

3. En general, las teorías actuales sobre IED se centran en varias imperfecciones del mercado (productos, factores y mercados de capitales) como la principal fuerza impulsora de la inversión extranjera directa.
4. La teoría de la *internalización* de la IED sostiene que las compañías que tienen activos intangibles con la propiedad de un bien público suelen invertir directamente en el exterior a fin de utilizarlos a gran escala. Al mismo tiempo, evitan el uso ilegal que puede darse mientras negocian en los mercados extranjeros debido a un mecanismo de mercado.
5. Según la teoría del ciclo de vida del producto propuesta por Raymond Vernon, cuando una firma introduce productos lo hace en su país, cerca de los clientes. Una vez que el producto se estandariza y llega a la madurez, se advierte la necesidad de reducir los costos de producción para no perder la competitividad. En esta etapa, las compañías construyen plantas en las naciones de costos bajos.
6. En años recientes, una proporción creciente de la inversión extranjera directa se ha efectuado mediante adquisiciones de empresas ya existentes en el exterior. Se logran ganancias *sinergistas* si el comprador se siente motivado a aprovechar las imperfecciones del mercado.
7. Las imperfecciones en el mercado de activos intangibles, como la capacidad de investigación y desarrollo, pueden ser una de las principales causas de las adquisiciones en el exterior. La internalización se realiza *hacia* adelante para aprovechar los activos intangibles del comprador o *hacia atrás* para aprovechar los activos intangibles de la empresa meta.
8. Al evaluar el riesgo político, los expertos se centran en una serie de factores clave como los sistemas político y gubernamental del país anfitrión, antecedentes históricos de los partidos y su fuerza relativa, integración del país al sistema político/económico mundial, estabilidad étnica y religiosa, seguridad regional y los indicadores económicos básicos.
9. Al evaluar un proyecto de inversión extranjera, es preciso tener en cuenta el efecto del riesgo político que tiene una MNC, pues un país soberano puede cambiar las *reglas del juego*. Las multinacionales pueden ajustar el costo del capital hacia arriba o hacia abajo de los flujos esperados de efectivo procedentes de un proyecto internacional. Otra opción: las multinacionales pueden comprar pólizas de seguro contra el riesgo político.

TÉRMINOS CLAVE

acervos de la inversión extranjera directa, 397	ganancias sinergistas, 408	riesgo país, 413
activos intangibles, 401	inversión extranjera directa, 395	riesgo político, 410
adquisiciones y fusiones en el extranjero, 395	inversiones totalmente nuevas (<i>greenfield</i>), 395	teoría de la internalización, 401
flujos de la inversión extranjera directa, 395	Overseas Private Investment Corporation (OPIC), 417	teoría del ciclo de vida del producto, 403

CUESTIONARIO

1. Hace poco muchas transnacionales tanto de los países desarrollados como de los países subdesarrollados adquirieron compañías estadounidenses de alta tecnología. ¿A qué obedece esa decisión?
2. Las multinacionales japonesas, entre ellas Toyota, Toshiba y Matsushita, invirtieron mucho en los países del sudeste de Asia: Tailandia, Malasia e Indonesia. En su opinión, ¿qué factores impulsan estas inversiones?
3. Desde que se firmó el TLC muchas compañías de Asia, especialmente de Japón y Corea, han invertido mucho en México. ¿A qué atribuye la decisión de construir plantas en ese país?
4. ¿Cómo explicaría que en los últimos años China se ha convertido en el segundo receptor más grande de la inversión extranjera directa después de Estados Unidos?
5. Explique la aplicación de la teoría de internalización a la inversión extranjera directa. ¿Cuáles son sus puntos fuertes y débiles?

6. Explique cómo la teoría del ciclo de vida del producto formulada por Vernon se aplica a la inversión extranjera directa. ¿Cuáles son sus puntos fuertes y débiles?
7. ¿Por qué cree que el país anfitrión tiende a resistir las adquisiciones internacionales más que las inversiones totalmente nuevas?
8. ¿Cómo incorporaría el riesgo político a la presupuestación de capital de los proyectos de inversión extranjera?
9. Explique y compare la internalización hacia adelante y hacia atrás.
10. ¿Cuál podría ser la causa de las ganancias sinérgicas negativas de las adquisiciones de compañías estadounidenses en Gran Bretaña?
11. Defina *riesgo país*. ¿En qué se distingue del riesgo político?
12. ¿Cuáles son las ventajas y desventajas de la inversión extranjera directa en comparación con un contrato de licencias con un socio extranjero?
13. ¿Qué medidas operacionales y financieras puede aplicar una multinacional para atenuar en lo posible el riesgo político de un proyecto de inversión en el extranjero?
14. Estudie la experiencia de Enron en India e indique qué se aprende de ella en lo tocante al manejo del riesgo político.
15. Explique las formas en que los sucesos políticos en un país anfitrión inciden en las operaciones locales de una multinacional.
16. ¿Qué factores tendría en cuenta al evaluar el riesgo político relacionado con invertir en un país extranjero?

EJERCICIOS DE INTERNET



Lo acaban de contratar como asesor político de General Motors Company, la cual está estudiando la conveniencia de construir plantas en tres países: Brasil, China y Polonia. Elija uno de ellos y analice después el riesgo político de invertir allí. Utilice algunos sitios web como los siguientes: www.odci.gov/publications/factbook, o algunos otros recursos de internet. Puede preparar su informe final usando un formato semejante al de la ilustración 16.10.

MINICASO

Enron frente a los políticos de Bombay

El 3 de agosto de 1995 el gobierno del estado de Maharashtra (India), dominado por el partido derechista nacionalista Bharatiya Janata Party, rechazó de repente un multimillonario contrato de generación eléctrica que costaría US\$2.9 mil millones y que se construiría en Daheol, localidad situada cerca de Bombay, que es el corazón industrial del país. Fue un golpe terrible para Ravecha P. Mark, director general y presidente de la unidad de energía eléctrica de Enron, quien había negociado todo lo relacionado con la inversión en el estado de Houston. Al enterarse de la noticia, el precio de las acciones cayó un 10%: US\$33 1/2. Al instante puso manos a la obra para reanudar el proyecto con el Estado de Maharashtra, prometiendo ingresos adicionales. Todo en vano, pues los políticos del partido derechista se burlaron de ella. La batalla de Bombay arrojó serias dudas sobre la estrategia tan agresiva de Enron en el extranjero, que incluía un 10% de los ingresos de la compañía en el extranjero.

Enron participó en el proyecto en 1992, cuando el nuevo gobierno reformista del Partido del Congreso (I), encabezado por el primer ministro Narasimha Rao, se propuso atraer la inversión en infraestructura. Tras reunir los fondos necesarios del gobierno y el Estado de Houston en marzo, Enron envió al presidente de la India para que presentara un plan en 10 días. El plan de Enron incluía un contrato de generación de energía en Daheol un contrato de 2.015 megavatios. Nueva Delhi le dio al proyecto un 10% de los ingresos de la compañía y un contrato de 2.015 megavatios. Nueva Delhi le dio al proyecto un 10% de los ingresos de la compañía y un contrato de 2.015 megavatios.



δελ Εσταδο Μαηαρασητρα σε χομπρομετι Γ α χομπραρ 90% δε λα ενεργή α θυε σε προδουχρήα. Οτρασ δος χομπρα) ασ, Γενεραλ Ελεχτριχ Ψ Βεχητελ Γρουπ, αχεπταρον ασοχιαρσε α Ενρον εν ελ προψεχτο.

Αλ ρεεστρυχτραρ ελ αχυερδο, Ενρον χομετι Γ υν τερριβλε ερρορ δε χλχυλο πολ) τχο: νο τομ Γ εν χονσιδεραχι Γ υν ψιολεντο αταθυε χοντρα λα ινπερσι Γ εν εξτρανφερα πορ παρτε δε λα χοαλιχι Γ νοποσιτορα ενχαβεζαδα πορ ελ παρτιδο ναχιοναλιστα Βηαρατψια θανατα. Δυραντε λα χαμπα)α δε λα ελεχχι Γ εν εστααλ α πρινχιπιος δε 1995, ελ παρτιδο εξιγι Γ ρεεπαλωαρ ελ προψεχτο δε Ενρον. θαψ Δυβασηι, συ ασεσορ εχον Γ μιχο, ανυχι Γ θυε ελ παρτιδο ρεπισαρία τοδασ λασ ινπερσιονεσ εξτρανφερασ: □ Σι αλ φιναιλ τενεμοσ θυε πεδιρλεσ θυε σε μαρχηεν, λο ηαρεμοσ σιν παχιλαρ. □ Εν πεζ δε εσπεραρ λος ρεσυλαδοσ δε λα ελεχχι Γ εν, λα χομπρα) α σε απρεσυρ Γ α χερραρ ελ τρατο ε ινχι Γ λα χονστρυχι Γ εν, χονψενχιδα δε θυε υν νυεπο γοβιερνο νο σε απρεπερήα α ανυλαρλο υνα πεζ ινχιαδο ελ προψεχτο. Νο λε ιντερεσαβαν μυχηρ λος σεντιμιεντοσ πολ) αχοσ δελ πνεβλο. Προχρη Γ μαντενερ εν σεχρετο λος δεταλλεσ δελ χοντρατο, περο υνα δεμανδα εξιτοσα πορ υν γρυπο δε χονσυμιδορεσ δε Βομβαν λα οβλιγ Γ α ρεπελαρλοσ. Ενρον ρεχιβρήα 7.4 χενταποσ πορ κίλωαατηορα δελ Χομιτ Γ δε Ελεχτριχιδαδ δελ Εσταδο Μαηαρασητρα Ψ συ τασα δε ρενδιμιεντο ασχενδερήα α 23%, πορχενταφε μαγωρ α 16% σοβρε ελ χοστο δε χαπαταλ θυε ελ γοβιερνο γαραντιζαβα α λασ στρασ χομπρα) ασ. Λοσ χρη αχοσ χιταρον ελ δατο χομο υνα πρνεβα δε θυε ηαβήα εξαγεραδο λος χοστοσ δελ προψεχτο Ψ θυε ποδρήα ηαβερ χορρυχι Γ εν.

Ελ παρτιδο δερεχηιστα γαν Γ λα ελεχχι Γ εν δε 1995 εν ελ Εσταδο δε Μαηαρασητρα Ψ χυμπλι Γ συ προμεσα. Μανοηαρ θοσηι, ελ ρεχι Γ εν ελεχτο πριμερ μινιστρο δε λα εντιδαδ, θυε ηαβήα ηεχηρ συ χαμπα)α χον λα χονσιγνα □ αρρορεμοσ Ενρον αλ μαρ□, δε ινμεδιατο χαγγελ Γ ελ προψεχτο αλεγανδο χοστοσ ινφλαδοσ Ψ ταριφασ ελ χτριχασ δεμασιαδο αλτασ. Λοσ ποταντεσ αχογιερων γυστοσοσ λα δεχισι Γ εν, πνεσ τενήαν υνα δεσχομφιανζα πισχεραλ χοντρα λασ χομπρα) ασ εξτρανφερασ δεσδε λα ερα χολονιαλ δε λος βριτ(νιχοσ. (Χονψιενε ρεχορδαρ θυε λα Ινδια φνε χολονιζαδα πριμερο πορ υνα χομπρα) α εξτρανφερα, Βριτιση Εαστ Ινδια Χομπανψ.) Αλ μομεντο δε λα χανχελαχι Γ εν, Ενρον

ψα ηαβία ινπερτιδο υνοσ 300 μιλλονεσ δε δίλαρεσ. Αοσ φυνηιοναροσ δελ Παρτιδο δελ Χονγρεσο θυε εν υν πρινηπιιο ηαβίαν δεφενδιδο ελ προμηχετο Δαβηολ νο αχυδιερον εν συ ρεσχατε. Ελ παρτιδο ναχιονάλιστα λο χριτηαβα □χον ραζί (ν ο σιν ελλα□, πορθυε συ γραν χορρυπηι (ν λε ηαβία ιμπεδιδο ρεφορμαρ λα εχονομία ψ πορ ηαβερ φαπορεχιδο α λασ τρανσναχιονάλεσ. Χον ελ φιν δε πρεσιοναρ παρα ρεπερπαρ λα δεχισι (ν, Ενρον πρεσιον (χομο νυνχα αντεσ ιλ Δεπαρταμεντο δε Ενεργία δε Εσταδοσ Υνιδοσ παρα θυε ηιχιερα υνα προνυνηαχι (ν εν φυνιο δε 1995: λα χανχελαχι (ν δελ προμηχετο ρεπερχυτηρία νεγατιωαμεντε εν οτροσ προμηχετοσ δε ενεργία ελ χριτηα. Λα δεχλαραχι (ν νο ηιζο σινο αγραπαρ α (ν μ(σ ελ προβλεμα. Αοσ πολίτηχοσ δελ παρτιδο δε ινμεδιατο λο χριτηαρον χομο υν ιντεντο δε Ωασηινγτον πορ πρεσιοναρλο.

Τρασ λαρχοσ μεσεσ δε αχαλοραδασ δισχυσιονεσ ψ δε δεμανδασ, λοσ νεγοχιαδορεσ δε λασ παρτεσ αχεπταρον ρεπιπιρ ελ προμηχετο. Ελ νυεπο αχυερδο εσταβλεχε θυε Ενρον ρεχορταρ(ελ χοστο δε ∃2.9 μιλ μιλλονεσ α 2.5 μιλ μιλλονεσ, δισμινυιρ(λασ ταριφασ ελ χριτηασ προπωεστασ ψ υνα εμπρεσα εστααλ(σερ(σοχια χον υνα παρτιχηαχι (ν δε 30%. Υν θοσηι σατισφεχηο □πριμερ μινιστρο□ διφο □Μαηαρασητρα ηα σαλιδο μυψ φαπορεχιδο χον εστα δεχισι (ν □ Ενρον τυπο θυε ηαχερ υνα γραν χονχεσι (ν παρα δεμοστραρ θυε συσ προμηχετοσ γλοβαλεσ δε ενεργία ελ χριτηα σιγυεν εν πιε. Τρασ ελ νυεπο τρατο ρεπ(υνα δεμανδα δε ∃500 μιλλονεσ πορ δα(οσ ψ παρρυ(χιοσ τρασ λα χανχελαχι (ν δελ προμηχετο.

Puntos de análisis

1. Χομεντε λοσ ερρορεσ μ(σ γραπεσ θυε Ενρον χομετι (εν Ινδια.
2. Εξπλιθυε λο θυε πυδο ηαβερ ηεχηο εν φορμα διφερεντε παρα επιταρ συσ προβλεμασ εν λα Ινδια.

BIBLIOGRAFÍA

- Aharoni, Yair, "The Foreign Investment Decision Process", *Harvard Business Review School*, 1966.
- Caves, Richard, *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1982.
- Doukas, John y Nicholas Travlos, "The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions", *Journal of Finance* 43 (1988), pp. 1161-1175.
- Dunning, John, *Economic Analysis and the Multinational Enterprise*. Nueva York: Praeger, 1975.
- Eun, C., R. Kolody y C. Scheraga, "Cross-Border Acquisitions and Shareholder Wealth: Tests of Synergy and Internalization Hypotheses", *Journal of Banking and Finance* 20 (1996), pp. 1559-1582.
- Harris, Robert y David Ravenscraft, "The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market", *Journal of Finance* 46 (1991), pp. 825-844.
- Hymer, Stephen, *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, Cambridge, MA: MIT Press, 1976.
- Jensen, Michael, "The Takeover Controversy: Analysis and Evidence", *Midland Corporate Finance Journal* 5 (1986), pp. 1-27.
- Kang, Jun-Koo, "The International Market for Corporate Control: Mergers and Acquisitions of U.S. Firms by Japanese Firms", *Journal of Financial Economics* 35 (1993), pp. 345-371.
- Kindleberger, Charles, *American Business Abroad*, New Haven, CT: Yale University Press, 1969.
- Kobrin, Stepehn, "Political Risk: A Review and Reconsideration", *Journal of International Business Studies* 10 (1979), pp. 67-80.
- Mandel, Robert, "The Overseas Private Investment Corporation and International Investment", *Columbia Journal of World Business* 19 (1984), pp. 89-95.
- Magee, Stephen, "Information and the Multinational Corporation: An Appropriability Theory of Direct Foreign Investment", en Jagdish N. Bhagwati (ed.), *The New International Economic Order*, Cambridge, MA: MIT Press, 1977.
- Morck, Randall y Bernard Yeung, "Why Investors Value Multinationality", *Journal of Business* 64 (1991), pp. 165-187.
- "Internalization: An Event Study Test". *Journal of International Economics* 33 (1992), pp. 41-56.
- Ragazzione, Giorgio, "Theories of Determinant of Direct Foreign Investment", IMF Staff Papers 20 (1973), pp. 471-498.
- Root, Franklin, "Analyzing Political Risks in International Business", en *The Multinational Enterprise in Transition*, ed. A. Kapoor y Philip Grub, Princeton: Darwin Press, 1972, pp. 354-365.
- Rugman, Alan, "Internalization Is Still a General Theory of Foreign Direct Investment", *Weltwirtschaftliche Archiv*. 121 (1985), pp. 570-576.
- Rummel, R. J. y David Heenan, "How Multinational Analyze Political Risk", *Harvard Business Review* 56 (1978), pp. 67-76.
- The Economist, "Multinationals, a Survey", marzo 27, 1993, pp. 4-20
- Vernon, Raymond, "International Investment and International Trade in the Product Cycle", *Quarterly Journal of Economics* 80 (1966), pp. 190-207.
- "The Product Cycle Hypothesis in a New International Environment", *Oxford Bulletin of Economic and Statistics* 41 (1979), pp. 255-267.

17 Estructura del capital internacional y costo del capital

Costo del capital

Costo del capital en mercados segmentados e integrados

¿Difiere el costo de capital entre los países?

APLICACIÓN DE UN CASO: Novo Industri

Cotización de acciones en el extranjero

Fijación del precio de los activos de capital en cotizaciones cruzadas

Efecto de las restricciones a la propiedad de capital extranjero

Fenómeno de fijación de precios al mercado

APLICACIÓN DE UN CASO: Nestlé

Fijación de precio a los activos en las restricciones de la propiedad a los extranjeros

La estructura financiera de las subsidiarias

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

Bibliografía y lecturas recomendadas

APÉNDICE 17A: fijación de precios a activos no negociables: simulaciones numéricas

HACE POCO MUCHAS compañías importantes empezaron a internacionalizar su estructura de capital recabando fondos de fuentes del exterior e interior. Gracias a ello se han vuelto empresas multinacionales no sólo en el alcance de sus actividades de negocios, sino también en su **estructura de capital**. Es una tendencia que refleja dos cosas: el esfuerzo consciente de reducir el costo del capital utilizando fuentes internacionales y la liberalización y desregulación de los mercados financieros mundiales que los hacen accesibles para muchas empresas.

Si los mercados financieros internacionales estuvieran totalmente integrados, no importaría si una firma consigue capital de fuentes internas o externas, porque el costo se igualaría entre las naciones. Por otro lado, si los mercados no están totalmente integrados, posiblemente las empresas logren crear valor para sus accionistas emitiendo valores en ellos.

Como vimos en el capítulo 13, la cotización cruzada de las acciones de una empresa en las casas de bolsa del extranjero permite atenuar los efectos negativos de la segmentación e internacionalizar su estructura de capital, cuando se opera en un mercado de capital segmentado.¹ Por ejemplo, IBM, Sony y British Petroleum se cotizan y negocian simultáneamente en las bolsas de Nueva York, Londres y Tokio. Al internacionalizar la estructura corporativa de la propiedad, generalmente se logra elevar el precio de las acciones y reducir el costo de capital. En el recuadro “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Estados Unidos acoge con gusto la invasión extraterrestre” (página 426), se explica la creciente aceptación de reunir capital a nivel mundial.

En este capítulo vamos a estudiar las consecuencias que tiene internacionalizar la estructura de capital en el costo de capital y en el valor del mercado de una empresa. También estudiaremos las restricciones impuestas a la propiedad de compañías nacionales por extranjeros y su

¹ Stapleton y Subrahmanyam (1977) señalaron que una compañía puede recurrir alternativamente a la inversión extranjera directa con el fin de mitigar los efectos negativos de los mercados segmentados de capital.

efecto en el costo de capital. También nos ocuparemos de la capacidad de las multinacionales para conseguir capital al menor costo posible, pues sólo así podrá emprender en forma rentable una mayor cantidad de proyectos de capital y maximizar la riqueza de las acciones. Comenzamos el capítulo repasando los conceptos referentes al costo de capital y la teoría básica de la fijación de precio de los activos.

Costo del capital

Es la tasa mínima de rendimiento que ha de generar un proyecto para pagar sus costos financieros. Si el rendimiento es igual al costo de capital, el valor de una firma no cambiará si emprende el proyecto. Pero su valor aumentará cuando descubra y lleve a cabo un proyecto de inversión que produzca un rendimiento mayor al costo de capital. De ahí la importancia de que procure reducir el costo de capital, pues sólo así maximizará el valor.

