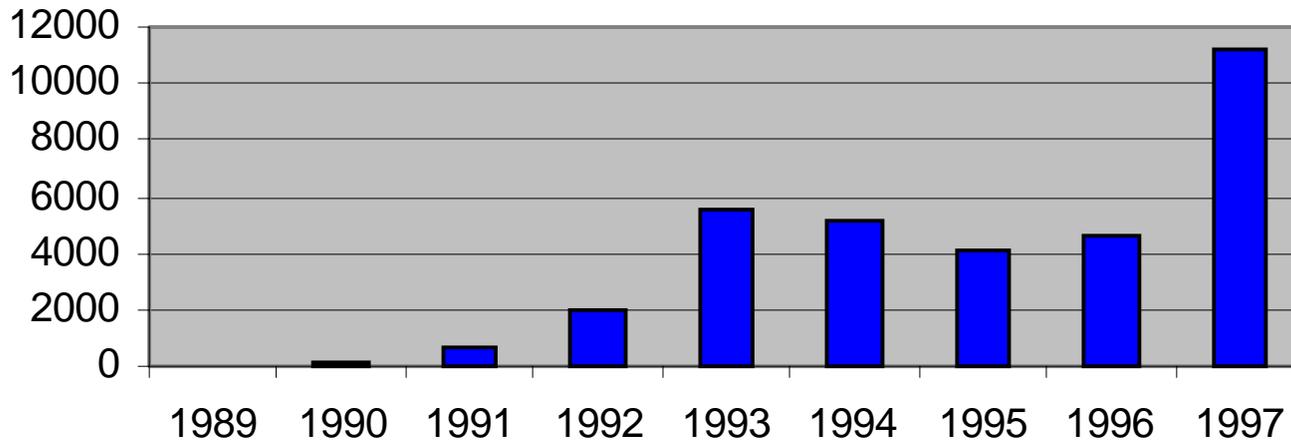
Universidad del Cema

Agosto de 2001

dumrauf@mbox.servicenet.com.ar

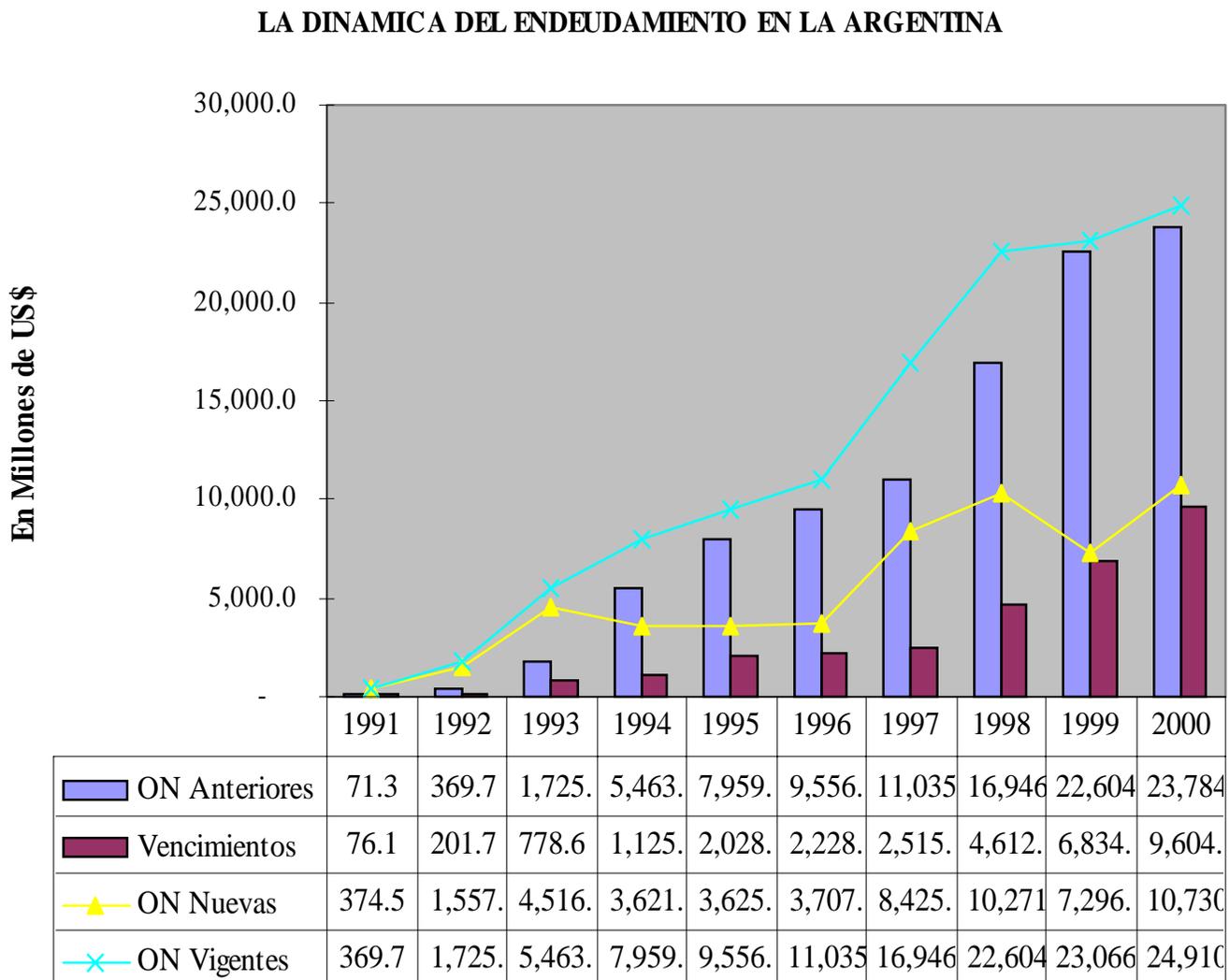
Obligaciones Negociables

Evolución de las Obligaciones Negociables autorizadas por la CNV (millones de U\$S)