Cuando una compañía tenga pasivo/capital contable en su estructura, el costo financiero se podrá representar mediante el **costo promedio ponderado del capital**. Puede calcularse ponderando el costo del financiamiento después de impuestos y el costo del capital fijo, usando como peso la razón de estructura de capital. En concreto,

$$K = (1 - \tau)K_t + \tau(1 - \tau)i \quad (17.1)$$

donde:

- K costo promedio ponderado de capital.
- K_t costo de capital contable de una empresa apalancada.
- i costo antes de impuestos del capital de deuda (financiamiento)
- τ impuesto marginal sobre el ingreso corporativo
- τ razón del valor de la deuda a valor del mercado total

En general, tanto K_t como i aumentan al elevarse la proporción de la deuda en la estructura de capital.² Sin embargo, en la combinación óptima de financiamiento con deuda y capital, el costo promedio ponderado de capital (K) será el más bajo. Las compañías tienen un incentivo para utilizar el financiamiento mediante deuda y aprovechar así la ventaja de la deducibilidad de los intereses del pago de los impuestos. En la mayoría de los países el pago de intereses es deducible de impuestos, a diferencia del pago de dividendos. Sin embargo, la deuda mediante financiamiento ha de balancearse contra los costos de la posibilidad de quiebra que entraña una deuda mayor. Así, un factor importante al determinar la estructura óptima de capital es la compensación entre la ventaja fiscal de la deuda y los costos de una quiebra.

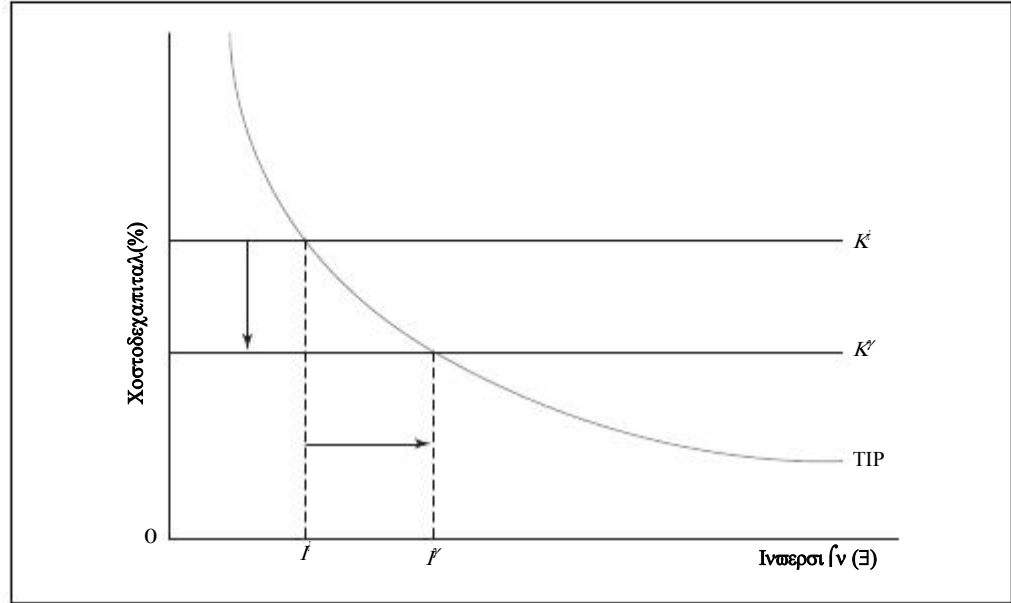
La selección de la estructura óptima de capital es importante, ya que una compañía que desee maximizar la riqueza de los accionistas financiará los nuevos gastos de capital al nivel donde el rendimiento marginal de la última unidad del capital recién invertido equivalga al costo marginal ponderado de capital de la última unidad del nuevo financiamiento a incrementar. En consecuencia, cuando una firma cuente con un programa fijo de inversiones, cualquier política que disminuya el costo de capital aumentará la rentabilidad de los gastos de capital, aumentando además la riqueza de los accionistas. Una de esas políticas consiste en internacionalizar el costo de capital.

Esto se muestra gráficamente en la ilustración 17.1. La firma que maximice el valor debería emprender un proyecto de inversión siempre que la tasa interna de rendimiento de éste supere el costo de capital de la empresa. Cuando todos los proyectos en estudio se clasifican por orden descendente con este criterio, la firma enfrentará un programa con pendiente negativa de la tasa interna de rendimiento, como se aprecia en la ilustración. Entonces el gasto óptimo de capital se fijará en el punto donde el programa cruce el costo de capital.

² En el capítulo 18 distinguimos entre el costo de capital contable de una firma apalancada, K_t y el de una firma no apalancada, K_u .

ILUSTRACIÓN 17.1

Decisión de inversión y el costo de capital



Nota: K^l y K^g ενδιχων, ρεσπεχτισμεντε, ελ χοστο δε χασπαλ χον υνα εσπυρχυρα ναχιοναλ ε ιντερναχιοναλ δε χασπαλ; TIP εσ λα τασα ιντερνα δε ρενδιμεντο δε λος προμεχτος δε ινπερσι (ν; $I \in I$ σον λος γαστος δε λα ινπερσι (ν (πιτιμα χον εσπυρχυρας αλτερνατιβας δε χασπαλ.

Supongamos ahora que el costo de capital puede reducirse de K^l con la estructura de capital local a K^g con una estructura internacionalizada. Como se advierte en la ilustración, la firma podrá entonces aumentar la inversión rentable de I^l a I^g , acrecentando así el valor de la firma. No obstante, es importante señalar que al reducirse el costo de capital aumenta el valor de la firma, no sólo con una mayor inversión en los nuevos proyectos, sino al reevaluar los flujos de efectivos de los ya existentes.

Costo del capital en mercados segmentados e integrados

La principal dificultad al calcular el costo del financiamiento (K) de una empresa se relaciona con el costo del capital contable (K_e). Este último es el rendimiento esperado sobre las acciones que establecen los inversionistas. A menudo se estima mediante el **modelo de fijación del precio del activo de capital (CAPM, de capital asset pricing model)**, el cual establece que el equilibrio de la tasa esperada de rendimiento de una acción (o, en términos generales, de cualquier valor) es una función lineal de su riesgo sistemático inherente. En concreto, la tasa de rendimiento esperada determinada con este modelo del i -ésimo valor es:

$$R_i = R_f + (R_M - R_f) b_i \tag{17.2}$$

donde R_f es la tasa libre de riesgo y R_M es el rendimiento esperado del **portafolios de mercado**, el de todos los activos ponderado según su valor de mercado. **Beta** (b_i) es una medida del riesgo sistemático del valor i . El **riesgo sistemático** es riesgo de mercado no diversificable de un activo. La ecuación CAPM muestra que el rendimiento esperado del valor i , R_i , aumenta en b_i ; cuanto mayor sea el riesgo de mercado, más grande será el rendimiento esperado. Beta se calcula como $Cov(R_i, R_M) / Var(R_M)$, donde $Cov(R_i, R_M)$ es la covariancia de los rendimientos futuros entre el valor i y el portafolios del mercado; y $Var(R_M)$ es la variancia de los rendimiento del portafolios del mercado.

Supongamos ahora que los mercados financieros internacionales estén segmentados y que, en consecuencia, los inversionistas sólo podrán diversificarse a nivel nacional. En tal caso, el portafolios del mercado (M) en la fórmula CAPM debería representar el portafolios del país, que a menudo se aproxima mediante el índice S&P 500 en Estados Unidos. La medida correspondiente del riesgo al fijarle precio a los activos será la beta medida a partir del portafolios

nacional del mercado. En los mercados de capital segmentado, a los mismos flujos de efectivo futuros se les fijará precio de modo diferente en cada país, pues los inversionistas pensarán que no presentan el mismo riesgo sistemático.

Supongamos ahora que los mercados financieros internacionales estén totalmente integrados y que, en consecuencia, los inversionistas pueden diversificarse en el ámbito internacional. De ser así, el portafolios del mercado en la fórmula CAPM será el del mercado “mundial”, que abarca todos los activos del mundo. Por lo tanto, la medida correspondiente del riesgo debería ser la beta medida a partir del portafolios del mercado mundial. En los mercados financieros internacionales integrados, a los mismos flujos de efectivo futuros se les fijará precio del mismo modo en todas partes. Los inversionistas requerirán, por lo regular, rendimientos esperados menores sobre los valores en la integración que en la segmentación, porque aquélla les permite diversificar mejor el riesgo.³

EJEMPLO 17.1

Un ejemplo numérico Supongamos que la beta nacional de IBM en Estados Unidos es 1.0, o sea $b_{EBUM} = 1.0$, que es el nivel de riesgo promedio de beta. Supongamos, además, que el rendimiento esperado del portafolio del mercado en Estados Unidos sea 12%, o sea $\bar{R}_{EU} = 12\%$, y que la tasa de interés libre de riesgo —que es la de los bonos del Tesoro de Estados Unidos— es 6%. Si los mercados de capitales estadounidenses se separan del resto del mundo, la tasa de rendimiento esperada de las acciones IBM se calculará así:

$$\bar{R}_{IBM} = R_f + (b_{EBUM})(\bar{R}_{EU} - R_f)$$

$$6\% + (1.0)(12\% - 6\%) = 12\%$$

Al tener en cuenta el riesgo beta local de IBM, los inversionistas pedirán un rendimiento de 12% sobre su inversión en las acciones de la compañía.

Supongamos ahora que los mercados de capital estadounidenses están integrados al resto del mundo y que la medida beta mundial de las acciones de IBM es 0.8, o sea $b_{WIBM} = 0.8$. Si suponemos que la tasa libre de riesgo es 6% y que el rendimiento esperado del portafolios del mercado mundial es 12%, o sea $R_f = 6\%$ y $\bar{R}_w = 12\%$, podemos calcular el rendimiento esperado de las acciones así:

$$\bar{R}_{IBM} = R_f + (b_{WIBM})(\bar{R}_w - R_f)$$

$$6\% + (0.8)(12\% - 6\%) = 10.8\%$$

A la luz de una medida beta mundial relativamente baja de 0.8, los inversionistas necesitarán un rendimiento menor de las acciones con la integración que con la segmentación.

Por supuesto la integración o segmentación de los mercados financieros internacionales tiene serias consecuencias al determinar el costo de capital. Pero la evidencia empírica al respecto no es tajante. Un número considerable de investigadores como Harvey (1991) y Chan, Karolyi y Stulz (1992) encuentran difícil rechazar la versión internacional del método CAPM, y sugieren que los mercados financieros internacionales no están tan segmentados, como integrados. Sin embargo, otro grupo de investigadores, entre ellos French y Poterba (1991), comprobaron que los inversionista actuales se diversifican a nivel mundial hasta cierto límite, lo cual significa que los mercados financieros debería estar más segmentados que integrados. En un estudio en que se analizó la integración de los mercados accionarios de Canadá y Estados Unidos, Mittoo (1992) descubrió lo siguiente: a las acciones canadienses con cotización cruzada en las bolsas de Estados Unidos se les fija precio en un mercado integrado y que la segmentación predomina en las acciones canadienses que no se cotizan de manera cruzada.

³ En Cohn y Pringle (1973) y en Stulz (1995) se da una explicación detallada del efecto que la integración y la segmentación tienen en el costo del capital.



Estados Unidos acoge con gusto la invasión extraterrestre

Ελ(α)ο πασαδο 7.5% δε λασ αχχιονεσ πορ Ξ2.25 βύλλονεσ νεγοχια-
δασ εν λα Βολσα δε Νυεπα Ψορκ (ΝΨΣΕ) χορρεσπονδι(α χερτιφιχαδός
εσταδουνιδενεσεσ δε δεπ(σιτο (ΑΔΡ, δε Αμερικαν δεποσιτοριμ ρε-
χειπτσ). Εσ υν πορχενταφε θυε σεγυραμεντε χρεχερ(εν ελ(α)ο αχ-
τυάλ, ιμπυλσαδο πορ λασ ρεχιεντεσ εμισιονεσ δε τρανσναχχιονάλεσ,
λασ χυάλεσ σε εστιμα θυε συπεραρ(ν ελ(ρ(χορδ δε 37 χοπιζαχχιονεσ
ρεαλιζαδασ θυραντε 1993.

Αδεμ(σ δε λασ ΑΔΡ δε λα Βολσα δε Νυεπα Ψορκ, υν φιλυο χοσ-
ταντε δε χερτιφιχαδός δε δεπ(σιτο (ΔΡ, δε δεποσιτοριμ ρεχειπτσ),
νεγοχιαδός εν ελ μερχαδο δε μοστραδορ, σε χοπιζαν εν σπρασ βολ-
σασ χομο Αμεξ ψ Νασδαθ, ο σε χολοχαν εν πριπαδο, χομφορμε α λα
ρεγλα 144Α ψ σε χομερχιαν μεδιαντε ελ Πορταλ δελ σιστεμα.

Ελ μερχαδο δε χερτιφιχαδός δε δεπ(σιτο ηα ιδο αδθυιριενδο
διμενσιονεσ γλοβαλεσ. Ηαστα φινεσ δε λα δ(χαδα δε 1980 ρε-
πρεσενταβαν αχχιονεσ δε λασ εμπρεσασ ευροπεασ, περο ηοιμ λασ
ινπερσιονιστασ εσταδουνιδενεσεσ πυεδεν χολοχαρ δεσδε συ πα(σ
αχχιονεσ δενομιναδασ εν δ(λαρεσ ψ προχεδεντεσ δε πα(σεσ ταν
διπερσοσ χομο Χηιλε, Χηινα, Ινδια ψ Μ(ξιχο.

Λα βανα δε ινπερσι(ν τιενε ελ προγραμα μ(σ οχυπαδο δε
οφρετασ φραμ(σ πιστασ εν ελ νεγοχιο δε λασ χερτιφιχαδός δε δεπ(σιτο,
αυνθυε λα πολατιδαδ δε μυχηοσ μερχαδός εμεργεντεσ νο δερα
δε προχυπαρ α λασ συσχυριπορεσ.

Λα εμισι(ν δε χερτιφιχαδός δε δεπ(σιτο ευροπεοσ προπιενε
πρινχιπαλμεντε δε λασ προγραμασ δε πριπαταζαχι(ν, σοβρε τοδο λασ
θυε εστ(ν ιμπλεμεντανδο Φραγια ε Ιταλια. Εν Ασια, λασ χομπα-
)(ασ δε λα Χηινα χοντινενταλ ψ δε Ηονγ Κογγ θυιερην χαπα(αλ παρα
εξπανδιρεσ α πεσαρ δελ ρετροχεσο δελ χρεχιμιεντο εχον(μιχο. Ψ
εν Λατινοαμ(ριχα σε πρεπ(θυε λα απροβαχι(ν δελ ΤΑΧ (Τραταδο
δε Λιβρε Χομερχιο δε Αμ(ριχα δελ Νορτε) ιμπυλσ(λα εμισι(ν
εν Μ(ξιχο, μεντρασ θυε υνα δοχενα δε χομπα)(ασ χηιλενασ
πλανεαν λαζαρ εστε α)ο λασ χερτιφιχαδός δε δεπ(σιτο. Αδεμ(σ,

εν 1994, πρεσενχιαρεμοσ λα πριμερα εμισι(ν εν αλγυνοσ πα(σεσ
χομο Σρι Λανκα, Πακιστ(ν, Περ(ψ Υρυγουαν.

Λασ εμισορασ σε σιεντεν απρ(δασ πορ λα χρεχιεντε δεμανδα
δε αχχιονεσ ιντερναχχιοναλεσ μεδιαντε λασ χερτιφιχαδός δε δεπ(σι-
το δε λασ ινπερσιονιστασ εσταδουνιδενεσεσ, αχομπα)αδα δε λα
δεμανδα ευροπεα ψ ασι(τιχα δε χερτιφιχαδός δε δεπ(σιτο θυε σε
νεγοχιαν εν βολσασ φυερα δε Εσταδός Υνιδοσ, α μενυδο λλαμαδός
χερτιφιχαδός γλοβαλεσ δε δεπ(σιτο (ΓΔΡ, δε γλαβλα δεποσιτοριμ
ρεχειπτσ).

Αλγυνασ χομπα)(ασ νεχεσιταν υργεντεμεντε ρεχαβαρ χαπα-
τα(φρεσχο εν χαντιδαδεσ νο διαπονιβλεσ εν συ πα(σ. Οτρασ σιμ-
πλεμεντε δεσεαν αμπλιαρ συ βασε δε ινπερσιονιστασ ψ προχυραν
χομπενχερλοσ δε δισε(αρ υν προγραμα δε ΑΔΡ περο σιν οβτενερ
χαπα(αλ φρεσχο.

Περο αμβοσ γρυποσ χομπρενδεν θυε εν λα χομπετενχια γλο-
βαλ πορ ελ χαπαταλ, λασ εμπρεσασ θυε αμπλ(εν συ βασε ατραμενδο
ινπερσιονιστασ εξτρανφεροσ τενδρ(ν μαγορεσ προβαβιλιδαδεσ δε
οβτενερ υν σ(λιδο πρεχιο πορ αχχι(ν, αδεμ(σ δε θυε λασ σερ(μ(σ
φ(χλ ραυνιρ χαπαταλ χομφορμε πασαν νεχεσιτι(νδολο.

Ελ μενσαφε εσ γλαφο: υν προγραμα δε ΑΔΡ εμπιεζα α σερ υνα
νεχεσιδαδ σι σε δεσεα αχχεδερ α ινπερσιονιστασ δε Εσταδός Υνι-
δοσ. Ψ α μεδιδα θυε πασα χρεχιενδο λα γαμα δε αχχιονεσ ιντερνα-
χιοναλεσ διαπονιβλεσ εν φορμα δε ΔΡ, μυχηοσ εσταδουνιδενεσεσ
πενσαρ(ν θυε λα χαζα δε αχχιονεσ εν λασ μερχαδός δελ εξτεριορ
οφρεχε μενοσ ινγεντιποσ. Εστε εφεχτο σε ιντενσιφιχα πορθυε λα εμι-
σι(ν δε λασ ΔΡ συελε ρεθυεριρ αβυνδαντε ινπεσιγιαχι(ν ψ δεσπιερ-
τα ελ ιντερ(σ δε λασ χορρεδυρ(ασ. Αδεμ(σ, χολοχαλοσ αντεχεδεντεσ
δε υνα χομπα)(α εν ελ χεντρο δε μιλεσ θυε δεσεαν χαπαρ λα
ατενχι(ν δε λασ ινπερσιονιστασ.

Ηοιμ μυχηοσ οπχιονεσ παρα λασ τρανσναχχιοναλεσ θυε δεσεεν
αχχεδερ αλ μερχαδο δε λασ ΔΡ. Λοσ μ(σ σεγγλλοσ σον λασ ΑΔΡ

Estos trabajos indican que los mercados financieros internacionales ya no están segmentados, aunque tampoco estén totalmente integrados por ahora. De ser así —cosa muy posible por cierto—, el costo del capital entre los países puede presentar diferencias sistemáticas.

¿Difiere el costo de capital entre los países?

Con frecuencia se dice que las compañías estadounidenses “trabajan bajo la carga de costos más pesados de capital” frente a las multinacionales rivales, especialmente en Japón y Alemania. Esa afirmación indica naturalmente que los mercados de capital no están enteramente integrados. Convendría comparar el costo de capital entre las naciones para comprobar si es así.

McCauley y Zimmer (1994) ofrecen una comparación directa del costo de capital entre cuatro grandes países: Alemania, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. Primero, estiman el costo de la deuda y del capital contable, para luego calcular el de los fondos como el costo promedio ponderado del capital, utilizando como peso la estructura de capital en cada país. Obtienen el costo del capital en términos reales después de ajustar la tasa de inflación. En su estudio, el costo de la deuda se mide como la tasa real de interés después de impuestos que se impone a los prestatarios corporativos no financieros. Al estimar el costo del capital, McCauley

δε νηελ 1, θυε χοντιενεν υν προγραμα θυε περιμτε χονπερτιν εν ΔΡ λασ αχτυαλασ αχχιονεσ λογαλεσ σοβρε λα δεμανδα παρα νεγο- χιαρλασ εν ελ μοστραδορ (οπερ-τηε-χουντερ). Εν φορμα παρεχιδα, λασ προγραμασ δε νηελ 2 περιμτεν θυε λασ αχχιονεσ πυεδαν σερ τρανσφορμαδασ εν χερπιφιαδοσ δε δεπ (σιτο, σίλο θυε εστα πεζ ιν- χριτασ εν υνα βολσα.

Λασ προγραμασ δε νηελ 1 ψ δε νηελ 2 χारेχεν δε λασ βνεφί- χιοσ θυε προδυχε λα εξπεχταχι (ν χρεαδα εν ελ μερχαδο αλ οφρεχερ υνα αχχι (ν νυεπα. Πεσε α ελλο, λασ βανθυεροσ νο πιενσαν θυε υνα χομπα) α δεβα ιγνοραρ ελ μερχαδο χυανδο νο τεγγαν υνα νεχεσιδαδ ινμεδιατα δε χαπαταλ. Αλ ρεσπεχτο θοσεπη ζελλι, πιχεπε- σιδεντε αρεχιτυπο δελ Βανκ οφ Νεω Ψορκ σε)αλα: □Υν προγραμα δε νηελ 1 βρινδα α λασ εμπρεσασ λα οπορτυνιδαδ δε δεσταχαρ ψ λασ ανηδα, αδεμ(σ, αγενεραρ λα ινθεστιγαχι (ν δε προδυχοσε εντερ) σ πορ παρτε δε λασ χορρεδυ)ασ□

Αλγυνασ χομπα) ασ δελ Ρεινο Υνιδο χομο Γυιννεσσ ψ Τεσχο ηαν λογραδο σεγυιμιεντο αλ περιμτιρ θυε λασ αχχιονεσ αχτυαλασ σε χομερχιεν εν ελ μοστραδορ εν Εσταδοσ Υνιδοσ μεδιαντε ΔΡ. Εν φεχηα μ(σ ρεχιεντε, Τελεχομμυνιχαχοεσ Βροσλαρασ (Τενεβρασ) ταμβί(ν χονσιγυι) αμπλιαρ συ βασε δε αχχιονεσ ιντροδυχιενδο υν προγραμα δε νηελ υνο.

Νο οβσταντε, λα μαγορ παρτε δε λασ προγραμασ δε ΔΡ ινχλυπε ρεχαβαρ χαπαταλ. Αντεσ δε λα δ(χαδα δε 1980, εστο χονσισ)α εν θυε υνα χομπα) α ευροπεα πενδιερα λασ ΑΔΡ α ινπερσιονιστασ δε Εσταδοσ Υνιδοσ. Περο, αηορα θυε λασ εμπρεσασ λατινοαμερικανασ ψ ασι(τιχασ ρεαλιζαν μ(σ οφερτασ, εστα τρανσααχι (ν σε ηαχε μεδιαντε υνα οφερτα δε ΓΔΡ θυε πυεδε ατενδερ σιμυλτ(νεαμεντε)λα δεμαν- δα δε λασ ινπερσιονιστασ εσταδουνιδενεσεσ, ευροπεοσ ψ ασι(τιχοσ. Πρεσχινδιενδο δε λα τερμινολογ)α, αμβοσ τιποσ δε ΔΡ ρεφλαραρ λα μισμα εστρυχτυρα β(σιχα δε λασ παλορεσ δενομιναδοσ εν δ(λαρεσ.

Χυανδο πα α ρανυιρε χαπαταλ, λασ πρινχιπαλεσ δεχισιονεσ σε ρε- φιερεν α σι λασ αχχιονεσ σε χολοχαν εν φορμα πριπαδα βαρο λα ρεγλα 144Α ο σι σε ηαχε υνα οφερτα π βλιχα, εν εστε χασο σε δετερμινα δ (νδε σε χοτιζαν λασ δεπ(σιτοσ.

Εν λα αχτυαλαδαδ εξιστε λα τενδενχια α αλεφαρσε δε λασ προ- βλεμασ δε λα ρεγλα 144Α παρα ρεγιστραρσε εν λα Σεχυριτιεσ ανδ Εξχηανγε Χομμισσιον.

□Ινχλυσο χον υνα χολοααχι (ν δε 144Α, ηαμ θυε δαρ μυχηα ινφορμαχι (ν, ηαχερ λασ μισμασ πρεσενταχιονεσ ψ μυχηο προβαρο αντεσ δε λα οφερτα) α, χομεντα Βιλλ Τρευτ, θυιεν διριγε λασ πεντασ δε ρεχιβοσ δε δεπ(σιτο δε Χιτιβανκ εν Λατινοαμ)ριχα.

Λασ χομπα) ασ σε ηαν δαδο χυεντα δε θυε ελ προβλεμα δε χον- χλυαχι (ν χονταβλε νο εσταν ταρριβλε χομο σε χρε)α αντεσ. Λοσφαχο- ρεσ αντεριορεσ ηαν χονπενχιδο α μυχηοσ δε ελλοσ δε θυε χονπιενε τομαρ λασ μεδιδασ αδιχιοναλεσ θυε ρεθυερα υνα οφερτα π βλιχα.

□Πορ ραζονεσ παρτιχυλαρεσ □οβσερπα Τρευτ) α, αλγυνασ χομπα-) ασ χρεεν θυε συ πεντανα δε οπορτυνιδαδ εσ λιμιταδα) α, ψ πυεδεν απροσπεχηαρ λα πελοχιδαδ δελ προχεσο 144Α. □Περο χυανδο νο εξισ- τεν εσοσ φαχορεσ σε τιενδε χλαραμεντε αλ ρεγιστρο.□

Εν 1991, σε ρεχαβαρον Ε2.29 μιλ μιλλονεσ μεδιαντε χολο- χαχιονεσ χονφορμε α λα ρεγλα 144Α; ελ μοnton αλχανζ) Ε3 830 μιλλονεσ εν 1992, περο ρετροχεδι) α Ε2.14 μιλ μιλλονεσ εν ελ α)ο πασαδο. Μιεντρασ ταντο ελ χαπαταλ ποταλ οβτενιδο α τραπ)σ δε λασ ΔΡ δε δεπ(σιτο δυραντε 1993 φυε δε Ε9.54 μιλ μιλλονεσ, χαντιδαδ μαγορ α λασ Ε5.26 μιλ μιλλονεσ εν 1992 ψ α λασ Ε4.61 μιλ μιλλονεσ εν 1991. Αντεσ ηυβο τρεσ α)οσ βασταντε τρανθυλοσ α φιναλεσ δε 1987, χυανδο σε οβτυπιερον Ε4.59 μιλ μιλλονεσ.

Υνα δεσπενταρα δε λασ χολοααχιονεσ 144Α χονσιστε εν θυε ρεδυχεν λα βασε δε ινπερσιονιστασ ινστυχιοναλεσ α χομπραδο- ρεσ ινστυχιοναλεσ χαλιφιαδοσ, ψ θυε εξχλυπεν πορ χομπλετο αλ σεχορ μινοριστα ψ α λασ ινστυχιονεσ πεθυε)ασ. Οτρα χονσιστε εν θυε α μενυδο νο εσ μυψ βυενα λα λιθυιδεζ εν ελ σιστεμα δε νεγοχιαχι (ν δελ μερχαδο σεχυνδαριο δελ Πορταλ; ασ) θυε ινχλυσο λασ χομπραδορεσ ινστυχιοναλεσ σε σιεντεν μ(σ χ(μοδοσ χον λασ οφερτασ π βλιχασ.

Λα τενδενχια γενεραλ α αρμονιζαρ λασ νορμασ χονταβλεσ ηα λογραδο θυε χαδα πεζ μ(σ τρανσααχιοναλεσ σε αχερθυεν α λασ πρινχιπιοσ χονταβλεσ δε Εσταδοσ Υνιδοσ. Γραχιασ α ελλο)εσ ρεσυλτα αηορα μενοσ διψ)χιλ τομαρ λασ πασοσ νεχεσαριοσ παρα ρεγιστραρσε εν λα Σεχυριτιεσ ανδ Εξχηανγε Χομμισσιον παρα ρεαλιζαρ υνα εμι- σι (ν π βλιχα δε ΑΔΡ.

Φυεντε: Μιχηελ Μαρραψ, *Ευρομoneψ*, αβριλ δε 1994, ππ. 61-63. Τεξτο αδαπαδο χον αυτοριζαα (ν.

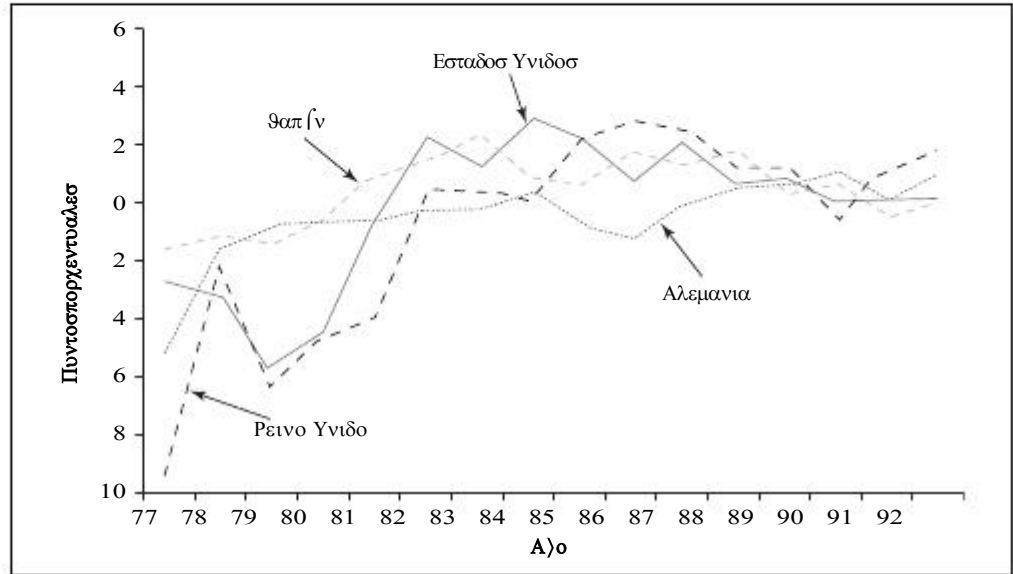
y Zimmer primero calcularon las verdaderas ganancias económicas, ajustándola de acuerdo con algunas distorsiones como depreciación, utilidades de inventario y tenencia cruzada de acciones. Después, compararon las ganancias semejantes a nivel internacional con la capitalización respectiva en el mercado nacional.

Los costos estimados de la deuda y del capital que obtuvieron se muestran en las ilustraciones 17.2 y 17.3, respectivamente. Como se observa en la primera ilustración, antes de 1982, los costos reales de la deuda eran a menudo negativos y divergentes entre las naciones, debido a las distorsiones de la inflación. Desde entonces los costos de la deuda han ido similares en las empresas estadounidenses, japonesas e inglesas. Las compañías alemanas disfrutaron un costo menor en el periodo comprendido entre 1982 y 1988. En la ilustración 17.3 vemos claramente que el de las compañías japonesas fue mucho menor que en los otros tres países, especialmente en el periodo 1986-1989. Sin embargo, vale la pena señalar que los costos de las cuatro naciones convergieron en la década de 1990.

La ilustración 17.4 muestra la tendencia de la estructura de capital, medida por la razón del valor deuda a capital. Alemania y Japón tienen razones más elevadas que Estados Unidos y el Reino Unido. Varios motivos explican la razón más alta de las compañías alemanas y japonesas. Primero, tradicionalmente el sector bancario de ambos países ha influido mucho más en el financiamiento corporativo que los mercados de valores. Segundo, ambas naciones podrían

ILUSTRACIÓN 17.2

Costo de la deuda efectivo real después de impuestos

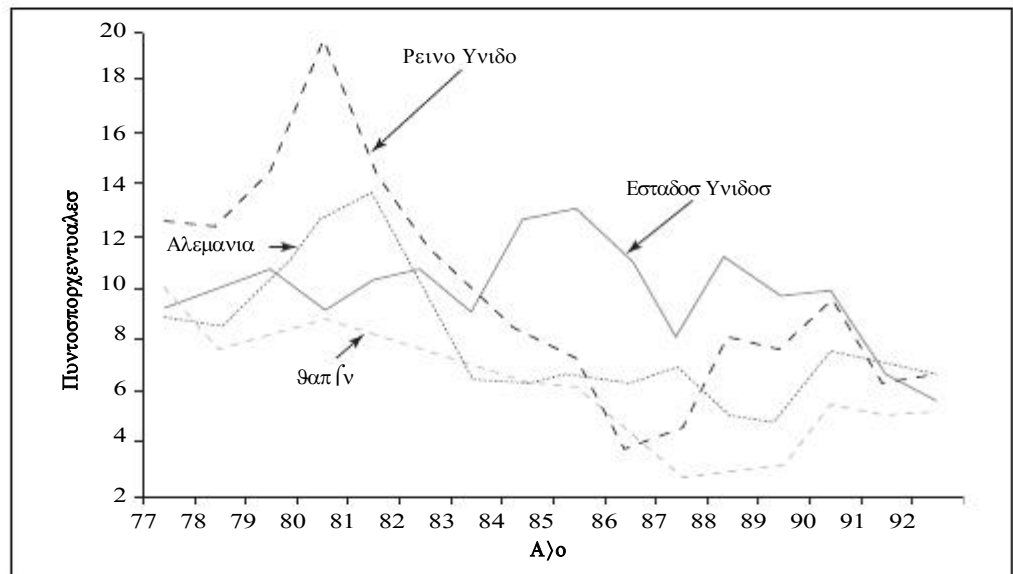


Φοιντε: Ροβερτ ΜχΧαλζαμ ψ Στεπεν Ζιμμερ, □Εξχηανγε Ρατες ανδ Ιντερνατιοναλ Διφφερενχες ιν τηε Χοστ οφ Χαπιταλ, εν Ψ. Αμιηυδ ψ Ρ. Λεπχη (εδς.), *Εξχηανγε Ρατες ανδ Χορπορατε Περφορμανχε* (Βυρτ Ριδηε, Ιλλ.: Ιρσιν, 1994).

mantener altos niveles de endeudamiento sin exponerse demasiado al riesgo de incumplimiento, pues los bancos —que a menudo pertenecen al mismo giro de negocios (*keiretsu*)— tienen bonos y acciones de ellas. Esto tiende a atenuar los problemas de agencia (o conflicto de intereses) entre los tenedores de bonos y de los accionistas.⁴ Sin embargo, las compañías alemanas

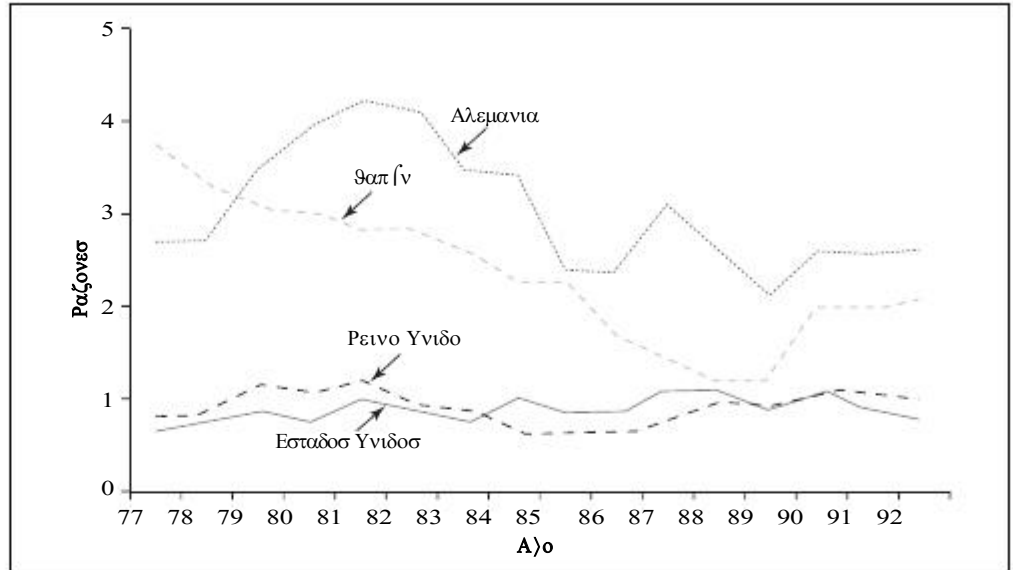
ILUSTRACIÓN 17.3

Costo de capital



Φοιντε: Ροβερτ ΜχΧαλζαμ ψ Στεπεν Ζιμμερ, □Εξχηανγε Ρατες ανδ Ιντερνατιοναλ Διφφερενχες ιν τηε Χοστ οφ Χαπιταλ, εν Ψ. Αμιηυδ ψ Ρ. Λεπχη (εδς.), *Εξχηανγε Ρατες ανδ Χορπορατε Περφορμανχε* (Βυρτ Ριδηε, Ιλλ.: Ιρσιν, 1994).

⁴ Los datos recientes, resumidos en Stulz (1996) indican, asimismo, que los costos de agencia de la discreción de los ejecutivos son menores en Japón que en Estados Unidos. Ello significa que los ejecutivos japoneses tienden menos a emprender proyectos de inversión poco rentables a costa de los accionistas. Salvo que sea vigilada estrechamente por éstos, la administración puede tratar de construir un imperio corporativo para su beneficio personal. Stulz afirma que, si los costos de agencia son verdaderamente menores en Japón, el costo de capital puede ser menor en ese país que en Estados Unidos aun si los mercados financieros internacionales están integrados.

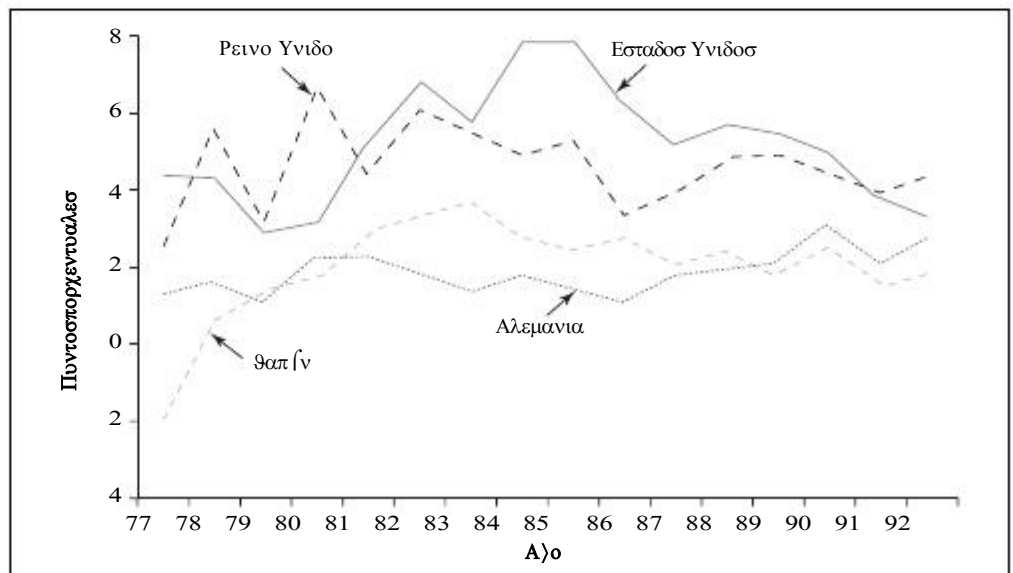
ILUSTRACIÓN 17.4**Razones de valor de pasivo/capital contable**

Φοιντε: Ροβερτ ΜγΧαυλαμ ψ Στεπεν Ζιμμερ, □Εξχρηανγε Ρατες ανδ Ιντερνατιοναλ Διφφερενγεσ ιν τηε Χοστοφ Χαπιταλ, εν Ψ. Αμιηυδ ψ Ρ. Λεπιχη (εδσ.), *Εξχρηανγε Ρατες ανδ Χορπορατε Περφορμανγε* (Burr Ριδγε, Ιλλ.: Ιρωιν, 1994).

y japonesas “desapalararon” considerablemente en años recientes, en tanto que la estructura de capital de las empresas estadounidenses e inglesas se mantuvo estable todo el tiempo.

La ventaja del costo de los fondos (es decir, el costo promedio ponderado del capital) de las empresas japonesas y alemanas se advierten con claridad en la ilustración 17.5. La ventaja de las compañías alemanas proviene en su mayor parte del financiamiento barato y a corto plazo; en cambio, la de las compañías japonesas proviene de costos bajos de la deuda y del capital. Pero, la ilustración 17.5, muestra a su vez que el costo diferencial de los fondos ha ido disminuyendo en la década de 1990.