Fuente: CNV Subgerencia de Análisis Económico

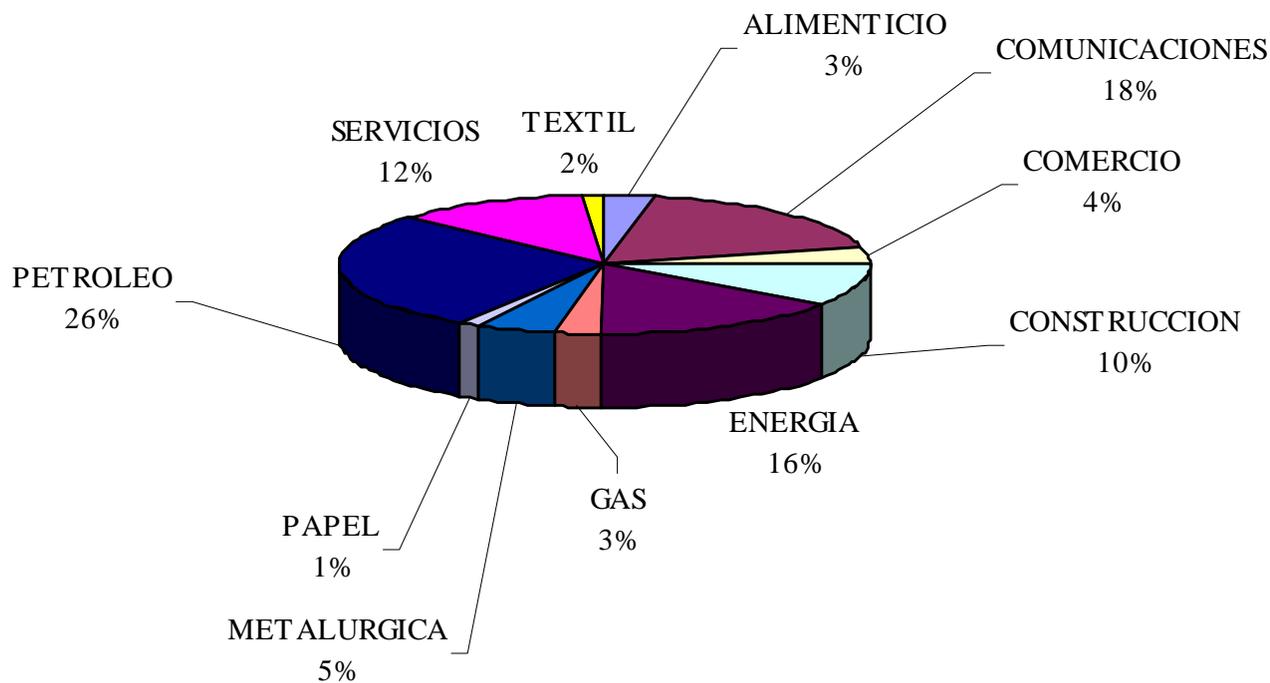
Obligaciones Negociables (1991-2000)