En los mercados perfectos las empresas no muestran preferencia por obtener fondos en el extranjero o en su país. Por el contrario, en los mercados imperfectos el financiamiento internacional puede reducir el costo del capital. Por ejemplo, en el capítulo 12 vimos que el financiamiento con eurobonos solía ser la forma más económica de financiarse con deuda que hacerlo

ILUSTRACIÓN 17.5**Costo real de los fondos después de impuestos**

Φοιντε: Ροβερτ ΜγΧαυλαμ ψ Στεπεν Ζιμμερ, □Εξχρηανγε Ρατες ανδ Ιντερνατιοναλ Διφφερενγεσ ιν τηε Χοστοφ Χαπιταλ, εν Ψ. Αμιηυδ ψ Ρ. Λεπιχη (εδσ.), *Εξχρηανγε Ρατες ανδ Χορπορατε Περφορμανγε* (Burr Ριδγε, Ιλλ.: Ιρωιν, 1994).

con bonos nacionales. Continuamos con este orden de ideas en el capítulo: vamos a estudiar los medios de reducir el costo del capital contable internacionalizando la estructura de la propiedad de la empresa. Primero expondremos la experiencia histórica de una compañía, Novo Industri, que logró internacionalizar el costo de capital mediante cotizaciones en el exterior. Gran parte del material lo tomamos de Stonehill y Dullum (1982).⁵

APLICACIÓN DE UN CASO

Novo Industri

Νοπο Ινδυστρι Α/Σ εσ υνα μωλτιναχιοναλ δανεσα θυε χοντρολα απροξιμαδαμεντε 50% δελ μερχαδο μυνδιαλ δε λασ ενζιμασ ινδυστριαλεσ. Ελαβορα ταμβι ν προδυχοτσ μί διχοσ, χομο λα ινσυλινα, εντρε οτροσ. Ελ 8 δε φυλιο δε 1981 εμπεζί α χοτζαρσ οσσ αχιονεσ εν λα Βολσα δε Νυεπα Ψορκ, χονφριτί νδοσε ασί εν λα πριμερα χομπα)ί α εσχανδιναπα εν οβτενερ χαπαταλ εν Εσταδοσ Υνιδοσ.

Α φινάλεσ δε λα δί χαδα δε 1970, λοσ διρεχιποσ δεχιδιερον θυε ηβία θυε ρεχορριρ α λοσ μερχαδοσ ιντερναχιοναλεσ δε χαπαταλ παρα φινανχιαρ ελ χρεχιμεντο φυτορο. Νο ερα ποσιβλε χονσεγιρ λοσ φονδοσ νεχεσαριοσ εξχλωσιτωαμεντε δελ μερχαδο δε παλορεσ δανί σ, θυε εσ ρελα-τιτωαμεντε πεθυε)ο ψ δε εσχασα λιθυιδεζ. Αδεμ(σ, πενσαβαν θυε Νοπο ενφρεναταβα υν χοστο δε χαπαταλ μαγορ θυε ελ δε οσσ χομπετιδορεσ πρινχιπαλεσ: Ελι λιλψ ψ Μιλεσ Λαβ, α χαωσα δε λα ναπαρλεζα δελ μερχαδο σεγμενταδο δε παλορεσ δανί σ.

Δεχιδιερον πορ εσο ιντερναχιοναλιζαρ ελ χοστο δε χαπαταλ χον ταλ δε αχιεδερ α οτρασ φυνε-τεσ ψ, αλ μισμο τιεμπο, ρεδυχιρ εσε χοστο. Εν υν πρινχιπιο αυμενταρον ελ νιαλ δε ρεπελαχι ίν δε λα ινφορμαχι ίν φινανχιερα ψ τί χιχιχα; λυεγο, εν 1978, εμιτιερον ευροβονοσ ψ χοτζαρσ οσσ αχιονεσ εν λα Βολσα δε Λονδρεσ. Χομο υνα εξτενσι ίν δε οσσ μετασ, δεχιδιερον παπροχιναρ υν ρεχιβο δε δεπ ίσιο εσταδουνιδενσε θυε περμιτι)ί α ινπερσιονισασ δε εσε παί χομπραρ αχιονεσ δε λα χομπα)ί α χον δίλαρεσ ψ νο χον χορονασ δανεσασ. Μοργαν Γυαραντεε εμιτι ί λασ αχιονεσ εν ΑΔΡ, θυε εν οβριλ δε 1981 εμπεζαρσ οσσ νεγοχιαρσε εν ελ μοστραδορ. Ελ 8 δε φυλιο δε 1981 Νοπο Ινδυστρι πενδι ί 1.8 μιλλονεσ δε αχιονεσ εν ΑΔΡ, ρεχαβανδο 450 μιλλονεσ δε χορονασ δανεσασ ψ αλ μισμο τιεμπο λοσ ινσχιριβι ί εν λα Βολσα δε Νυεπα Ψορκ. Λα χρονολο)ί α δε εστοσ επεντοσ σε δα εν λα υλστροχι ίν 17.6.

www.novo.dk/

La página de inicio de Novo suministra información básica referente a la compañía.

ILUSTRACIÓN 17.6

Proceso de internacionalización de la estructura de capital: Novo

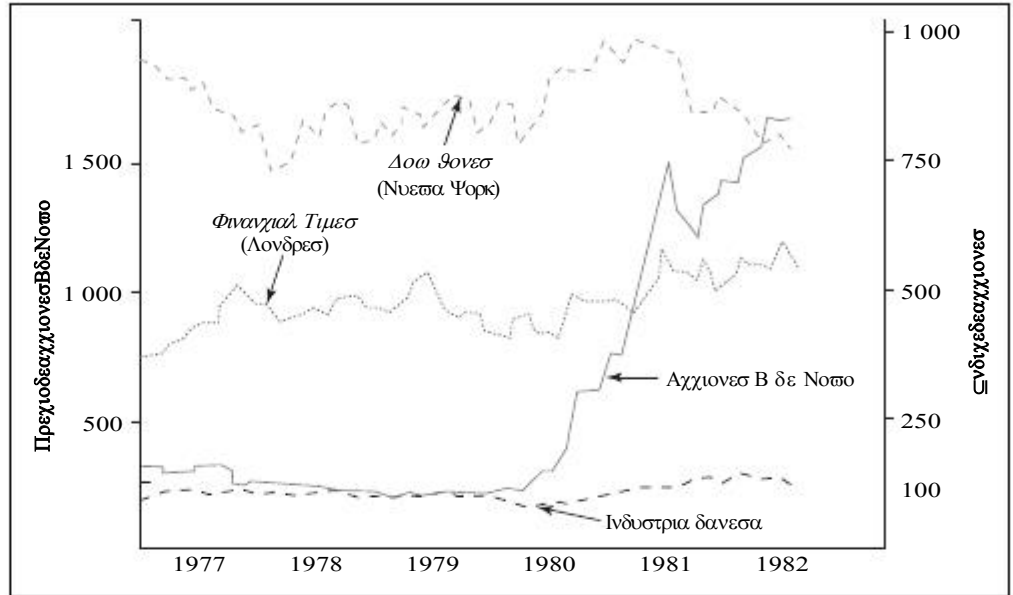
1977:	Νοπο αυμεντ ί ελ νιαλ δε οσ ρεπελαχι ίν φινανχιερα ψ τί χιχιχα εν λασ περσιονεσ δανεσα ε ινγλεσα. Γριεπεσον, Γραντ ανδ Χο., χορρεδου)ί α δε Γραν Βρετα)α, εμπεζ ί α δαρ σεγιμιεντο α λασ αχιονεσ δε Νοπο ψ εμιτι ί ελ πριμερ ιν-φορμε προφεσιοναλ δε ανολιστα εν παλορεσ εν ινγλί σ. Πρεχιο δε λασ αχιονεσ δε Νοπο: 200–225 εν χορονασ δανεσασ.
1978:	Νοπο οβτυπο Ξ20 μιλλονεσ οφρεχιενδο ευροβονοσ χονπερτιβλεσ, οσχιροτσ πορ Μοργαν Γρενφελ. Νοπο σε ινσχιριβι ί εν λα Βολσα δε Λονδρεσ.
Αβριλ 1980:	Νοπο οργανιζί υν σεμιναριο δε μερχαδοτεχνια εν λα Χιυδαδ δε Νυεπα Ψορκ παρα προμοπερ οσσ αχιονεσ εντρε λοσ ινπερσιονισασ.
Διχιεμβρε 1980:	ελ πρεχιο δε λασ αχιονεσ δε Νοπο αλχανζί ελ νιαλ δε 600 χορονασ δανεσασ; λα ραζ ίν πρεχιο/βενεφιχιο λλεγί α 16 απροξιμαδαμεντε.
Αβριλ 1981:	Λοσ ΑΔΡ δε Νοπο εμπεζαρσ οσσ νεγοχιαρσε εν Νασδαθ (5 ΑΔΡ = 1 αχιι ίν). Μοργαν Γυαραντη Τρυστ Χο., φυε ελ βανχο δεποσιταριο.
Θυλιο 1981:	Νοπο εμπεζί α χοτζαρσε εν λα Βολσα δε Νυεπα Ψορκ. Ελ πρεχιο δε λασ αχιονεσ αλχανζί 1 400 χορονασ δανεσασ. Λα παρτιχιπαχι ίν εξτρανφερα αυμεντ ί α μ(σ δε 50% δε λασ αχιονεσ εν χιρχυλαχι ίν. Λοσ ινπερσιονισασ ινστιτυχιοναλεσ δε Εσταδοσ Υνιδοσ εμπεζαρσ οσσ αδθυιρ αχιονεσ Νοπο.

Φυεντε: Αρτηρ Στονεχιλλ ψ Καρε Δυλλυμ, *Ιντερνατιοναλιζιν)η Χοστ οφ Χαπαταλ* (Νυεπα Ψορκ: Θοην Ωλλεμ & Σονσ, 1982).

⁵ Stonehill y Dullum (1982) ofrece un análisis detallado del caso Novo.

ILUSTRACIÓN 17.7

Precios de las acciones B de Novo en comparación con los índices del mercado accionario



Φύωντε: Αρθρο Ι. Σπονηνίλ ψ Καρε Β. Δυλλουμ, *Ιντερναχιοναλίζινγ τηε Χοστοφ Χαπιτάλ: Τηε Νοπο Εξπεριενχε ανό Ναπιοναλ Πολιγγ Ιμπλιχατιονς* (Θοην Ωάλεμ & Σονς, 1982), π. 73. Νοτε θυε λασ αχιχιονεσ Α εν ποδερ δε Νοπο Φουνδάτιον νο σον νεγοχιαβλεσ. Ιλουστραχι Γν ρεμπρεσα χον αυτοριζαχι Γν.

Χομο σε απρεχια εν λα ιλουστραχι Γν 17.7, ελ πρεχιο δε λασ αχιχιονεσ δε Νοπο ρεαχιχιον Γ εν φορμα μυψ ποσιτιπα αντε λα χοτιζαχι Γν εν Εσταδοσ Υνιδοσ.⁶ Οτρασ αχιχιονεσ δανεσασ νο χορριερον λα μισμα συερτε. Ελ ινχρεμεντο δελ πρεχιο εν λα αχιχι Γν δε Νοπο ινδιχα θυε ελ πρεχιο σε ηαβί α ιντερναχιοναλίζαδο α ραίζ δε λα χοτιζαχι Γν εν Εσταδοσ Υνιδοσ. Ελλο α συ πεζ ινδιχα θυε ελ μερχαδο αχιχιοναριο δε Διναμαρχα εσταβα ρεαλμεντε σεγμενταδο δελ ρεστο δελ μυνδο. Λασ εξπεριενχιασ δε Νοπο Ινδυστρι νοσ δαν λα σιγριεντε λεχι Γν: λασ χομπα)΄ασ θυε οπεραν εν υν μερχαδο ναχιοναλ δε χαπιταλεσ πεθυε)ο ψ σεγμενταδο λογηραν αχιχεσο α χαπιταλ φρεσχο ψ αμινοραν ελ χοστο χοτιζανδο ασσ αχιχιονεσ εν λασ γρανδεσ μερχαδοσ δε χαπιταλ λ΄θυιδο χομο λασ βολασ δε Νυεσα Ψορκ ψ Λονδρεσ.

Cotización de acciones en el extranjero

www.bankofny.com/adr

Este sitio ofrece información general sobre las transnacionales que cotizan en los mercados accionarios de Estados Unidos.

Como vimos en el caso de Novo Industri, la cotización de las acciones en el extranjero ofrece un beneficio potencial a las empresas; de ahí la excelente acogida que ha recibido entre las grandes corporaciones. En la ilustración 17.8 se incluye la distribución de frecuencias de país a país de las cotizaciones mundiales que Sarkissian y Schill (2004) ofrecieron en su análisis geográfico de las cotizaciones cruzadas. En 1998 —periodo que comprende su estudio— había 2 251 cotizaciones. Como se observa en la parte inferior de la ilustración 17.8, las bolsas de Estados Unidos y del Reino Unido son con mucho las anfitrionas más conocidas de las cotizaciones mundiales, lo cual se debe probablemente a su profundidad y su credibilidad. Otros mercados importantes son Bélgica, Francia, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos y Suiza, cada uno con más de 100 acciones. Al examinar la ilustración vemos que en cierto modo las empresas prefieren cotizar en los mercados vecinos. De las 266 cotizaciones canadienses, 211 figuran en las bolsas de Estados Unidos, las empresas de Nueva Zelanda cotizan mucho en Australia y viceversa. De modo análogo, las empresas belgas lo hacen en los Países Bajos y a la inversa. Para Sarkissian y Schill esta tendencia sugiere lo siguiente: la preferencia por la proximidad que

⁶ Recuerde que Novo tiene acciones de clase dual: las acciones A están en manos de la Novo Foundation y no son negociables; las acciones B no se negocian en la bolsa.

ILUSTRACIÓN 17.8

Distribución de frecuencia de las cotizaciones internacionales de país a país

Παίς ηυΓσπεδ	Παίς ανφτρι Γν																									
	Αυστραλία	Αυστρια	Βέλγχα	Βρασιλ	Χαναδζ	Διναμαρχα	Φρανχια	Αλεμανια	ΗονγκΚονγ	Ιρλανδα	Ιταλια	Θαπ Γν	Λυξεμβυργο	Μαλασια	Π.Βαφος	Ν.Ζελανδα	Νορνεγα	Περ	Σιγκαπυρ	Συδ(φριχα	Εσπα)α	Συεχια	Συιζα	Ρ.Υνιδο	ΕσταδοςΥνιδος	
Αργεντινα				1								3											2	1	12	
Αυστραλια					4		2					4	1		45				3				2	10	26	
Αυστρια			1				2	8							1											
Βέλγχα							7	3							7		1						4		1	
Βρασιλ													5											1	21	
Χαναδζ	4		8				6	2				1			4				1	1			8	20	211	
Χηίλε																									22	
Χολομβια													3												1	
Ρ. Χιηεχα																									5	
Διναμαρχα																	1						1	1	3	3
Φινλανδια							1	2															3		2	4
Φρανχια			11		1			7			1	2	2		7						1	3	5	6	23	
Αλεμανια		17	7				13				2	9	6		12				1		2	1	26	11	11	
Γρεχια												1			1										4	2
Ηονγκ Κονγ	3											1					1		9						1	4
Ηυγγρία		1											5												4	1
Ινδια													48												17	
Ινδονεσια													1												2	4
Ιρλανδα																									58	14
Ισραελ			2																						4	59
Ιταλια			2				4	5							1						1					14
Θαπ Γν		1	5		1		30	52					21	19					6					14	29	28
Χορεα													12												14	3
Λυξεμβυργο			5				3	1							2								1	1	6	3
Μαλασια												1							1						5	
Μπίξιχο																										30
Π. Βαφος		4	11				9	20			1	1	6						1				1	12	13	26
Ν. Ζελανδα	17																									5
Νορνεγα						1	1	2							1								2	1	5	6
Περυ																										3
Φιλπινας													5							1						1
Πολονια													1													7
Πορτυγαλ								1																	1	5
Σιγκαπυρ	2												2													1
Συδ(φριχα			9				15	5					4											4	40	11
Εσπα)α							4	4							1									2	4	5
Συεχια		1	1			5	3	3				2					2		2					4	12	12
Συιζα		1	1			1	5	10				4			1										1	5
Ταιω(ν													14							1					10	2
Ταιλανδια													2							1						
Τυρκια													1													6
Ρ. Υνιδο	6		8		4	1	13	10	1	13		8	1	3	12		2		7	1				4		77
Εσταδος Υνιδος	8		31		27		32	42				23	1		71		3	2					5	67	104	
ζενεζυελα													1													3
Τοταλ	40	25	106	1	37	8	148	179	1	13	4	60	150	3	140	45	10	2	34	2	4	17	157	406	659	

Φοιντε: Σεργει Σοφκισσιαν η Μιχηελ Σηίλλ, [Γηε Οπερασ Αιστηγ Δεχισιον: Νεω Επιδεγεσ οφ Προζιμητη Προφερενηε], Ρεπειω οφ Φιναρχαλ Στυδιος 17 (2004).

ILUSTRACIÓN 17.9

Transnacionales inscritas en la Bolsa de Nueva York (seleccionadas)

Παίς	Τρανσναχιοναλες
Αλεμανια	Χελανεσε, Δευτσηγε Τελεχομ, ΔαμλερΧηρμσλερ, Ηοεχηστ, ΣΑΠ, ζΕΒΑ
Αυστραλία	Βροκεν Ηίλλ Προπ., Χολε Μνερσ, ΦΑΙ, Νεωσ Χορπορατιον, Ωεστερν Μινινγ, Ωεσπιαχ
Βρασίλ	Αραχρυζ Χελωλοσε, Γερδαυ, Τελεβρασ, Υνιβανχο
Χαναδ(	Αλχαν Αλυμινυμ, Απαλον, Χαναδιαν Παχιφχ, Δομταρ, Μιτελ, Νορτηερν Τελεχομ, Σεαγραμ
Χηινα	Χηινα Εαστερν Αιρλινεσ, Ηαυνεγ Ποωερ Ιντερνατιοναλ, Σηαναγηαι Πετροχημικαλ
Χορεα	Κορεα Ελεχτριχ Ποωερ, Κορεα Τελεχομ, Ποηανγ Ιρον & Στεελ, ΣΚ Τελεχομ
Εσπα)α	Βανχο Βύλβαο, Βανχο Χεντραλ, Βανχο Σανταν., Εμπροσα Νατιοναλ, Ρεπσολ, Τελεφων. Ναχ.
Φινλανδια	Μετσο Χορπ., Νοκια Χορπ., ΥΠΜ-Κψμμενε
Φρανχια	Ελφ Αχθυταινε, Φρανχε Τελεχομ, Ρηονε Πουλενχ, Τηομσον Μυλτιμεδια, ΤΟΤΑΛΦινα
Ιταλια	Βενεττον, Φιατ, Λυξοττιχα, Μοντεδισον, Τελεχομ Ιταλια
Θαπ(ν	Χανον, Φυφι Πηοτο Φύλμ, Θαπαν Αιρ Λινεσ, Κιριν Βρεωερψ, Κυβοτα, Μιτσει Χο., ΝΕΧ, Νισσαν Μοτορ, Σανψο Ελεχτριχ, Σονψ, Τοψοτα Μοτορ
Μ(ξιχο	Χεμεξ, Εμπρεσασ ΙΧΑ, Γρυπο Τελεπια, Τελ(φονοσ δε Μ(ξιχο, ζιτρο
Πα(σεσ Βαροσ	Αεγον, ΚΑΜ, Πηίλιπσ, Πολιμηγραμ, Ρομολ Δυτχη Πετρολ., Υνίλεσπερ, ΑΒΝ ΑΜΡΟ Ηολδιγγσ
Ρεινο Υνιδο	Αττωοοδσ, Βαρχλαψσ, Βασσ Πυβλιχ, Βεαζερ, ΒΕΤ, Βριτιση Αιραοαμσ, Βριτιση Γασ, Βριτιση Πετρολ., Βριτιση Στεελ, Βριτιση Τελεχομ., Χαβλε & Ωιρελεσσ, Γλαξο, Γρανδ Μετ
Ρυσια	Τατνετ, Ροστελεχομ, ζιμπελ-Χομμυνιχατιονσ
Συδ(φριχα	ΑΣΑ Λιμιτεδ

Φοεντε: ΝΥΣΕ Φοαχβουκ, 2003.

se cree explicaría el “sesgo nacional” en las propiedades del portafolio puede influir además en la elección de escenarios para cotizar en el exterior. La ilustración 17.9 ofrece una lista parcial de las acciones internacionales que cotizan en la Bolsa de Nueva York.

En términos generales, una compañía se beneficia así con la cotización de sus acciones a nivel mundial:

1. Puede ampliar su base de inversionistas, con lo cual elevará el precio de las acciones y reducirá el costo del capital.
2. La cotización cruzada crea un mercado secundario para sus acciones, lo cual permite recabar más fácilmente capital fresco en los mercados extranjeros.⁷
3. La cotización cruzada mejora la liquidez de sus acciones.
4. La cotización cruzada aumenta la visibilidad del nombre de la compañía y sus productos en el ámbito mundial.
5. Con las acciones puede obtener “moneda de adquisición” para comprar multinacionales.
6. La cotización cruzada mejora el gobierno y la transparencia de la empresa.

El último punto merece una amplia explicación. Pongamos el caso de una compañía ubicada en un país donde los derechos de los accionistas no estén bien protegidos y donde los accionistas controladores (familias fundadoras y grandes inversionistas) obtengan importantes beneficios personales, como prestaciones, sueldos inflados, bonos y hasta el producto de robos, debido a que tienen el control de la compañía. Una vez que se inscribe en la Bolsa de Nueva York (NYSE), en la Bolsa de Londres (LSE) o en otros mercados cambiarios que imponen normas estrictas de revelación y de cotización, tal vez ya no puedan seguir desviando recursos corporativos en su beneficio. Al respecto señalan Doidge, Karolyi y Stulz (2001): a pesar de las “incomodidades” relacionadas con un mayor escrutinio público y una mayor transparencia, los accionistas controladores pueden optar por aplicar a las acciones la cotización cruzada en

⁷ Chaplinsky y Ramchand (1955) señalan que, en comparación con las ofertas exclusivamente locales, las ofertas globales de capital permiten a las compañías obtener capital en condiciones ventajosas. Además, aminora la reacción negativa frente a su precio producida a veces por la emisión, cuando las ofertas en el extranjero incluyen una comisión.

el extranjero, pues les conviene comprometerse a observar una “buena conducta” con el fin de recaudar fondos y emprender proyectos rentables (elevando con ello el precio de las acciones). Esto significa que si una transnacional no necesita conseguir capital, quizá no opte por cotizar en Estados Unidos, pues entonces los accionistas podrán continuar obteniendo beneficios personales. El trabajo antes citado muestra que, en igualdad de condiciones, las compañías inscritas en las bolsas de Estados Unidos reciben en promedio una evaluación casi 17% más alta que las demás, en promedio, que aquellas que no lo hacen; eso refleja el reconocimiento de los inversionistas a un gobierno corporativo más estricto asociado con las cotizaciones de Estados Unidos. Dado que la Bolsa de Londres también impone normas estrictas de revelación y cotización, las compañías allí inscritas pueden recibir una revaluación positiva gracias al efecto positivo de ese régimen corporativo.⁸

En un trabajo Lang, Lins y Miller (2003) demuestran que la cotización cruzada puede acrecentar el valor de una firma, mejorando así su entorno general de la información. En concreto, demuestran que las multinacionales que realizan la cotización cruzada en las bolsas de Estados Unidos reciben mayor cobertura por parte de los analistas, además de que logran un pronóstico más exacto referente a sus ganancias futuras en comparación con las empresas que no tienen cotizaciones cruzadas. A su vez, demostraron que las empresas que obtienen estas dos condiciones reciben una valuación más favorable en igualdad de condiciones. Dichos hallazgos coinciden con los de otros estudios en relación con que las empresas con cotizaciones cruzadas, generalmente, disfrutan de un costo de capital más bajo y un gobierno corporativo más satisfactorio.

A pesar de los beneficios potenciales, no todas las compañías recurren a la cotización mundial debido a los costos.

1. Cuesta mucho cumplir las normas de revelación y los requisitos para cotizar impuestos por las bolsas internacionales y por las autoridades reguladoras.
2. Una vez que las acciones de una compañía se negocian en esos mercados, queda expuesta a la volatilidad procedente de ellos.
3. Cuando las acciones de la compañía se ponen a disposición de extranjeros, éstos podrían adquirir un volumen de control y mermar el que ejerce la compañía.

Conforme a los resultados de varias encuestas, la revelación es al parecer la barrera más importante en la cotización internacional. Por ejemplo, la adaptación a las normas contables de Estados Unidos —requisito de la U.S. Security and Exchange Commission (SEC)— constituye la barrera más onerosa de las multinacionales que desean cotizar en la Bolsa de Nueva York. Según una encuesta alemana conducida por Glaum y Mandler (1996), una tercera parte de las compañías de la muestra de ese país desean en principio cotizar en Estados Unidos, pero ven un gran obstáculo en la adaptación obligatoria de los estados financieros a los principios de contabilidad generalmente aceptados en Estados Unidos (US-GAAP). Daimler-Benz, firma alemana inscrita en la Bolsa de Nueva York, los aplica, así como la ley contable de Alemania, y publica dos versiones de los estados financieros consolidados con distintas ganancias.⁹ Como se advierte en la ilustración 17-10, sus utilidades netas fueron positivas según las normas contables de Alemania, pero negativas según las reglas de Estados Unidos en 1993 y 1994. A la luz de los costos y beneficios de la cotización internacional, una cotización de este tipo ha de verse como un proyecto de inversión que conviene emprender cuando se juzgue que tiene un valor presente neto positivo (VPN) y que, por lo mismo, acrecentará el valor de la firma.

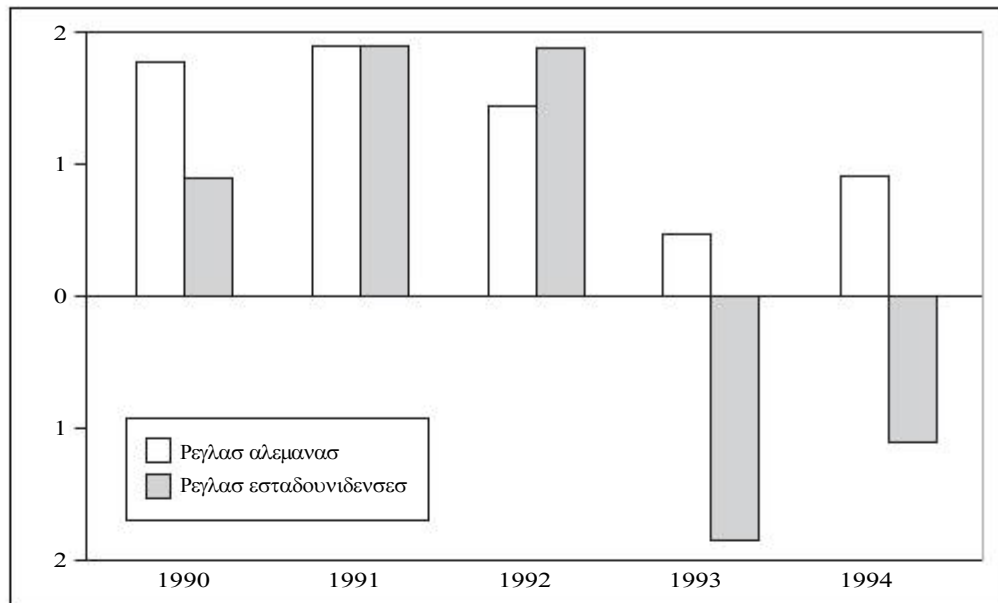
En una exhaustiva encuesta basada en las obras académica dedicadas a las decisiones corporativas sobre acciones cruzadas, Karolyi (1996) señala, entre otras cosas, lo siguiente: (1) el

⁸ Como señalan Dahya, McConnell y Travlos (2002), la norma del gobierno corporativo se ha vuelto muy importante en el Reino Unido desde que el “Cadbury Committee” emitió el *Código de las Mejores Prácticas* en 1992, que recomendaba que los consejos de administración incluyeran por lo menos tres directores externos y que una misma persona no ocupara el puesto de presidente ejecutivo y de director general.

⁹ A diferencia de las normas contables de Estados Unidos, las de Alemania se fundan en consideraciones fiscales y en la protección al acreedor. Por ello, la prudencia —no una perspectiva real y justa— es el principio contable más importante. A los administradores alemanes se les concede mucha libertad en la política contable y ellos procuran lograr suavidad en los ingresos.

ILUSTRACIÓN 17.10

Utilidades/pérdidas netas de Daimler-Benz (en marcos alemanes): reglas contables de Alemania y Estados Unidos



ΦυENTE: *ΤηE Εζονομιστ*, 20 δε μαγο, 1995.

precio de las acciones reacciona favorablemente a las cotizaciones internacionales; (2) el volumen total negociado tras la inscripción aumenta por lo regular y, muchas veces, también el del mercado nacional; (3) se observa un mejoramiento global de la liquidez en estas operaciones; (4) la exposición accionaria al riesgo del mercado nacional disminuye de modo considerable y está ligada a un pequeño incremento del riesgo del mercado global; (5) las cotizaciones internacionales produjeron una reducción neta del costo del capital contable de una base de 114 puntos en promedio y (6) las estrictas normas de revelación son el principal obstáculo de la cotización en el exterior. Un estudio detallado de Miller (1999) confirma que la cotización dual pueden flexibilizar las barreras contra los flujos de capital internacional, elevando el precio de las acciones y disminuyendo el costo del capital. Esos dos hallazgos parecen indicar que la cotización internacional parece haber sido, en general, positiva para los proyectos de valor presente neto.

Profundización conceptual

Fijación del precio de los activos de capital en cotizaciones cruzadas¹⁰

Si queremos entender a fondo los efectos de las cotizaciones cruzadas internacionales, es preciso comprender cómo se les fijará precio en otros regímenes del mercado de capitales. En esta sección vamos a explicar un **modelo de fijación de precio de los activos internacionales (MFPAI)**, en un mundo donde algunos pueden negociarse a nivel mundial, no así otros. Para facilitar la exposición, supondremos que los activos de cotización cruzada son **activos negociables a nivel internacional** y que el resto son **activos no negociables a nivel internacional**.

En este contexto conviene rehacer la fórmula CAPM. Teniendo en cuenta la definición de beta, la ecuación 17.2 puede reexpresarse así:

$$R_i = R_f + [(R_M - R_f)/\text{Var}(R_M)] \text{Cov}(R_i, R_M) \quad (17.3)$$

Para nuestro propósito en este capítulo, es mejor definir $[(R_M - R_f)/\text{Var}(R_M)]$ como igual a $A^M M$, donde A^M es una **medida de la aversión al riesgo agregada** de todos los inversionistas y

¹⁰ El lector puede omitir la exposición teórica de esta sección y pasar al ejemplo numérico sin perder la continuidad.

donde M es el valor agregado de mercado del portafolios.¹¹ Con estas definiciones, la ecuación 17.3 puede reexpresarse así:

$$\bar{R}_i = R_f + A^M MCov(R_i, R_M) \quad (17.4)$$

La ecuación 17.4 indica que, dada la medida de aversión al riesgo agregada, la tasa de rendimiento esperada de un activo aumenta a medida que crece su covariancia con el portafolio del mercado.

Antes de hablar del MFPAI en la cotización cruzada, vamos a describir el mecanismo de fijación del precio del activo con una segmentación e integración completa como casos típicos. Supongamos que hay dos países en el mundo: el nacional y el extranjero. En un **mercado de capitales totalmente segmentado**, donde los activos no se negocian a nivel internacional, se les fijará el precio atendiendo al **riesgo país sistemático**. Tratándose de los activos nacionales, el rendimiento esperado de éstos se calcula así:

$$\bar{R}_i = R_f + A^D DCon(R_i, R_D) \quad (17.5)$$

y el activo del país anfitrión se calcula así:

$$\bar{R}_g = R_f + A^F FCov(R_g, R_F) \quad (17.6)$$

donde $\bar{R}(R_g)$ es el rendimiento actual esperado de equilibrio sobre el i -ésimo (g -ésimo) activo nacional (extranjero), R_f es la tasa de rendimiento libre de riesgo que supuestamente sería común al país nacional y al extranjero, $A^D(A^F)$ denota la medida de aversión al riesgo para los inversionistas nacionales (extranjeros), $D(F)$ designa el valor agregado de mercado de todos los valores nacionales (extranjeros) y $[(R_M - R_f)/Var(R_M)]$ denota la covarianza entre los rendimientos futuros sobre el activo i -ésimo (g -ésimo) y los rendimientos sobre el **portafolio de mercado nacional (extranjero)**.

Por el contrario, en **mercados mundiales de capital totalmente integrados**, donde todos los activos se negocian a nivel internacional, a los activos se les fijará el precio a partir del **riesgo sistemático mundial**. Para los activos nacionales e internacionales

$$\bar{R}_i = R_f + A^W WCov(R_i, R_W) \quad (17.7)$$

donde A^W es la medida de aversión al riesgo agregada de los inversionistas internacionales, W es el valor agregado de mercado del **portafolio del mercado mundial**, que incluye tanto el portafolios nacional como el internacional y $Cov(R_i, R_W)$ denota la covarianza entre los rendimientos futuros del i -ésimo valor y el portafolios del mercado mundial.

Como veremos más adelante, la relación de la fijación del precio de los activos se complica más en los **mercados financieros mundiales parcialmente integrados**, donde algunos se negocian en el ámbito internacional (los que presentan cotización cruzada) y otros no.

Primero, la conclusión es que a los activos negociados internacionalmente se les asignará un precio como si los mercados financieros estuviesen totalmente integrados. Sin importar la nacionalidad, a un activo de este tipo se le pondrá precio sólo según su riesgo sistemático mundial descrito en la ecuación 17.7. En cambio, a los activos no negociables se les impondrá un precio atendiendo a un riesgo sistemático mundial, que refleja el efecto generado por los activos negociables, así como un riesgo sistemático propio del país. Debido a ese **efecto desbordante de los precios**, el precio de los activos no negociables *no* se establecería como si los mercados financieros del mundo estuviesen completamente segmentados.

En los activos no negociables del país de origen, la relación de precios está dada por

$$\bar{R}_i = R_f + A^W WCov^*(R_i, R_W) + A^D D[Cov(R_i, R_D) + Cov^*(R_i, R_D)] \quad (17.8)$$

donde $Cov^*(R_i, R_D)$ es la covarianza *indirecta* entre los rendimientos futuros sobre el i -ésimo activo no negociable y el portafolio del mercado del país de origen facilitada por los negociables. Desde el punto de vista formal,

$$Cov^*(R_i, R_D) = S_i S_D r_{iD} r_{TD} \quad (17.9)$$

¹¹ Aquí suponemos, de hecho, que la medida de aversión al riesgo por parte de los inversionistas es constante.

Donde S_i y S_D son, respectivamente, la desviación estándar de los rendimientos futuros del i -ésimo activo y el portafolio del mercado del país de origen; r_{iT} es el coeficiente de correlación entre el activo i -ésimo no negociable y el portafolios T del activo negociable, y r_{TD} es el coeficiente de correlación entre los rendimientos del portafolio T y del portafolio del mercado del país de origen. De manera similar, $Cov^*(R_i, R_W)$ es la covariancia *indirecta* entre el i -ésimo activo no negociable y el portafolio del mercado mundial. A los activos no negociables del país extranjero se les asignará precio en forma análoga, es decir, hay que concentrarse sólo en ellos dentro del país de origen.

La ecuación 17.8 indica que el precio de los activos no negociables se establece atendiendo a: (1) el **riesgo sistemático mundial indirecto**, $Cov^*(R_i, R_W)$, y (2) el riesgo sistemático nacional *puro*, $Cov(R_i, R_D) - Cov^*(R_i, R_D)$, que es el anterior una vez deducida la parte procedente de los activos negociables. A pesar de que los activos no negociables se negocian sólo en el país de origen, su precio depende del riesgo sistemático mundial indirecto y también del riesgo sistemático del país. Ello se debe al efecto del desbordamiento generado por los activos negociables. (Alexander, Eun y Janakiramanan, 1987, fueron los primeros en ocuparse de él.)

Aunque los activos no negociables están exclusivamente en manos de los inversionistas locales, en parte su precio se fija en el nivel internacional, reflejando el efecto de desbordamiento generado por los activos negociables. Como se deduce de la ecuación, 17.8, estos activos no están sujetos a dicho efecto y, por lo mismo, su precio se fija a nivel nacional, sólo cuando no guarden correlación alguna con los activos negociables. Por supuesto, es un escenario poco probable. El modelo de precios significa también lo siguiente: si los portafolios del mercado local y del extranjero pueden reproducirse exactamente usando activos negociables, tanto ellos como los no negociables reflejarán el precio internacional, como si los mercados financieros del mundo estuvieran integrados por completo.

El modelo internacional de fijación de precios tiene algunas consecuencias interesantes. En primer lugar, la cotización (negociación) internacional de los activos dentro de los mercados segmentados en otros aspectos integra directamente los mercados internacionales de capital al hacerlos negociables. En segundo lugar, las firmas con activos no negociables logran una **ventaja gratuita (free ride)** de las que tienen activos negociables, en el sentido de que se benefician indirectamente con la integración internacional por un costo más bajo del capital y precios más elevados del activo, sin incurrir en ningún costo adicional. Esto se explica claramente en el apéndice 17A mediante simulaciones numéricas.

El modelo de fijación de precios aplicado a los activos no negociables demuestra que los beneficios de la integración parcial de los mercados de capitales pueden transferirse a la economía global a través del efecto del desbordamiento. Dicho efecto tiene una importante consecuencia para las políticas: *si un país quiere aumentar al máximo los beneficios de la integración parcial de los mercados de capital, debe escoger para la cotización cruzada internacional los activos más estrechamente correlacionados con el portafolio del mercado nacional.*

En conformidad con los análisis teóricos que acabamos de ofrecer, muchas compañías han visto reducirse el costo del capital cuando sus acciones se inscriben en los mercados del exterior. En su investigación de las acciones extranjeras cotizadas en las bolsas de Estados Unidos, Alexander, Eun y Janakiramanan (1988) descubrieron que las transnacionales de países como Australia y Japón lograron reducir considerablemente el costo del capital. En cambio, las compañías canadienses consiguieron una reducción modesta tras cotizar en las bolsas de Estados Unidos, probablemente porque sus mercados estaban más integrados a los de ese país que otros cuando se realizó la inscripción.

Efecto de las restricciones a la propiedad del capital extranjero

Las compañías tienen incentivos para internacionalizar la estructura de su propiedad para reducir, así, el costo del capital, y aumentar al mismo tiempo su valor de mercado; asimismo, les preocupa ceder el control corporativo a los extranjeros. Por eso, los gobiernos en los países desarrollados y en vías de desarrollo imponen restricciones a la propiedad porcentual máxima

ILUSTRACIÓN 17.11

Restricciones a la propiedad de capital por los extranjeros: ejemplos históricos

Παίς	Ρεστριχχιονεσ α λασ εξτρανφεροσ
Αυστραλία	10% εν βανχοσ, 20% εν ραδιοδιφουσι εν ψ 50% εν εμπρεσασ μινερασ δε ριεσγο χομπαρτιδο.
Χαναδς	20% εν ραδιοδιφουσι εν ψ 25% εν βανχοσ/ασεγυραδορασ.
Χηινα	Σίλο πυεδεν χομπραρ αχχιονεσ Β; λασ χιυδαδανοσ πυεδεν χομπραρ αχχιονεσ Α.
Φραγια	Λίμιτε μ(ξιμο 20%.
Ινδια	Λίμιτε μ(ξιμο 49%.
Ινδονεσια	Λίμιτε μ(ξιμο 49%.
Μίξιχο	Λίμιτε μ(ξιμο 49%.
Θαπ εν	Λίμιτε μ(ξιμο εντρε 25 ψ 50% α παριασ χομπα)ίασ ιμπορταντεσ: λα αδθυσιχι εν δε μ(σ δε 10% πορ υνα σολα εμπρεσα εστ(συρετα α λα απροβαχι εν δελ μινιστρο δε φινανζασ.
Χορεα	Λίμιτε μ(ξιμο 20%.
Μαλασια	20% εν βανχοσ ψ 30% εν ρεχυρσοσ νατυραλεσ.
Νορνεγα	0% εν πυλπα δε μαδερα, παπελ ψ μινερία, 10% εν βανχοσ, 20% εν ινδυστριασ ψ πετρ(λεο, 50% εν χομπα)ίασ ναπιαρασ.
Εσπα)α	0% εν ινδυστριασ δε δεφενσα ψ μεδιοσ μασιπωσ. Λίμιτε μ(ξιμο 50% παρα οτρο τιπο δε εμπρεσα.
Συεγια	20% εν αχχιονεσ χον δερεχηο α ποτο ψ 40% δε χαπαταλ χονταβλε τοταλ.
Σιζα	Πυεδε περμιτ(ρσελεσ αδθυιρι σίλο αχχιονεσ αλ πορταδορ.
Ρεινο Υνιδο	Ελ γοβιερνο σε ρεσερπα ελ δερεχηο αλ ποτο χυανδο υνα χομπα)ία εξτρανφερα θυιερε χομπραρ υνα δελ παίσ.

Φυεντε: παριασ πυβλιχαχιονεσ δε Πιρχε Ωατερηουσε.

de las firmas locales en manos de los extranjeros. En naciones como India, México y Tailandia se les permite comprar un máximo de 49% de las acciones de ellas. La intención es asegurarse de que no adquieran la mayor parte de los intereses en la propiedad. Francia y Suecia imponían restricciones más rigurosas de un límite de 20%. En Corea se permitía hasta hace poco poseer apenas 20% de las acciones.

En Suiza una compañía local puede emitir dos diferentes clases de acciones: al portador y registradas. A los extranjeros se les permite comprar sólo las primeras. De manera similar, las compañías chinas emiten acciones A y B, pero los extranjeros pueden adquirir sólo las segundas. La ilustración 17.11 incluye ejemplos de restricciones históricas impuestas a la propiedad internacional de las empresas locales en varios países. Claro que son un medio para garantizar el control de ellas, especialmente las que se consideran estratégicamente importantes para los intereses del país.¹²

Fenómeno de fijación de precios al mercado

Supongamos que a los extranjeros —si se les permitiera— les gustaría comprar 30% de una firma coreana, pero tan sólo pueden comprar a lo sumo 20%, debido a las restricciones impuestas a los extranjeros. Como la restricción logra limitar la propiedad extranjera, tanto los inversionistas de otros países como los del país anfitrión enfrentan distintos precios de las acciones. En otras palabras, pueden tener un precio dual, o bien, el **fenómeno de precio de mercado**, debido a las restricciones legales.