Fuente: Comisión Nacional de Valores

Obligaciones negociables por sector - Sin Bancos

**Obligaciones Negociables Autorizadas por Sector durante 1997
sin Bancos**



Obligaciones negociables - 1997

Obligaciones Negociables Autorizadas por Sector durante 1997 incluyendo Bancos

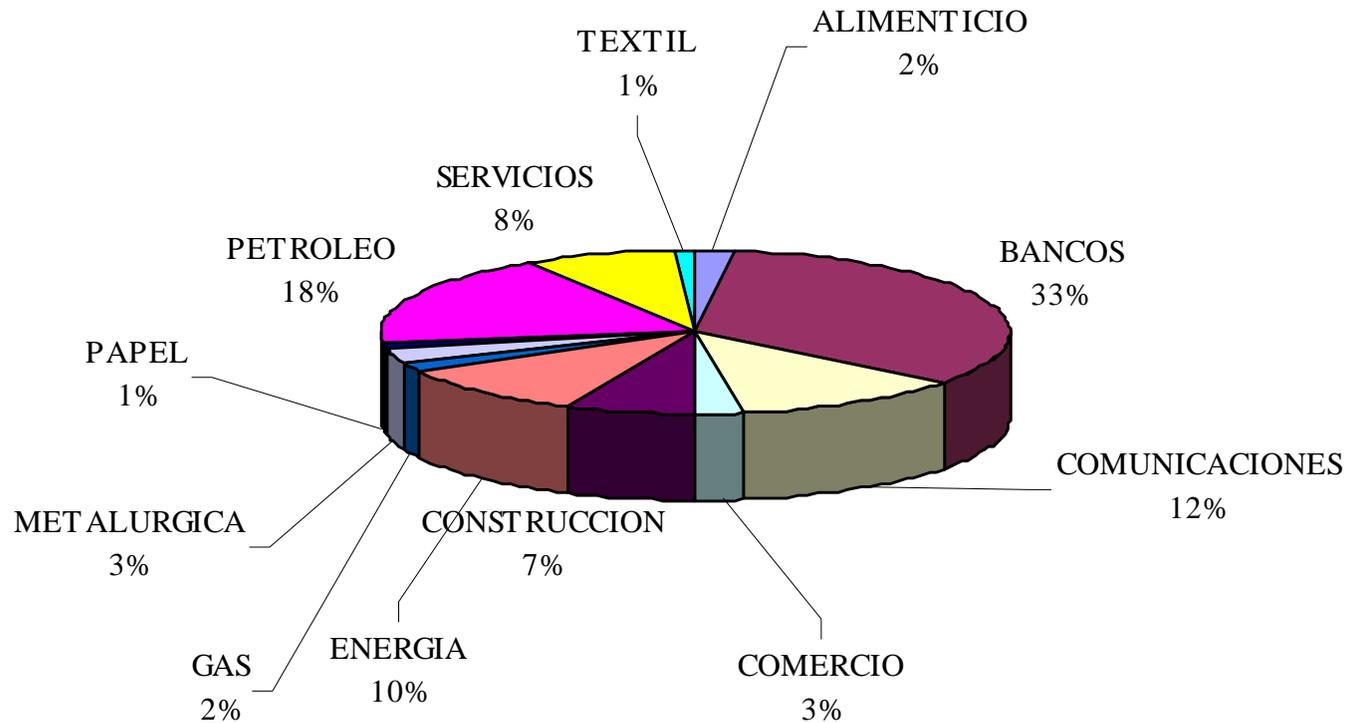
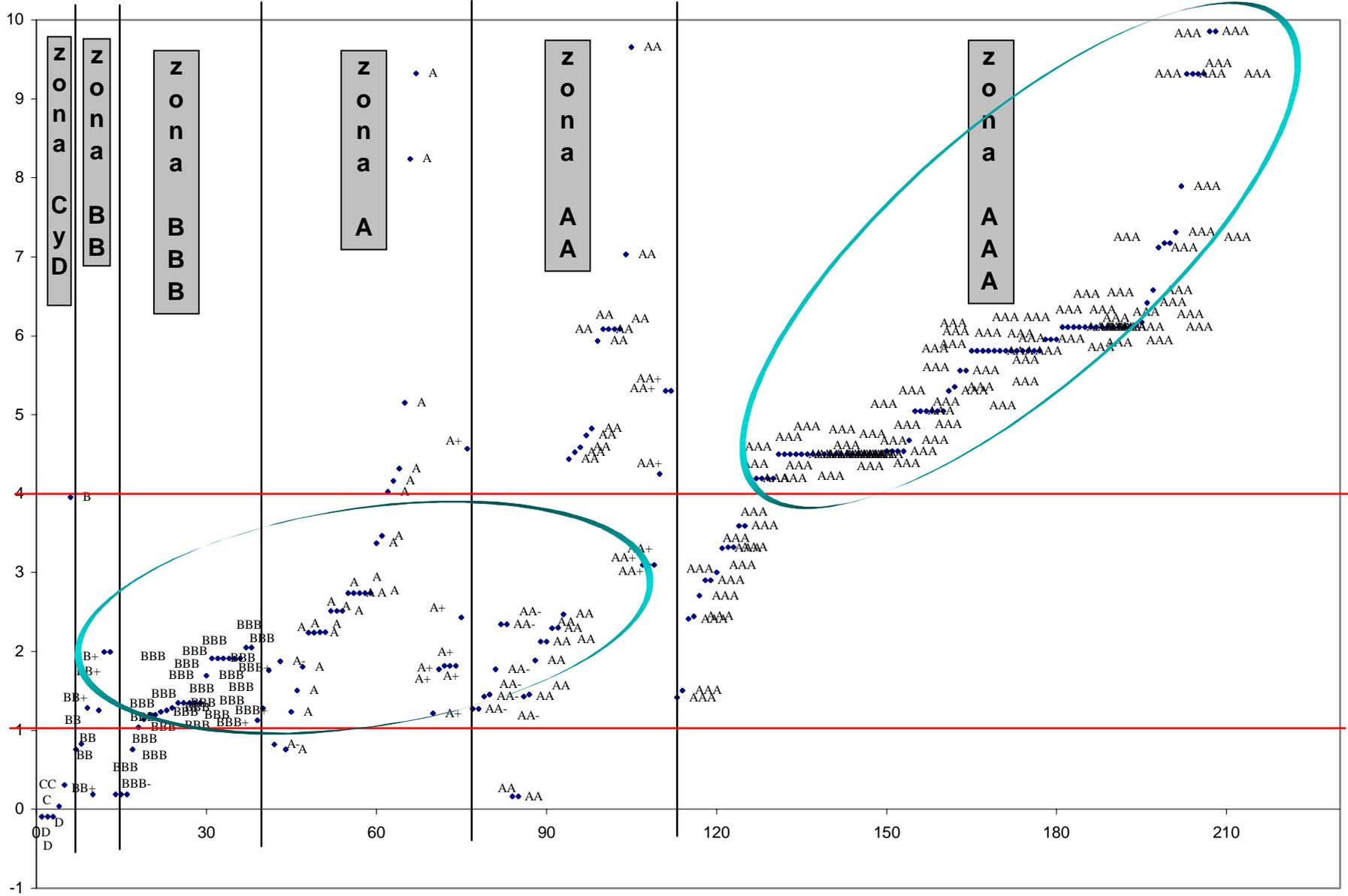
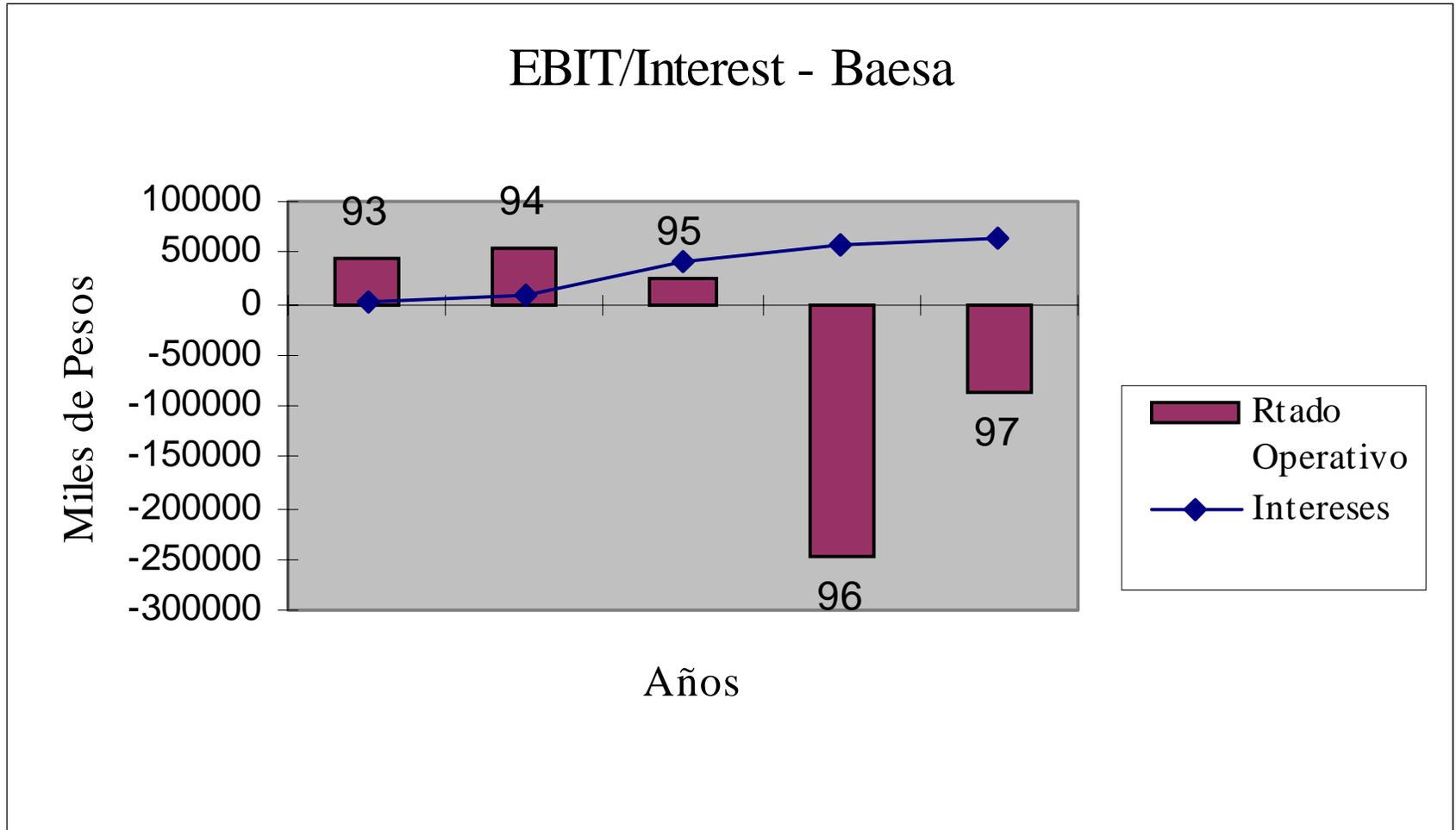


Gráfico No. 4 - Calificación Según E.B.I.T/Intereses

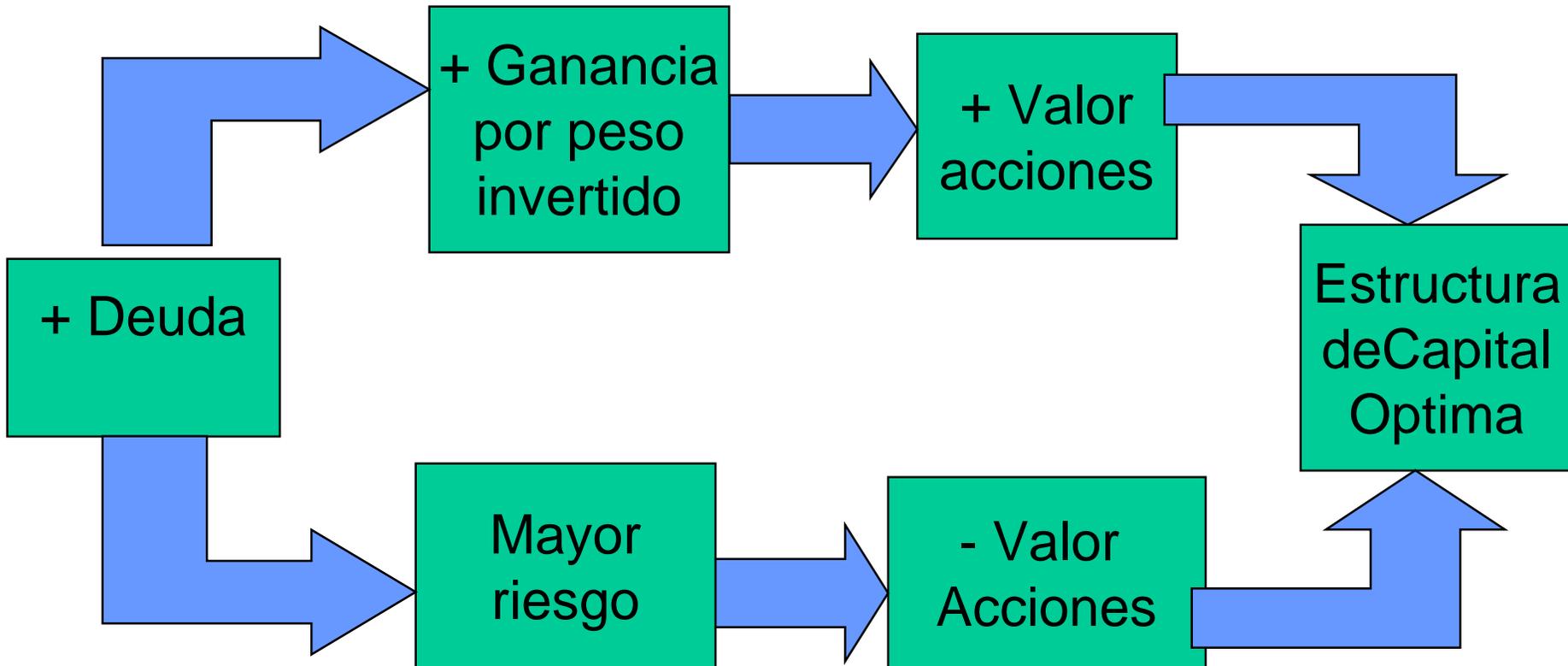


El caso Baesa



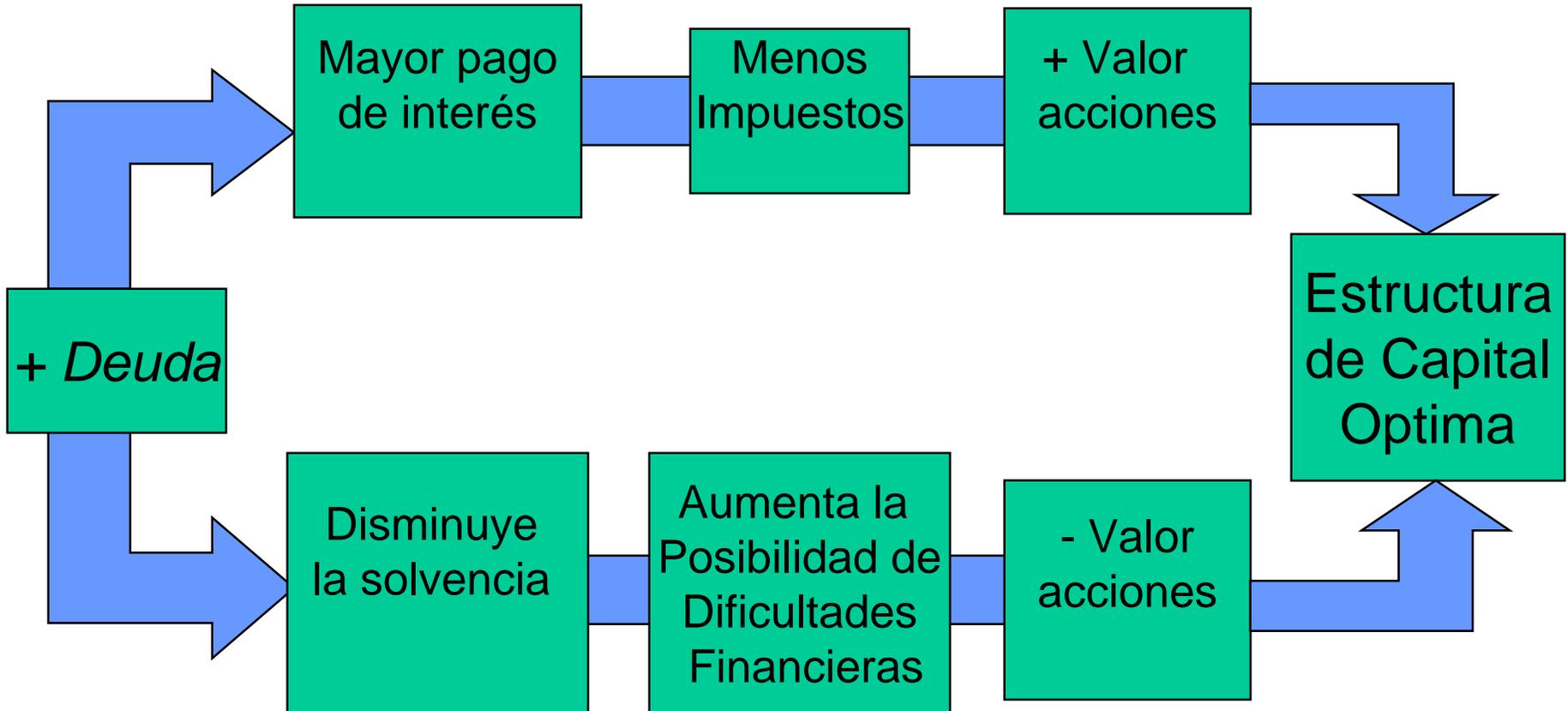
Estructura de Capital Optima

(información imperfecta)



Estructura de Capital Optima

El efecto de los impuestos



Puntos de referencia en la estructura de capital óptima

- Capacidad para aprovechar el Leverage Financiero
- Posición fiscal
- Calificación del riesgo
- Razones de cobertura

Calificación del riesgo - Proceso primario

CATEGORIA INICIAL	INDICADORES FINANCIEROS		
	NIVEL 1	NIVEL 2	NIVEL 3
A	$INS \geq 4$	$INS \geq 6$	$INS \geq 8$
B	$4 > INS \geq 2,5$	$6 > INS \geq 3.25$	$8 > INS \geq 4$
C	$2.5 > INS \geq 1,5$	$3.25 > INS \geq 2$	$4 > INS \geq 2.5$
D	$INS < 1,5$	$INS < 2$	$INS < 2.5$