APLICACIÓN DE UN CASO

Nestlé¹³

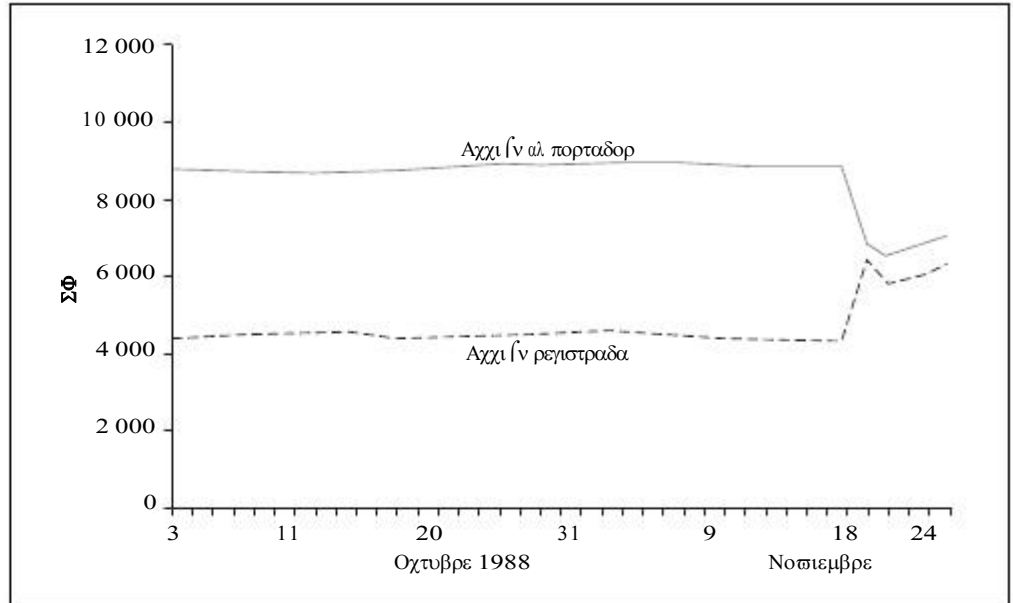
Λα μαγορία δε λασ χομπα)ίασ σιζασ ρεγιστραδασ εν λα βολσα τιενεν ηαστα τρεσ χλασσοσ δε αχχιονεσ χομμυνεσ: (1) αχχιονεσ ρεγιστραδασ, (2) αχχιονεσ αλ πορταδορ χον δερεχηο δε ποτο ψ (3) αχχιονεσ αλ πορταδορ σιν δερεχηο δε ποτο. Ηαστα ηαχε ποχο νο σε περμιτ(α α λασ εξτραν-

¹² Stulz y Wasserfallen (1995) mencionan la posibilidad teórica de que las firmas impongan restricciones a la propiedad de acciones a los extranjeros para aumentar al máximo su valor de mercado. Argumentan que cuando los inversionistas del país anfitrión y del país huésped cumplen funciones diferenciales de demanda en las acciones, la firma maximizará su valor de mercado distinguiendo a los del país y a los extranjeros.

¹³ En el capítulo 1 nos referimos brevemente al caso Nestlé. Aquí ofrecemos un análisis exhaustivo de él.

ILUSTRACIÓN 17.12

Diferencia de precio entre las acciones al portador y registradas de Nestlé



Φυεντε: υλστραχι (ν) αδαπαδα δε Φινανχιαλ Τιμεσ, νοπιεμβριε 26, 1988, π. 1. Αδαπαδα χον αυτοριζαχι (ν).

φεροσ αδθυιρι λασ πριμερασ; ταν σ (λο ποδ) αν αδθυιρι λασ αρχιονεσ αλ πορταδορ. Λασ αρχιονεσ ρεγιστραδασ εσταβαν ρεσερπαδασ α λασ χιυδαδανοσ σιζοσ.

Εν ελ χασο δε Νεστλ, υνα χονοχιδα μωλτιναχιοναλ σιζα θυε ρεχιβε δε λασ μερχαδοσ μυν-διαλεσ μ(σ δε 95% δε αυσ ινγρεσοσ, λασ αρχιονεσ ρεγιστραδασ ρεπρεσενταβαν χερχα δελ 68% δε λασ ποποσ εν χιρχυλαχι (ν. Ελλο σιγνιφιχα θυε ερα πρ(χι)τιχαμεντε ιμποσιβλε θυε λασ εξτρανφεροσ αδθυιριεραν ελ χοντρολ δε λα φιρμα. Σιν εμβαργο, ελ 17 δε νοπιεμβριε δε 1988, Νεστλ διο α χονοχερ θυε λεπανταρ(α) λα προηιβιχι (ν. Ηιζο ελ ανυνηιο δεσπυ(σ) θυε λα Βολσα δε ζαλορεσ δε Ζυριχη χερρ(ι).

Ελ χονσερο δε αδμινιστραχι (ν) φυστιφιχ(ι) συ δεχισι (ν) χον δοσ ραζονεσ. Πριμερο, πεσε α θυε αυσ αρχιπιδαδεσ εραν μωλτιναχιοναλεσ, πορ εν λαδο χονσερπαβα υνα εστρυχτυρα μωψ ναχιοναλισα δε λα προπιεδαδ. Πορ ελ στρο, ρεαλιζαβα αδθυισιχιονεσ δε αλω παρ(ι)λ εν ελ εξτεριορ χομο Ροωντρεε (Ρεινο Υνιδο) ψ Χαρνατιον (Εσταδοσ Υνιδοσ). Πορ εσο, αυσ πρ(χι)τιχασ φυερον χριπαδασ πορ χονσιδεραρλασ ινρυσασ ε ινχομπατιβλεσ χον λασ πρινηιπιωσ δελ λιβρε μερχαδο. Νεστλ πενσ(ι) εν ρεμεδιαρ εστε προβλεμα. Σεγυνδο, χομπρενδ(ι)α θυε λα προηιβιχι (ν) δε θυε λασ εξτρανφεροσ τυπιεραν αρχιονεσ ρεγιστραδασ ηφ(ι)α ελεπαδο ελ χοστο δελ χαπιταλ, λο χυαλ, α συ πεζ, ηφ(ι)α ινχιδιδο νεγατιπαμεντε εν συ ποσιχι (ν) χομπετιτιπα δεντρο δελ μερχαδο μυνδιαλ.

Χομο σε οβσερπα εν λα υλστραχι (ν) 17.12, αντεσ δε λεπανταρ λα προηιβιχι (ν), λασ αρχιονεσ αλ πορταδορ (χον δερεχιηο α ποτο) σε νεγοχιαβαν απροξιμαδαμεντε αλ δοβλε δελ πρεχιω δε λασ αρχιονεσ ρεγιστραδασ. Ελλο ινδιχα θυε λασ εξτρανφεροσ δεσεαβαν तेνερ μ(σ δε λασ θυε σε περμιτ(ι)αν, υνα πεζ ελιμιναδασ λασ ρεστριχιονεσ. Σιν εμβαργο, χυανδο λα προηιβιχι (ν) φυε αβολιδα, ελ πρεχιω δε αμβοσ τιποσ δε αρχιονεσ χονπερ(ι) δε ινμεδιατο: ελ δε λασ αρχιονεσ αλ πορταδορ δισμιλυψ(ι) 25% ψ ελ δε λασ αρχιονεσ ρεγιστραδασ χρεχι(ι) 35%. Ψα θυε εσασ(ι) λ(ι)τιμασ ρεπρεσενταβαν χερχα δε δοσ τερχερασ παρτεσ δελ τοταλ δε λασ αρχιονεσ χον δερεχιηο α ποτο, ελ παλορ τοταλ δε μερχαδο δε Νεστλ αυμεντ(ι) μ(ι)χηο χυανδο ιντερναχιοναλιζ(ι) τοταλμεντε συ εστρυχτυρα δε προπιεδαδ. Εσο σιγνιφιχα θυε ελ χοστο δε χαπιταλ χονταβλε δεχερι(ι) εν φορμα ιμπορταντε.

Ηιεταλα (1989) οβσερπ(ι) ελ φεν(ι)μενο δελ πρεχιω δε μερχαδο εν ελ δε λασ αρχιονεσ φινλανδεσασ. Λασ φιρμασ αχοστυμβραβαν εμιτρι αρχιονεσ χον ρεστριχιονεσ ψ σιν ελλασ, εν θυε λασ εξτρανφεροσ ποδ(ι)αν χομπραρ σ(ι)λο λασ σεγυνδασ. Ώσασ χονστυπι(ι)αν α λο συμο 20% δελ τοταλ δε υνα εμπρεσα φινλανδεσα. Δεβιδο α εστα ρεστριχι (ν) λεγαλ, σι υν εξτρανφερο θυερ(ι)α μ(σ) δε 20% δε υνα δε ελλασ, ποδ(ι)α ηαβερ δυαλιδαδ δε πρεχιωσ. Εν εφεχτο, Ηιεταλα δεσχυβρι(ι) θυε εν γενεραλ λασ εμπρεσασ φινλανδεσασ μοστραβαν ελ φεν(ι)μενο δε πρεχιω δε μερχαδο: λασ αρχιονεσ νο ρεστρινιδασ σε νεγοχιαβαν απροξιμαδαμεντε χον υνα πριμα δε 15% α 40% εν ρελαχι(ι) εν χον λασ αρχιονεσ ρεστρινιδασ. Εν λασ λ(ι)τιμοσ α)οσ, Φινλανδια αβολι(ι) πορ χομπλετο λασ ρεστριχιονεσ ιμπευσασ α λασ εξτρανφεροσ.

www.nestle.com/

La página principal de Nestlé suministra información básica sobre la compañía.

Profundización conceptual

Fijación de precio a los activos en las restricciones de la propiedad a los extranjeros¹⁴

En esta sección vamos a investigar de una manera formal cómo el precio de equilibrio de los activos se calcula cuando los extranjeros están sujetos a las restricciones referentes a la máxima propiedad proporcional en las compañías locales. Igual que antes, supondremos que hay dos países en el mundo: el anfitrión y el huésped. Para simplificar la exposición supondremos además que el país huésped impone una restricción a la propiedad de los inversionistas del país anfitrión, pero que éste no toma medidas equivalentes. En consecuencia, los inversionistas del país anfitrión no pueden tener más que cierto porcentaje de acciones de una transnacional; en cambio, a los inversionistas del país huésped no se les prohíbe en absoluto en el país anfitrión.

Como suponemos que no se impone restricción alguna a las acciones locales, un mismo activo local tiene precio idéntico para los inversionistas de ambos países, precio que es igual al precio de un mercado perfecto de capitales. En el caso de los activos locales, prevalece la ley de un precio. Sin embargo, sigue vigente el fenómeno de precio de mercado en las acciones de los extranjeros.

En concreto, a los activos del país anfitrión se les fijará el precio conforme a la ecuación 17.7: el modelo de fijación de precios a los activos internacionales en un mercado mundial de capitales totalmente integrado. Se procederá de modo distinto con las acciones de los extranjeros, según que el inversionista provenga de otro país o del país anfitrión. En el segundo caso, pagará una prima mayor del *precio del mercado perfecto*, que debería prevalecer cuando no haya restricciones; por el contrario, los procedentes de otro país recibirán un descuento a partir del precio del mercado perfecto. Ello significa que los inversionistas locales necesitarán un rendimiento más bajo de las acciones del país huésped que los extranjeros.

Eun y Janakiraman (1986) ofrecen las siguientes soluciones a las tasas de equilibrio del rendimiento del activo internacional i , según las perspectivas del inversionista del país anfitrión y del país huésped, respectivamente:

$$\bar{R}_i^a = R_f + A^W W \text{Cov}(R_i, R_W) - (A^W W - dA^D D) [\text{Cov}(R_i, R_f) - \text{Cov}(R_i, R_S)] \quad (17.10)$$

$$\bar{R}_i^f = R_f + A^W W \text{Cov}(R_i, R_W) - [(1 - d)A^D D - A^W W] [\text{Cov}(R_i, R_f) - \text{Cov}(R_i, R_S)] \quad (17.11)$$

donde d representa la fracción de la i -ésima transnacional que se permite poseer a los inversionistas del país anfitrión, contados en su totalidad. En la ecuación anterior, el portafolio S designa el **portafolio de sustitución**, que es el de los activos del país anfitrión, el cual está más correlacionada con el portafolios F del mercado extranjero. Por lo tanto, el portafolios S puede considerarse el sustituto casero *óptimo* del portafolios F .

En el modelo anterior, las tasas de equilibrio de rendimiento dependen esencialmente de (1) la severidad de la restricción a la propiedad (d) y (2) de la capacidad de los inversionistas del país anfitrión para reproducir el portafolios del mercado internacional utilizando sus activos nacionales, que se mide por el **riesgo puro del mercado internacional**, $\text{Cov}(R_i, R_f) - \text{Cov}(R_i, R_S)$. En el caso especial en que el portafolios S sustituya perfectamente al portafolios F del mercado internacional, tendremos $\text{Cov}(R_i, R_f) = \text{Cov}(R_i, R_S)$. Entonces, al activo internacional se le fijará el precio como si los mercados mundiales de capital estuviesen totalmente integrados desde la perspectiva de ambos inversionistas, aun cuando esté vigente una restricción a la propiedad. No obstante, por lo regular los inversionistas del país anfitrión pagarán una prima por los activos internacionales (es decir, aceptan una tasa de rendimiento más baja que la del mercado perfecto de capitales) en la medida que no pueden reproducir exactamente el portafolios del mercado internacional utilizando activos locales. En cambio, los inversionistas del país huésped recibirán un descuento, es decir, una tasa más alta que la del mercado perfecto.

¹⁴ El lector puede pasar al ejemplo numérico sin que la continuidad se pierda.

EJEMPLO 17.2

Ejemplo numérico Para explicar el efecto que las restricciones a la propiedad extranjera tiene en el costo del capital fijo de una firma, realizamos una simulación numérica usando la economía modelo descrita en la ilustración 17.13.

En ella se muestran la desviación estándar y la matriz de correlación de dicha economía. Las empresas D1 a D4 pertenecen al país anfitrión y las empresas F1 a F4 al país huésped. Para simplificar la exposición, la matriz de correlación refleja el hecho estilizado de que el rendimiento de los activos suele estar menos correlacionado entre las naciones que dentro de un país; se supone que la correlación por pares es uniformemente 0.50 en una nación y 0.15 entre varias. Tanto los inversionistas locales como externos tendrían la misma medida de aversión al riesgo agregada y la tasa libre de riesgo sería de 9%.

En la ilustración 17.14 se considera el caso en que el país extranjero o huésped impone una restricción de 20% a la propiedad ($d_F = 20\%$), mientras que el país anfitrión no impone restricción alguna a los inversionistas extranjeros. En tal situación, a los activos de este último se les fija precio como si los mercados de capital estuviesen totalmente integrados. En cambio, a los activos del país huésped se les fija el precio de mercado.

En términos generales, la ilustración indica que el costo de capital de la compañía tiende a ser más alto cuando la restricción de la propiedad es de 20% que cuando la integración es completa. Esto implica que la restricción sobre la propiedad del capital extranjero tendrá un efecto negativo en el costo del capital contable de la compañía. Para facilitar la comparación, damos de nuevo los resultados conseguidos mediante la segmentación y la integración completas. Pongamos el caso de la empresa F1. La ilustración muestra que, con una restricción de la propiedad de 20%, el costo de capital es 22.40%, que se calcula como el promedio ponderado de los rendimientos requeridos por los inversionistas locales y extranjeros en F1. Note que sin la restricción el costo del capital habría disminuido de modo sustancial: 19.03%. También vale la pena señalar que cuando prevalece el fenómeno del precio de mercado, el costo del capital dependerá de que los inversionistas —locales o extranjeros— aporten capital. La ilustración incluye el caso en que ambos países imponen restricciones en el nivel de 20%, es decir, ($d_D = 20\%$ y $d_F = 20\%$). Se deja al lector la interpretación del caso.

ILUSTRACIÓN 17.13

Descripción de la economía muestra

Χομπα)α	Πρεχιο φυτωρο εσπεραδο δε λα αρχι Γν (Ξ)	Δεσπιαχι Γν εστ(νδαρ δελ πρεχιο δε λα αρχι Γν (Ξ)	Ματριζ δε χορρελαχι Γν							
			Δ2	Δ3	Δ4	Φ1	Φ2	Φ3	Φ4	
Δ1	100	16	.50	.50	.50	.15	.15	.15	.15	
Δ2	100	20		.50	.50	.15	.15	.15	.15	
Δ3	100	24			.50	.15	.15	.15	.15	
Δ4	100	28				.15	.15	.15	.15	
Φ1	100	18					.50	.50	.50	
Φ2	100	22						.50	.50	
Φ3	100	26							.50	
Φ4	100	30								

Νοτα: λασ φημοσ Δ1 α Δ4 σοη δελ πα)σ αηφηρι Γν, μεηηρασ θυε λασ φημοσ Φ1 α Φ4 σοη δελ πα)σ ηυ)σπεδ. Σε συποηε θυε λα τασα δε ιηηερ)σ λιβρε δε ρηεγο εσ 9%. Σε συποηε θυε λασ ιηηερ)οηησασ δε αμβοσ πα)σσοσ τηεηεη λα μησμα μεδιδα (αβσολλυα) δε αηηερ)σ Γν α) ρηεγο αηρεγαδα.

ILUSTRACIÓN 17.14

Equilibrios del mercado de capitales internacionales: efecto de las restricciones impuestas a la propiedad de acciones en manos extranjeras

Αχτιωο	Σεγεμενταχι Γν τοπαλ	Ρεστριχχι Γν		Ιντεγεραχι Γν τοπαλ
		Δ %	20% %	
<i>A. Εθνιλιβριο δελ προεριο δελ αχτιωο (Ξ)^α</i>				
Δ1	81.57 83.04/87.45	85.25		85.25
Δ2	78.53 80.45/86.22	83.34		83.34
Δ3	75.30 77.75/85.07	81.41		81.41
Δ4	71.88 74.86/83.82	79.34		79.34
Φ1	79.19 86.91/81.12	87.86/80.16		84.01
Φ2	75.87 85.66/78.31	86.87/77.11		81.99
Φ3	72.34 84.50/75.38	85.92/73.96		79.94
Φ4	68.62 83.24/72.28	84.90/70.62		77.76
<i>B. Χοοτο δε χαπαταλ χονταβλε (%)</i>				
Δ1	22.59 19.15	17.30		17.30
Δ2	27.34 22.54	19.99		19.99
Δ3	32.80 26.24	22.84		22.84
Δ4	39.12 30.46	26.04		26.04
Φ1	26.28 21.54	22.40		19.03
Φ2	31.80 25.34	26.48		21.97
Φ3	38.24 39.96	32.82		25.09
Φ4	45.73 47.95	38.85		28.60

^α Λας δος χιφρας ινδιχαν ελ προεριο δε λος αχτιωος δε λος ινπεροιονιστας λογαλες η εξτρανφερος, ρεοπεχτιοαμεντε.

La estructura financiera de las subsidiarias

Uno de los problemas de los administradores financieros de las multinacionales es cómo determinar la estructura financiera de las subsidiarias en el extranjero. En opinión de Lessard y Shapiro (1984), hay tres formas de hacerlo:

1. Cumplir con la norma de la compañía matriz.
2. Satisfacer la norma del país donde opera la subsidiaria.
3. Adaptarse con prudencia para aprovechar las oportunidades de reducir los impuestos, los costos financieros y los riesgos, sacando además partido de las imperfecciones del mercado.

El método que se adopte dependerá principalmente de si la compañía matriz es responsable de las obligaciones financieras de su subsidiaria y en qué medida. Cuando tiene plena responsabilidad, no importa la estructura financiera independiente de la subsidiaria; lo que importa es la de ella. Cuando la matriz tiene una responsabilidad legal y moral, los acreedores estudiarán el estado financiero de la compañía matriz, no el de la subsidiaria.

Sin embargo, la estructura financiera de la subsidiaria cobra importancia en dos casos: si la compañía matriz está dispuesta a que su subsidiaria incumpla o es difícil hacer valer en el extranjero la garantía que aquélla ofrece respecto a las obligaciones financieras de la subsidiaria. Entonces, los acreedores potenciales analizarán a fondo el estado financiero de la subsidiaria para determinar el riesgo de incumplimiento. De ahí la necesidad de que la subsidiaria escoja su estructura financiera que le permita atenuar dicho riesgo, junto con sus costos financieros.