Calificación del riesgo

Proceso primario

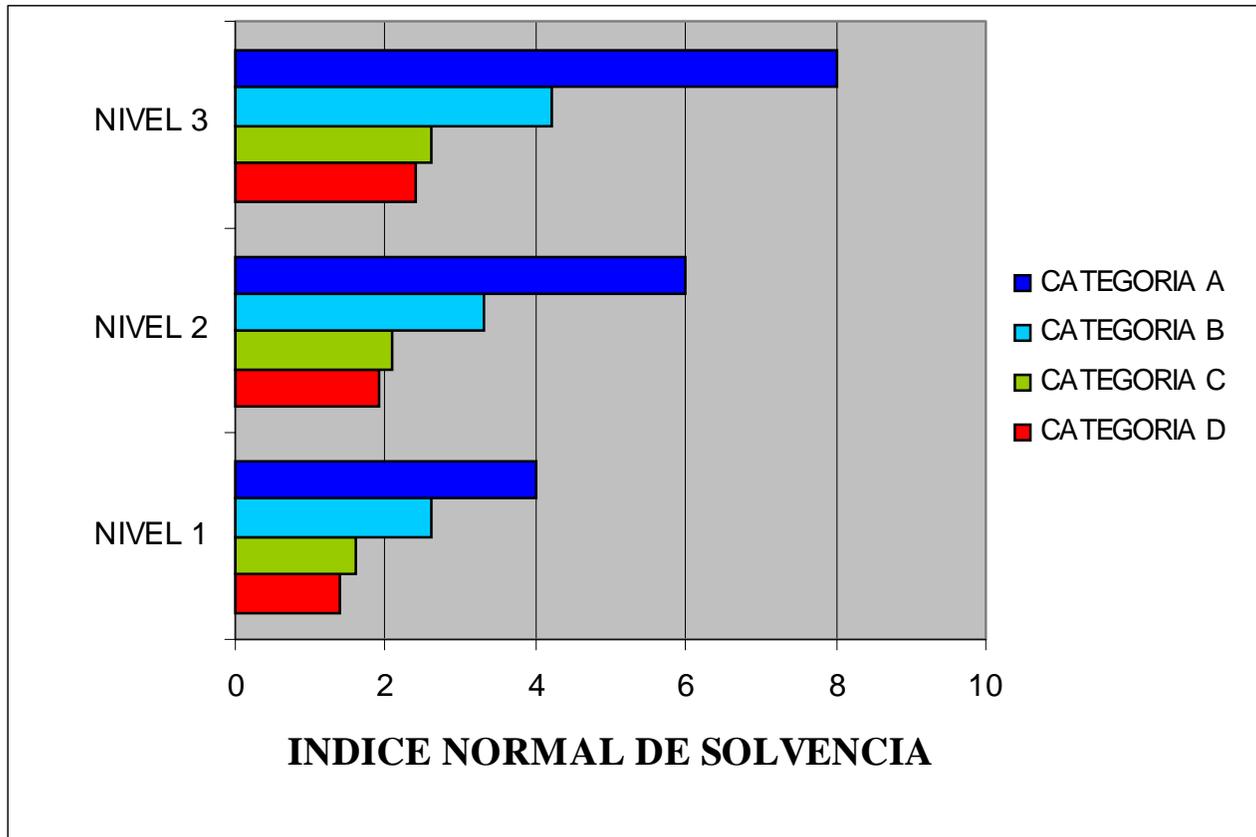
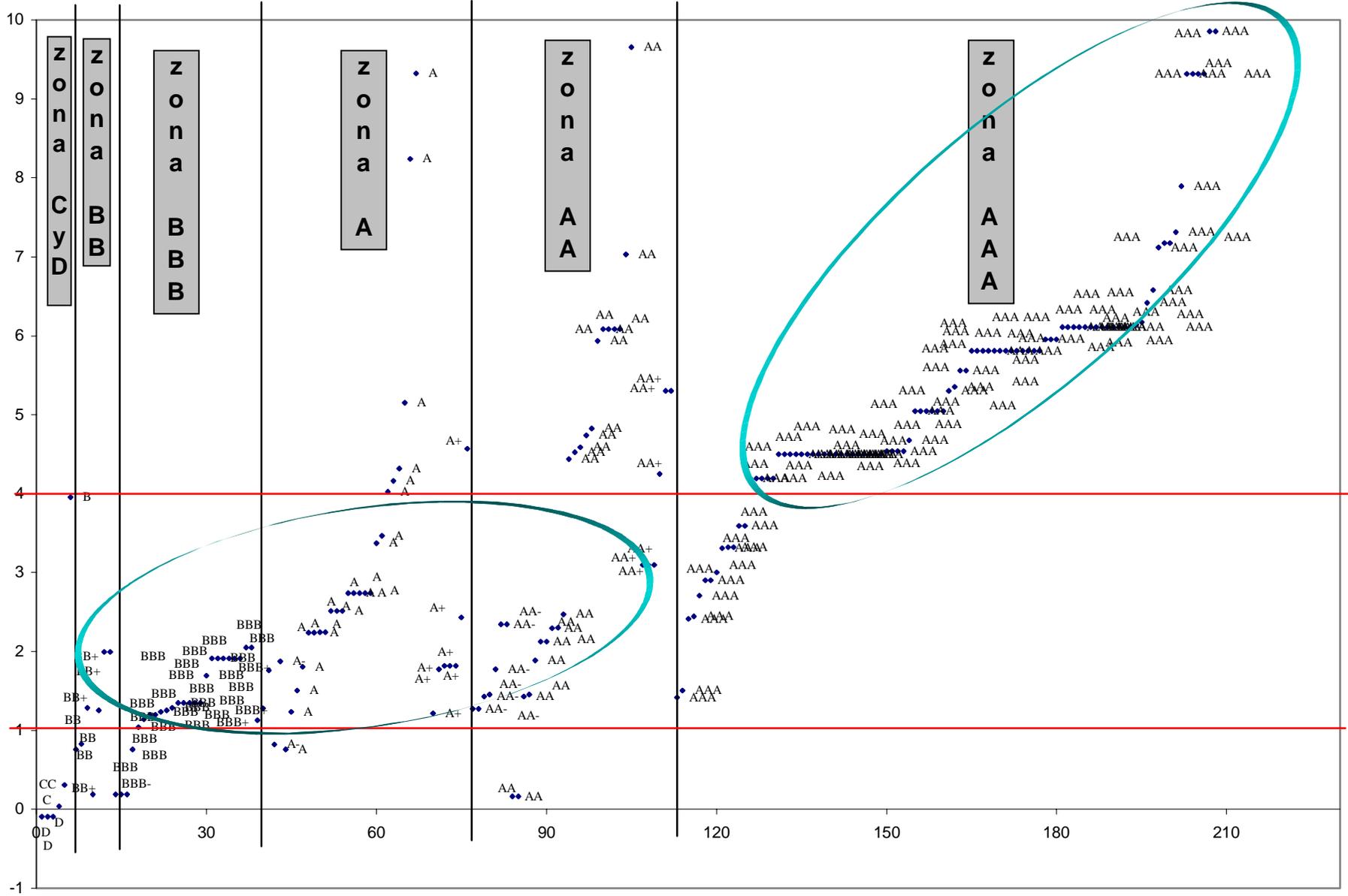