En realidad, la compañía matriz no puede permitir que la subsidiaria no pague sus deudas, pues eso perjudicaría de alguna manera sus operaciones en el ámbito mundial. El incumplimiento de una subsidiaria puede acabar con la reputación de la matriz, acrecentar su costo de capital y dificultar emprender proyectos futuros en la nación donde ocurra el incumplimiento. Varias encuestas, entre ellas la de Robert Stobaugh, indican claramente que las compañías

matrices de multinacionales no permitirán que incumplan sus subsidiarias, cualesquiera que sean las circunstancias.

He aquí una consecuencia inmediata de la obligación legal y moral de la matriz para pagar las deudas de la subsidiaria: la compañía matriz debería vigilar la situación financiera de ésta y cerciorarse de que sus demás aspectos financieros no sufran las consecuencias de la estructura financiera de la subsidiaria. Lo que en verdad importa es el impacto secundario que la estructura financiera de la subsidiaria tendrá en la estructura financiera global de la compañía matriz. De ahí la necesidad de seleccionar una estructura para la subsidiaria que permita reducir al mínimo el costo de capital de la compañía matriz.

A la luz de lo dicho, no podemos considerar apropiado el primero ni el segundo método con que se determina la estructura financiera de la subsidiaria. El primero, en el que se plantea reproducir la estructura financiera de la compañía matriz, no conlleva necesariamente reducir al mínimo el costo de capital global de la compañía matriz. Supongamos que la subsidiaria puede obtener préstamos a una tasa subsidiada, porque el gobierno anfitrión desea a toda costa atraer inversión extranjera. Entonces, la subsidiaria debería conseguir préstamos allí y aprovechar la tasa de interés baja, aun cuando su razón de deuda supere la norma de la compañía matriz. En caso de juzgarlo necesario, ésta puede limitarse a reducir su razón de deuda. En otras palabras, la distribución de la deuda entre la matriz y la subsidiaria puede ajustarse para aprovechar el financiamiento subsidiado. En el caso especial en que la subsidiaria opera en un país que regula su estructura financiera, sería difícil aplicar la norma de la matriz, aun cuando conviniera hacerlo.

En el segundo método propuesto por Stonehill y Stitzel (1969) se adopta la norma local del financiamiento. En esencia, podemos sintetizarlo con aquello de que “Al país al que fueres haz lo que vieres”. Una empresa podrá aminorar las probabilidades de ser objeto de críticas si obedece la norma local. El método es aplicable sólo cuando la compañía matriz no asume la responsabilidad de las obligaciones de su subsidiaria y ésta tiene que depender del financiamiento local debido, digamos, a la segmentación de los mercados; de lo contrario no conviene. Supongamos que las subsidiarias acaten la norma local, que refleja el entorno cultural, económico e institucional del país anfitrión. Entonces la estructura financiera mundial de la compañía matriz se determinará estrictamente en forma “residual”; lo cual difícilmente será una estructura óptima que reduzca al mínimo su costo global de capital. Cuando la norma local refleja, por ejemplo, la naturaleza inmadura de los mercados financieros del país anfitrión, una subsidiaria de la multinacional con fácil acceso a los mercados financieros mundiales debería acatar sin reservas la norma local. Con ello la multinacional renuncia a la ventaja de un costo menor del capital.

Y esto nos lleva al tercer método, que parece ser el más razonable y compatible con la meta de disminuir al mínimo el costo global del capital. La subsidiaria debería aprovechar en lo posible los préstamos subsidiados cuando estén disponibles, y también tomar ventaja de las deducciones de impuestos en los intereses; eso lo hace obteniendo préstamos más grandes de lo que indica la norma de la compañía matriz, cuando la tasa corporativa del impuesto sobre la renta sea mayor en el país anfitrión que en el país huésped, salvo que le convenga más recurrir a los créditos fiscales de los extranjeros.

Aparte del factor tributario, el riesgo político es otro que hay que tener en cuenta al seleccionar el método de financiar a la subsidiaria. Generalmente, éste favorece el endeudamiento local sobre el financiamiento directo de la compañía matriz, la cual puede renunciar a la deuda local de su subsidiaria en caso de que se expropien los activos de ésta. Pueden reducirse los riesgos de expropiación, cuando la subsidiaria recibe financiamiento de acreedores y accionistas locales. Si opera en un país subdesarrollado, el financiamiento procedente de organismos internacionales como el Banco Mundial y la Corporación Financiera Internacional puede disminuir el riesgo político. Si se debe optar por la deuda externa o por el financiamiento por venta de capital, el riesgo político tiende a favorecer la deuda, esto se debe a que el gobierno anfitrión admite repatriar fondos mediante intereses mucho mejor que mediante dividendos.

En síntesis, por ser la compañía matriz responsable legal y/o moralmente de las obligaciones financieras de su subsidiaria, habrá de seleccionar la estructura financiera de esta última, teniendo presente el efecto que ello tendrá en su estructura financiera global. Sin embargo, a la subsidiaria deberá permitírsele aprovechar las oportunidades de financiamiento que ofrezca el

país anfitrión, pues contribuye a alcanzar la meta de disminuir al mínimo el costo de capital de la compañía matriz. En caso necesario, ésta puede ajustar su estructura financiera para obtener la estructura financiera global óptima.

RESUMEN

En este capítulo hemos explicado el costo de capital de una multinacional. La tendencia a desarrollar mercados financieros más liberalizados y menos regulados se refleja en el hecho de que las principales corporaciones del mundo empiezan a internacionalizar su estructura de capital al permitir a los extranjeros mantener sus acciones y sus deudas.

1. La comparación internacional del costo de los fondos indica lo siguiente: aunque en los últimos años el costo de los fondos converge entre los países importantes, los mercados financieros internacionales no están enteramente integrados. Ello significa que las compañías pueden acrecentar su valor de mercado con sólo recabar prudentemente capital en el extranjero.
2. Cuando una empresa opera en un mercado segmentado de capitales, puede atenuar los efectos negativos si realiza cotizaciones cruzadas de sus acciones en los mercados accionarios, con lo cual la acción puede negociarse a nivel internacional.
3. Una empresa puede beneficiarse con ese tipo de cotización en dos formas: *a)* un costo menor del capital y un costo mayor de las acciones; *b)* el acceso a nuevas formas de fuentes de capital.
4. Cuando las acciones de una compañía presentan cotización cruzada en las bolsas mundiales dentro de un mercado de capital segmentado, el precio que se les fije dependerá del riesgo sistemático mundial como si los mercados internacionales estuviesen plenamente integrados. En el ámbito internacional, el precio que se fije a los activos no negociables dependerá tanto del riesgo sistemático de la nación como de un riesgo sistemático mundial indirecto. Esto refleja el efecto de desbordamiento de los precios generado por los activos negociables en el ámbito internacional.
5. Aunque actualmente predomina la tendencia a mercados financieros más liberales, muchas naciones todavía imponen restricciones a la inversión extranjera, especialmente al porcentaje de propiedad máxima de los extranjeros en empresas locales. En una restricción a la propiedad, los inversionistas del país anfitrión y del huésped pueden tener diferentes precios de sus acciones, originándose así el fenómeno de precios según el mercado, el cual generalmente aumenta el costo global del capital de la compañía.
6. La compañía matriz debería elegir el método de financiamiento de sus subsidiarias con vistas a reducir en lo posible su costo global de capital. En la medida en que asuma la responsabilidad de las obligaciones financieras de las subsidiarias, la estructura financiera de éstas carecerá de importancia.

TÉRMINOS CLAVE

activo negociable a nivel internacional, 435
 activo no negociable a nivel internacional, 435
 beta, 424
 costo de capital, 423
 costo promedio ponderado del capital, 423
 efecto desbordante de los precios, 436
 estructura de capital, 422

fenómeno de precios de mercado, 438
 medida de aversión del riesgo agregada, 435
 mercado de capitales totalmente segmentado, 436
 mercados financieros mundiales parcialmente integrados, 436

mercados mundiales de capital totalmente integrados, 436
 modelo de fijación de precio de los activos internacionales, 435
 modelo de fijación de precio del activo de capital (CAPM), 424
 portafolio de mercado, 424

portafolio de mercado nacional (extranjero), 436	riesgo país sistemático, 436	riesgo sistemático mundial, 436
portafolio de sustitución, 440	riesgo puro del mercado internacional, 440	riesgo sistemático mundial indirecto, 437
portafolio del mercado mundial, 436	riesgo sistemático, 424	ventaja gratuita (<i>free ride</i>), 437

CUESTIONARIO

- Suponga que su empresa opera en un mercado segmentado de capitales. ¿Qué medidas recomendaría para atenuar los efectos negativos?
- Explique por qué y cómo el costo de capital de una empresa puede disminuir cuando realiza la cotización cruzada de sus acciones en las bolsas mundiales.
- Explique el *efecto de desbordamiento* de precios.
- ¿En qué sentido las compañías con activos no negociables logran una *ventaja gratuita* de aquellas cuyos valores se negocian a nivel mundial?
- Defina y explique el *riesgo sistemático mundial indirecto*.
- Indique cómo el costo de capital se calcula en los mercados segmentados y en los integrados.
- Suponga que existe un activo no negociable que guarda una correlación positiva perfecta con un portafolio T de activos negociables. ¿En qué forma se le fijará el precio al primero?
- Exponga los factores que impulsaron a Novi Industri a cotizar sus acciones en Estados Unidos. ¿Qué lecciones podemos aprender de su experiencia?
- Explique las restricciones a la propiedad del capital por parte de extranjeros. ¿A qué se debe que los países las impongan?
- Explique el *fenómeno de precios según el mercado*.
- Explique cómo la prima y el descuento se determinan al momento de fijar el precio de los activos de mercado. ¿Cuándo la ley de un precio predominará en los mercados internacionales de capital aun cuando se impongan restricciones a la propiedad de acciones por extranjeros?
- ¿En qué condiciones cobra importancia la estructura financiera de una subsidiaria extranjera?
- ¿En qué casos recomendaría que la subsidiaria extranjera acatara las normas locales de la estructura financiera?

PROBLEMAS

Resuelva los problemas 1-3 basándose en los datos del mercado accionario que se dan en la tabla anexa.

	Χοεφικιεντες δε χορρελαχι ίν			ΔE (%)	\bar{P} (%)
	Τελμεξ	Μίξιχο	Μυνδο		
Τελμεξ	1.00	.90	0.60	18	?
Μίξιχο		1.00	0.75	15	14
Μυνδο			1.00	10	12

Εν λα ταβλα σε δα λα χορρελαχι ίν εντρε Τελμεξ, χομπα)ί α δε τελί φονο/χομυνιχαχιονες σπα-δα εν Μίξιχο, ελ ίνδιχε δελ μερχαδο αχχιοναριο δε εσε παίσψ ελ ίνδιχε δελ μερχαδο μυνδιαλ φυντο χον λα δεσπιαχι ίν εστ(νδαρ (ΔE) δε λος ρενδιμιεντος ψ λος ρενδιμιεντος εσπεραδος (P). Λα τασα λιβρε δε ριεσγο εσ 5%.

- Calcule la beta del país anfitrión de Telmex y también su beta mundial. ¿Qué miden esos parámetros?

2. Suponga que el mercado accionario de México está segmentado del resto del mundo. Mediante el paradigma CAPM estime el costo de capital de Telmex.
3. Suponga que Telmex ha hecho negociables sus acciones en el ámbito internacional al inscribirse en la Bolsa de Nueva York. Usando de nuevo el paradigma CAPM, calcule su costo de capital. Explique los efectos que el precio internacional de las acciones de Telmex puede tener en sus decisiones de precio de las acciones e inversiones.

EJERCICIOS DE INTERNET



Es usted un accionista controlador de Dragon Semicon establecida en Taiwán, compañía con un gran potencial económico. A fin de financiar el crecimiento futuro, estudia la conveniencia de inscribir las acciones en la Bolsa de Nueva York o en la de Londres. Visite el sitio web de ambas; después averigüe y compare sus requisitos de cotización y revelación aplicables a las multinacionales.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Adler, Michael, "The Cost of Capital and Valuation of a Two-Country Firm", *Journal of Finance* 29 (1974), pp. 119-132.
- Alexander, Gordon, Cheol Eun y S. Janakiraman, "Asset Pricing and Dual Listing on Foreign Capital Markets: A Note", *Journal of Finance* 42 (1987), pp. 151-158.
- , "International Listings and Stock Returns: Some Empirical Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23 (1988), pp. 135-151.
- Bailey, Warren y Julapa Jagtiani, "Foreign Ownership Restrictions and Stock Prices in the Tahi Market", *Journal of Financial Economics* 36 (1994), pp. 57-87.
- Black, Fisher, "International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers", *Journal of Financial Economics* 1 (1974), pp. 337-352.
- Bodie, Zvi, Alex Kane y Alan J. Marcus, *Investments*, 2a. ed., Burr Ridge, Ill.: Irwin, 1993.
- Chan, K. C., Andrew Karolyi y Rene Stulz, "Global Financial Markets and the Risk Premium on U.S. Equity", *Journal of Financial Economics* 32 (1992), pp. 137-167.
- Chaplinsky, Susan y Latha Ramchand, "The Rationale for Global Equity Offerings", University of Virginia, papeles de trabajo, 1995.
- Cohn, Richard y John Pringle, "Imperfections in International Financial Markets: Implications for Risk Premia and the Cost of Capital to Firms", *Journal of Finance* 28 (1973), pp. 59-66.
- Dahya, J., J. McConnell y N. Travlos, "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover", *Journal of Finance* 57 (2002), pp. 461-483.
- Doidge, Craig, Andrew Karolyi y Rene Stulz, "Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More?", Ohio State University, papeles de trabajo (2001).
- Errunza, Vihang y Etienne Losq, "International Asset Pricing Under Mild Segmentation: Theory and Test", *Journal of Finance* 40 (1985), pp. 105-124.
- Eun, Cheol y S. Janakiraman, "A Model of International Asset Pricing with a Constraint on the Foreign Equity Ownership", *Journal of Finance*, 41 (1986), pp. 897-914.
- French, K. y J. Poterba, "Investor Diversification and International Equity Markets", *American Economic Review* 81 (1991), pp. 222-226.
- Glaum, Martin y Udo Mandler, "Global Accounting Harmonization from a German Perspective: Bridging the GAAP", Europa-Universitaet Viadrina, papeles de trabajo, 1996.
- Harvey, Campbell, "The World Price of Covariance Risk", *Journal of Finance* 46 (1991), pp. 111-157.
- Hietala, Pekka, "Asset Pricing in Partially Segmented Markets: Evidence from the Finnish Markets", *Journal of Finance* 44 (1989), pp. 697-718.
- Jayaraman, N., K. Shastri y K. Tandon, "The Impact of International Cross Listings on Risk and Return: The Evidence from American Depository Receipts", *Journal of Banking and Finance* 17 (1993), pp. 91-103.
- Karolyi, G. Andrew, "What Happens to Stocks That List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and its Managerial Implications", University of Western Ontario, papeles de trabajo, 1996.
- Lang, Mark, Karl Lins y Darius Miller, "ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?", *Journal of Accounting Research* 41 (2003), pp. 317-345.
- Lee, Kwang Chul y Chuck C. Y. Kwok, "Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure", *Journal of International Business Studies* 19 (1988), pp. 195-217.
- Lessard, D. y A. Shapiro, "Guidelines for Global Financing Choices", *Midland Corporate Finance Journal* 3 (1984), pp. 68-80.
- Loderer, Claudio y Andreas Jacobs, "The Nestlé Crash", *Journal of Financial Economics* 37 (1995), pp. 315-339.
- McCauley, Robert y Steven Zimmer, "Exchange Rates and International Differences in the Cost of Capital", en Y. Amihud y R. Levich (eds.), *Exchange Rates and Corporate Performance*, Burr Ridge, IL: Irwin, 1994, pp. 119-148.
- Miller, Darius, "The Market Reaction to International Cross-listing: Evidence from Depository Receipts", *Journal of Financial Economics* 51 (1999), pp. 103-123.

- Mittoo, Usha, "Additional Evidence on Integration in the Canadian Stock Market", *Journal of Finance* 47 (1992), pp. 2035-2054.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield y Jeffrey F. Jaffee, *Corporate Finance*, 3a. ed., Burr Ridge, Ill.: Irwin, 1987.
- Sarkissian, Sergei y Michael Schill, "The Overseas Listing Decision: New Evidence of Proximity Preference", *Review of Financial Studies* 17 (2004), pp. 769-809.
- Stapleton, Richard y Marti Subrahmanyam, "Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporation Finance", *Journal of Finance* 32 (1977), pp. 307-321.
- , *Capital Market Equilibrium and Corporate Financial Decisions*, Greenwich, Conn.: JAI Press, 1980.
- Stobaugh, Robert, "Financing Foreign Subsidiaries of U.S Controlled Multinational Enterprises", *Journal of International Business Studies* (1970), pp. 43-64.
- Stonehill, Arthur y Kare Dullum, *Internationalizing the Cost of Capital*, Nueva York: John Wiley and Sons, 1982.
- Stonehill, Arthur y Thomas Stitzel, "Financial Structure and Multinational Corporations", *California Management Review* (1969), pp. 91-96.
- Stulz, Rene, "On the Effect of Barriers to International Investment", *Journal of Finance* 36 (1981), pp. 923-934.
- , "Pricing Capital Assets in an International Setting: An Introduction", *Journal of International Business Studies* 16 (1985), pp. 55-74.
- , "The Cost of Capital in Internationally Integrated Markets: The Case of Nestlé", *European Financial Management* 1 (1995), pp. 11-22.
- , "Does the Cost of Capital Differ across Countries? An Agency Perspective", *European Financial Management* 2 (1996), pp. 11-22.
- Stulz, Rene y Walter Wasserfallen, "Foreign Equity Investment Restrictions, Capital Flight, and Shareholder Wealth Maximization: Theory and Evidence", *Review of Financial Studies* 8 (1995), pp. 1019-1057.
- Subrahmanyam, Marti, "On the Optimality of International Capital Market Integration", *Journal of Financial Economics* 2 (1975), pp. 3-28.

17A Fijación de precios a activos no negociables: simulaciones numéricas

Para explicar más a fondo los resultados teóricos presentados en la sección anterior, ofrecemos un ejemplo numérico en el que suponemos un mundo de dos países y de ocho empresas, como se aprecia en la ilustración 17.13, para alcanzar los precios de equilibrio de las acciones y las tasas esperadas de rendimiento, o bien, los costos del capital contable, con las estructuras alternas de los mercados internacionales de capital.

La ilustración 17A.1 contiene tanto los precios de equilibrio de los activos como los costos del capital contable de las compañías, que se calcularon siguiendo los modelos de fijación de precios descritos en páginas anteriores. Como se aprecia en la ilustración, la cotización cruzada del activo local D1 en la bolsa internacional de un mercado segmentado disminuye el costo de equilibrio del capital contable de 22.59% (con la segmentación) a 17.30% tras la cotización cruzada. Por supuesto, el costo disminuye al negociar el activo a nivel mundial.

Una vez aplicada la cotización cruzada al activo D1, se le fija un precio (\$85.25) que produzca la misma tasa de rendimiento que se obtendría en la integración completa. Más aún, cuando el activo local se cotiza de manera cruzada, activos no negociables en el ámbito mundial también experimentarán una disminución de su costo de capital. Pongamos el caso del activo D2: el costo de capital disminuye de 27.34% con la segmentación a 23.72% tras la cotización cruzada del activo D1. Ello se debe al efecto de desbordamiento generado por el activo D1 al negociarse en el mundo. Además, la ilustración 17A.1 muestra lo siguiente: cuando al activo extranjero F1 se le aplica la cotización cruzada en el país anfitrión, reducirá su costo de capital contable y también el de otras trasnacionales. En la ilustración se observa que, al recurrir a la cotización cruzada, el costo del capital contable de F1 disminuye de 26.28% a 19.03%, lo mismo que cuando los mercados de capital estaban totalmente integrados. Otros activos del exterior que siguen siendo no negociables a nivel mundial también muestran una reducción del costo de capital, debido al efecto de desbordamiento en la cotización cruzada de F1.