Gráfico No. 4 - Calificación Según E.B.I.T/Intereses



Número de Observaciones

Otras categorías analizadas en el proceso de calificación del riesgo

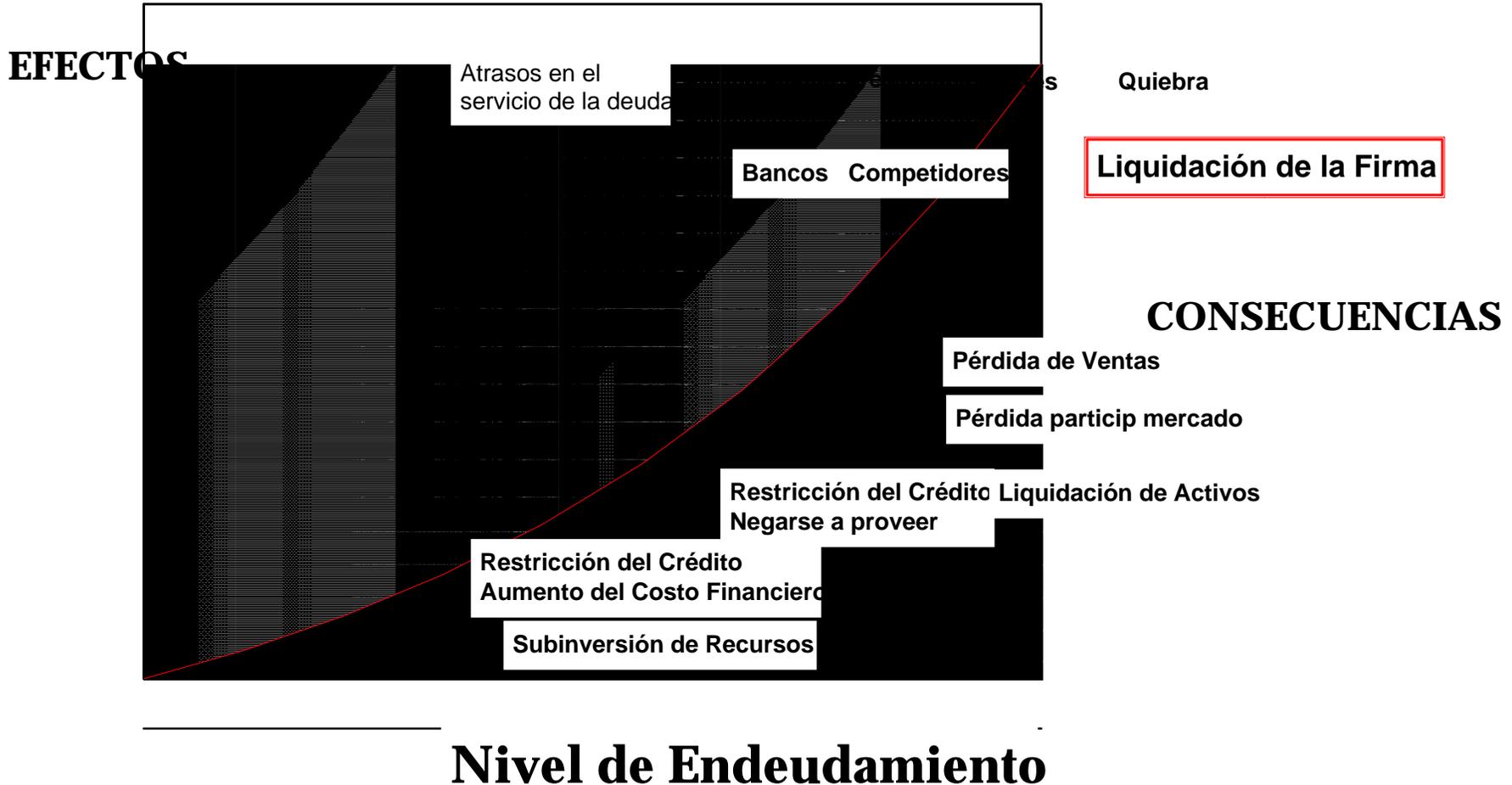
- Calce de monedas
- Disponibilidad de garantías
- Contingencias
- Índices financieros tradicionales
- Calces de plazo y flujo de fondos

Índice Normal de Solvencia

$$\text{Resultado STD (RS)} = \frac{\sum_{j=1}^n \frac{\text{Resultado del ejercicio}_j}{\text{Activo Promedio}_j}}{n} \times \text{Activo total}_n$$

$$\text{Índice Normal de Solvencia (INS)} = \frac{\text{Resultado Standard (RS)}}{\text{Gastos Financieros (GF)}}$$

Dificultades Financieras



Modelo ECO

Input Data

- Estados Financieros de la Firma
- Cobertura EBIT/Interest
- Risk free rate
- Risk premiun
- Beta de la firma

El Modelo ECO

- El nivel de actividad de la firma es *variable*
- La deuda puede ser *mejor en algunos casos, peor en otros.*
- La corriente de ahorros fiscales futuros tiene el *mismo riesgo que el resultado operativo de la empresa*, ya que su aprovechamiento depende del rendimiento de los activos.
- El *riesgo de los activos* aumenta cuando la empresa se aproxima a un umbral preespecificado de Solvencia.
- La estructura óptima de capital que se alcanza con aquel nivel de Deuda que *minimiza el valor presente esperado de los Pagos Impositivos y de las Dificultades Financieras.*

Modelo ECO

Sin Costos por Dificultades Financieras

- Desapalancamiento de la beta actual de la firma para un nivel de Deuda = 0 y luego reapalancamiento de la beta unlevered para los diferentes niveles de endeudamiento
- La deuda es considerada no libre de riesgo. Las betas se ajustan por impuestos
- El rendimiento exigido por los accionistas k_e surge a partir del CAPM

Modelo ECO

Sin Costos de insolvencia financiera

- Se calculan el FCF, el CCF y el CF para los accionistas
- Cálculo del Valor de la Firma mediante el WACC
- Se descuenta cada flujo de fondos con la tasa de rendimiento correspondiente al riesgo de cada flujo.
- Prueba de equivalencia del método de flujos: CCF, FCF y CF del accionista son descontados por la tasa apropiada al riesgo de cada flujo

Modelo ECO

Incorporando Costos por insolvencia financiera

- Calificación de riesgo: Relación kd con $EBIT/Interest$
- El rendimiento kd' se calcula en función de los rendimientos exigidos por el mercado para la calificación de riesgo asociada a la cobertura $EBIT/Interest$; ke' se calcula sumando un spread a kd'
- Prueba de equivalencia del método de flujos: CCF, FCF y CF del accionista son descontados por la tasa apropiada al riesgo de cada flujo
- **Obtención de los costos de las dificultades financieras por diferencia entre $V(MM) - V(kd', ke')$**