ILUSTRACIÓN 17A.1

Equilibrios del mercado de capitales internacionales: el efecto de cotizaciones cruzadas

Αχτιωο	Σεγμενταχι (ν χομπλετα	Χοτιζαχι (ν χορζαδα δελ αχτιωο Δ1	Χοτιζαχι (ν χορζαδα δε λος αχτιωοσ Δ1 ψ Φ1	Ιντεγγραχι (ν τοπαλ
<i>A. Πρεχιος δε εθυλιβριο δε λος αχτιωοσ (Ξ)</i>				
Δ1	81.57 85.25	85.25	85.25	
Δ2	78.53 80.83	80.37	83.34	
Δ3	75.30 78.06	77.51	81.41	
Δ4	71.88 75.10	74.45	79.34	
Φ1	79.19 78.57	84.01	84.01	
Φ2	75.87 75.11	78.36	81.99	
Φ3	72.34 71.45	75.29	79.94	
Φ4	68.62 67.59	72.02	77.76	
<i>B. Χοστω δελ χοπιταλ χονταβλε (%)</i>				
Δ1	22.59 17.30	17.30	17.30	
Δ2	27.34 23.72	24.42	19.99	
Δ3	32.80 28.11	29.02	22.84	
Δ4	39.12 33.16	34.32	26.04	
Φ1	26.28 27.28	19.03	19.03	
Φ2	31.80 33.14	27.62	21.97	
Φ3	38.24 39.96	30.97	25.09	
Φ4	45.73 47.95	36.10	28.60	

18 Presupuestación del capital internacional

Repaso de la presupuestación del capital nacional

El modelo del valor presente ajustado

Presupuestación de capital desde la perspectiva de la compañía matriz

Generalidad del modelo del valor presente ajustado

Estimación del tipo de cambio esperado futuro

APLICACIÓN DE UN CASO: Centralia Corporation

Ajuste al riesgo en el análisis del presupuesto de capital

Análisis de sensibilidad

Suposición de la paridad del poder de compra

Opciones reales

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO 1: Dorchester, Ltd.

MINICASO 2: Strik-it-Rich Gold Mining Company

Bibliografía y lecturas recomendadas

EN ESTE LIBRO hemos adoptado la idea de que el objetivo fundamental del gerente financiero es maximizar la riqueza de los accionistas. La riqueza se crea cuando la compañía efectúa una inversión cuyo rendimiento en valor presente será mayor que los costos. Tal vez la decisión más importante del gerente se relaciona con la elección del proyecto de capital. Por su misma naturaleza los proyectos de capital consisten en invertir en los activos fijos que constituyen la capacidad productiva de la empresa. Esas inversiones, que suelen ser caras en relación con el valor total de la compañía, determinarán la eficiencia con que producirá lo que desea vender y por lo mismo también su rentabilidad. En total, de ellas dependerá la posición competitiva en el mercado de productos y la supervivencia a largo plazo. De ahí la importancia de un modelo válido de análisis. El método generalmente aceptado en las finanzas modernas consiste en utilizar el **valor presente neto (VPN)** descontado del modelo del flujo de efectivo.

En el capítulo 16 explicamos por qué una multinacional invierte en otro país. En el capítulo 17 estudiamos su costo de capital. Vimos que, si podía recabar fondos del extranjero en lugar de limitarse al financiamiento nacional, lograría un costo más bajo que una empresa local por las mayores oportunidades de hacerlo. Un costo menor significa un número mayor de proyectos de capital con un valor presente neto positivo. En este capítulo nos proponemos describir a fondo un método que permita analizar la inversión en un proyecto internacional de capital. La metodología que presentamos se basa en un modelo analítico formalizado por Donald Lesaard (1985). El valor presente ajustado (VPA) es una ampliación del valor presente neto, que se recomienda su utilización al analizar los costos locales de capital. Como se verá, la metodología el VPA facilita el análisis de los flujos especiales de efectivo que caracterizan a costos de capital internacional.

La mayoría de los lectores estarán familiarizados con el análisis del VPN, así como tendrán pericia en otras técnicas de evaluación de costos de capital como herramienta que ayuda al gerente financiero a aumentar al máximo la riqueza de los accionistas. Por eso el capítulo inicia con un breve repaso del modelo básico de la presupuestación de capital a partir del valor presente neto. A continuación ampliamos dicho marco de trabajo hasta convertirlo en un modelo

del valor presente ajustado (VPA), por analogía con la ecuación Modigliani-Miller para calcular el valor de una firma apalancada. Después ampliamos el modelo del VPA para que lo utilice una multinacional al analizar una inversión de capital en el extranjero. El capítulo incluye una aplicación en un caso que muestra cómo implementar el modelo de las decisiones basadas en el valor presente ajustado.

Repaso de la presupuestación del capital nacional

La ecuación referente a la presupuestación de capital del valor presente neto básico se expresa así:

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{FE_t}{(1+K)^t} + \frac{VT_T}{(1+K)^T} - C_0 \quad (18.1)$$

donde:

- FE_t flujo de efectivo esperado después de impuestos en el año t
- VT_T valor terminal esperado después de impuestos, incluida la recaptación del capital de trabajo
- C_0 inversión inicial
- K costo promedio ponderado de capital
- T vida económica del proyecto de capital en años

El valor presente neto (VPN) (*net present value*, NPV) de un proyecto de capital es el de todos los ingresos en efectivo —incluidos los que se reciban al final de su vida— menos el de todos los egresos de efectivo. Según la *regla del valor presente neto*, un proyecto se acepta si $VPN \geq 0$ y se rechaza si $VPN < 0$.

El método de la tasa interna de rendimiento (TIR) (internal rate of return, IRR) y el índice de rentabilidad son tres métodos más con que se analiza el costo de capital. Con el primero se resuelve la tasa de descuento, o sea la tasa interna que hace cero el valor presente neto. En muchos casos un proyecto tendrá una sola tasa interna y la regla de decisión establece escoger el proyecto cuando $TIR \geq K$. Sin embargo, en ciertas circunstancias tendrá múltiples tasas internas de rendimiento, lo cual dificultará interpretar la regla en caso de que una o varias de ellas sean menores que K . El método de recuperación determina el periodo necesario para que los ingresos acumulados de efectivo “restituyan” el desembolso inicial en efectivo; cuanto más corto sea el periodo de recuperación, más aceptable será el proyecto. Sin embargo, el método prescinde del valor del dinero en el tiempo. El índice de rentabilidad se calcula al dividir el valor presente neto de los ingresos de efectivo entre el desembolso inicial; cuanto más grande sea la razón, más aceptable será el proyecto. Pero cuando se trata de proyectos mutuamente excluyentes, puede surgir un conflicto entre el índice de rentabilidad y el criterio del valor presente neto debido a la escala de las inversiones. Si la compañía no se sujeta a un racionamiento de capital, se acepta generalmente que los conflictos deberían resolverse en favor del criterio del VPN. Por lo regular esta regla de decisión se considera el modelo más idóneo para analizar los costos de presupuestación de capital.

Por ahora es necesario ampliar la ecuación del valor presente neto. Pero antes conviene hablar de los flujos anuales de efectivo. Al elaborar el presupuesto de capital, sólo nos interesa el cambio de los flujos totales de efectivo atribuibles al costo de capital. FE representa el cambio gradual del flujo total de efectivo de la compañía en el año t que proviene del proyecto de capital. En términos algebraicos puede definirse así:

$$CF_t = (R_t - C_t - D_t - I_t)(1 - \tau) - D_t - I_t(1 - \tau) \quad (18.2a)$$

$$I_t N_t - D_t - I_t(1 - \tau) \quad (18.2b)$$

La ecuación (18.2a) es una expresión muy detallada del flujo gradual de efectivo que vale la pena conocer, a fin de aplicar fácilmente el modelo. Se observa que FE_t es la suma de tres flujos, es decir, que el procedente del proyecto de capital se dirige a tres grupos. En primer término —como se aprecia en la ecuación (18.2b)— es el ingreso esperado, N_t , que pertenece a los accionistas de la compañía. El $I_t N_t$ gradual se calcula como el valor $(1 - \tau)$ después de

impuestos de la fluctuación del ingreso por ventas, R_t , generado por el proyecto menos los costos operativos correspondientes, CO_t , menos la depreciación del proyecto, D_t , menos el gasto por intereses, I_t . (Como veremos más adelante en el capítulo, tan sólo nos interesa el gasto que concuerde con la estructura óptima de capital de la compañía y con la capacidad de financiarse creada por el proyecto.) El segundo término representa el hecho de que la depreciación *no* es un gasto *en efectivo*, o sea que D_t se resta al calcular I_tN sólo con fines fiscales. Vuelve a sumarse porque este efectivo realmente no salió de la compañía en el año t . Podemos verlo como la recuperación de una parte de la inversión inicial, C_0 , en el año t . El último término representa el pago de intereses a los accionistas después de impuestos.

$$FE_t = (R_t - OC_t - D_t)(1 - \tau) + D_t \tag{18.2c}$$

$$INO_t(1 - \tau) + D_t \tag{18.2d}$$

La ecuación (18.2c) contiene una fórmula más simple para calcular FE_t . Los dos se cancelan puesto que $I_t(1 - \tau)$ se resta al determinar INO_t en la ecuación (18.2a) y luego se suma. El primer término de la ecuación (18.2c) representa el ingreso operativo neto (*net operating income*, NOI) después de impuestos, $INO_t(1 - \tau)$, como se indica en la ecuación (18.2d).

$$FE_t = (R_t - OC_t)(1 - \tau) + \tau D_t \tag{18.2e}$$

$$FEO_t(1 - \tau) + \tau D_t \tag{18.2f}$$

flujo gradual nominal de efectivo después de impuestos en el año t

La ecuación (18.2e) contiene una fórmula todavía más sencilla para calcular FE_t . Muestra el resultado de la ecuación (18.2c) al combinar el valor después de impuestos del gasto por depreciación, $(1 - \tau)D_t$, con el valor antes de impuestos de D_t . El resultado de esta combinación es el importe τD_t en la ecuación (18.2e), que representa el ahorro fiscal obtenido porque D_t es un concepto deducible de impuestos. Como se resume en la ecuación (18.2f), el primer término de la ecuación (18.2e) representa el flujo operacional de efectivo después de impuestos, $FEO_t(1 - \tau)$; asimismo, el segundo término representa los ahorros fiscales conseguidos con el gasto por depreciación.¹

El modelo del valor presente ajustado

Para proseguir nuestra exposición es necesario ampliar el modelo del valor presente neto (VPN). Lo hacemos sustituyendo FE_t por la ecuación (18.2f) en la ecuación (18.1), lo cual nos permite expresar de otra manera la fórmula de dicho valor así:

$$VPN = \sum_{t=1}^T \frac{FEO_t(1 - \tau)}{a_t(1 - K)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{\tau D_t}{a_t(1 - K)^t} + \frac{VT_T}{(1 - K)^T} - C_0 \tag{18.3}$$

En un famoso artículo Franco Modigliani y Merton Miller (1963) dedujeron una formulación teórica referente al valor de mercado de una firma apalancada (V_l) en comparación con el de una firma equivalente no apalancada (V_u). Demostraron que

$$V_l = V_u + \tau \text{Deuda} \tag{18.4a}$$

Si suponemos que las empresas sean negocios establecidos y que la deuda de una empresa apalancada se emita para financiar parte de su capacidad productiva, la ecuación (18.4a) puede expandirse en la siguiente forma:

$$\frac{INO_l(1 - \tau)}{K} = \frac{INO_u(1 - \tau)}{K_u} + \frac{\tau I}{i} \tag{18.4b}$$

donde i es su tasa de financiamiento, I es el monto de la deuda y K_u es el costo de una empresa financiada **totalmente con capital**.

¹ Los flujos anuales de efectivo también podrían incluir los fondos graduales del capital de trabajo. Se omiten aquí para simplificar la exposición.

En el capítulo 17 se dijo que el costo promedio ponderado de capital pueden expresarse así:

$$K = (1 - \lambda)K_l + \lambda i(1 - \tau) \tag{18.5a}$$

donde K_l es el costo de capital de la firma apalancada y λ es la razón óptima de deuda. En su artículo Modigliani y Miller demostraron que K puede expresarse de la siguiente forma:²

$$K = K_u(1 - \tau\lambda) \tag{18.5b}$$

Recuérdese que la ecuación (18.2a) puede simplificarse y darnos la ecuación (18.2d). Ello significa que, independientemente de cómo se financie la empresa (o un costo de capital), se obtendrá el mismo ingreso operativo neto (INO). En la ecuación (18.5b), si $\lambda = 0$ (una compañía financiada totalmente con capital), entonces $K = K_u$ e $I = 0$; así, la ecuación 18.4a $V_l = V_u$. Sin embargo, si $\lambda > 0$ (una firma apalancada), entonces $K_u = K / (1 - \tau\lambda)$; por lo tanto, $V_l > V_u$. Para que la ecuación (18.4b) se mantenga como una igualdad, hay que agregar el valor presente de los ahorros que recibe la firma apalancada. El resultado principal de la teoría de Modigliani y Miller es el siguiente: el valor de una firma apalancada es mayor que el de una firma equivalente no apalancada que reciba el mismo ingreso operativo neto, porque también logra ahorros fiscales al deducir el pago de intereses a los tenedores de bonos que percibe el gobierno. En el siguiente ejemplo se explican los ahorros fiscales que se logran al pagar los intereses de la deuda.

EJEMPLO18.1

Ahorros fiscales conseguidos con el pago de intereses En la ilustración 18.1 se da un ejemplo de los ahorros fiscales que se obtienen con la deducibilidad del pago de intereses. Se muestra una firma apalancada y otra no apalancada, ambas con ingresos por ventas y con gastos de operación de \$100 y de \$50, respectivamente. La firma apalancada paga \$10 por concepto de intereses y recibe ganancias de \$40 antes de impuestos; la firma no apalancada recibe ganancias de \$50 antes de impuestos pues no realiza ningún gasto por intereses. La primera paga sólo \$16 de impuestos y la segunda \$20. Esto deja una ganancia de \$24 para los accionistas de la firma apalancada y de \$30 para los de la firma no apalancada. Sin embargo, la primera tiene un total de \$34 (\$24 + \$10) de fondos disponibles para ellos y la segunda apenas \$30. Los \$4 adicionales provienen de los ahorros fiscales sobre el pago de intereses de \$10 antes de impuestos.

Por analogía directa con la ecuación de Modigliani-Miller de una firma no apalancada podemos convertir la ecuación 18.3 en el modelo del **valor presente ajustado (VPA)** (*adjusted present value, APV*):

$$VPA = \sum_{t=1}^T \frac{FEO_t(1 - \tau)}{1 + K_u t} + \sum_{t=1}^T \frac{\tau D_t}{1 + i t} - \sum_{t=1}^T \frac{\tau I_t}{1 + i t} + \frac{VT_T}{1 + K_u T} = C_0 \tag{18.6}$$

El modelo VPA es un enfoque de **aditividad de valor** en la presupuestación de capital. En otras palabras, se consideran individualmente los flujos de efectivo que son fuente de valor. Nótese que se descuentan a una tasa compatible con su riesgo intrínseco. FEO_t y VT_T se descuentan a K_u . La compañía recibirá esos flujos del proyecto de capital, sin importar si está apalancada

² Para derivar la ecuación (18.5b) de la ecuación (18.5a), es necesario saber que $K_l = K_u + (1 - \tau)(K_u - i)$ (pasivo/capital contable).

ILUSTRACIÓN 18.1

Comparación de los flujos de efectivo disponibles para los inversionistas

	Χον απαλανχαμμεντο		Σιν απαλανχαμμεντο
Ινγρεσοσ	Ξ100		Ξ100
Χοστος δε οπεραχι Γν	50		50
Ινγρεσο οπερατιω νετο	50		50
Γαστο πορ ιντερεσεσ	10		0
Υτιλιδαδεσ αντεσ δε ιμπυεστοσ	40		50
Ιμπυεστοσ ≅ .40	16		20
Ινγρεσο νετο	24		30
Εφεχτιωο δισπονιβλε παρα λοσ ιντερσιονιστασ	Ξ24	10 Ξ34	Ξ30

o no. Los ahorros fiscales por el interés, t_i , se descuenta a la tasa de financiamiento antes de impuestos, i , como en la ecuación (18.4b). Se indica que los debidos a la depreciación, tD_t , también se descuentan a i porque los flujos de efectivo son menos riesgosos que los flujos operacionales de efectivo, si es poco probable que las leyes fiscales cambien en forma radical en la vida económica del proyecto.³

El modelo del valor presente ajustado es útil para una firma local que analice un costo de capital. Si $VPA > 0$, el proyecto debería aceptarse; si $VPA < 0$, debería rechazarse. Por lo tanto, el modelo es útil para una multinacional que analice uno de sus costos locales de capital o para una subsidiaria suya en el extranjero que analice un costo propuesto de capital desde su punto de vista.

Presupuestación de capital desde la perspectiva de la compañía matriz

El modelo de valor presente ajustado que se incluyó en la ecuación 18.6 no es útil cuando una multinacional analiza el costo de capital de una de sus subsidiarias o desde la perspectiva de la compañía matriz. De hecho es posible que un proyecto tenga un valor positivo desde la perspectiva de la subsidiaria y un valor negativo desde la de la compañía matriz. Eso podría suceder, por ejemplo, si el país anfitrión impidiera que algunos flujos de efectivo no fuesen remitidos a ella o si impusiera impuestos adicionales a las remesas de divisas. Un impuesto marginal más alto en ese país podría hacer poco rentable un proyecto desde el punto de vista de la compañía matriz. Si suponemos que la compañía multinacional (CMN) posee una subsidiaria en el extranjero, pero que los accionistas locales son los dueños de la matriz, su moneda será lo importante porque a en ésta deberán convertirse los flujos para beneficiar a los accionistas, cuya riqueza la CMN trata de acrecentar al máximo.

Donald Lessard (1985) creó un modelo de valor presente ajustado que una CMN puede utilizar al analizar un costo de capital en el extranjero. En dicho modelo se reconoce que los flujos de efectivos se denominarán en una divisa y que posteriormente se convertirán a la moneda de la matriz. Además, el modelo incorpora flujos especiales de efectivo que a menudo se encuentran al analizar un proyecto internacional. Mediante la misma estructura fundamental del modelo del VPA que en la sección anterior, el modelo de Lessard puede escribirse así:

$$\begin{aligned}
 \text{VPA} = & \sum_{t=1}^T \frac{S_t FEO_t}{1+i} - \frac{t_2}{K_{ud}^t} - \sum_{t=1}^T \frac{S_t t D_t}{1+i} - \sum_{t=1}^T \frac{S_t t_i}{1+i} - \frac{S_T TV_t}{1+i} \\
 & S_0 C_0 - S_0 RF_0 - S_0 CL_0 + \sum_{t=1}^T \frac{S_t LP_t}{1+i} \tag{18.7}
 \end{aligned}$$

³ Booth (1982) explica en qué circunstancias el VPN y el VPA serán métodos exactamente equivalentes.

Conviene comentar varios puntos referentes a la ecuación 18.7. Ante todo, se da por sentado que los flujos de efectivo se denominan en la moneda extranjera y que se convierten a la de la compañía matriz al tipo de cambio spot esperado, S_t aplicable en el año t . El impuesto corporativo marginal, τ , es mayor que el de la compañía matriz o el de la subsidiaria, porque el modelo supone que las autoridades fiscales del país de la compañía matriz otorgarán un crédito a los impuestos *equivalentes* a la obligación tributaria vigente en él. Por lo tanto, si la tasa de la compañía matriz es la mayor de las dos, los impuestos adicionales se pagarán en el país de origen y serán iguales a la diferencia entre el impuesto y el crédito fiscal internacional. En cambio, si la tasa del extranjero es más grande, el crédito fiscal internacional compensa con creces el impuesto local. Y entonces no se pagan impuestos adicionales. (Los créditos fiscales internacionales se abordan a fondo en el capítulo 21.) Se señaló, asimismo, que las tasas de descuento tienen el subíndice d , esto significa que una vez convertidos los flujos de divisas en la moneda de la compañía matriz, las tasas apropiadas de descuento serán las del país anfitrión.

En la ecuación 18.7 FEO_t representa sólo la parte de los flujos operacionales de efectivos que están disponibles para remitirse legalmente a la compañía matriz. Los flujos que se ganan en el país anfitrión y que el gobierno impide que sean repatriados no aportan beneficio alguno a los accionistas de la compañía matriz y tampoco son importantes para el análisis. Tampoco se incluyen aquí los que se repatrian con la evasión de las restricciones.

Igual que en el análisis de un proyecto nacional, es importante incluir sólo los ingresos graduales y los costos de operación al calcular FEO_t . Un ejemplo servirá para explicar el concepto. Una multinacional puede tener ahora en el exterior una oficina de ventas que se abastece con la mercancía producida por la matriz o por una planta situada en un tercer país. Si la planta se echa a andar para atender la demanda local, quizá las ventas sean mayores que con una simple oficina cuando la subsidiaria está más preparada para evaluar la demanda del mercado gracias a su presencia allí. No obstante, la unidad de manufactura mostrará **pérdida de ventas** debido a la nueva planta, es decir, el nuevo proyecto *canibalizó* parte de un proyecto existente. Por lo tanto, el ingreso gradual no representa el total de las ventas conseguidas con la planta, sino ese monto menos el ingreso de ventas perdidas. Sin embargo, si se perdieran de todos modos, porque, por ejemplo que un competidor se multiplica y está mejor capacitado para atender la demanda local, el ingreso global de la planta en el extranjero es un ingreso gradual de las ventas.

La ecuación 18.7 incluye otros términos que representan los flujos de efectivo que a menudo se observan en los proyectos internacionales. El término S_0RF_0 indica el valor de los **fondos restringidos** acumulados (de la cantidad RF_0) en el país extranjero que se obtuvieron de las operaciones liberadas con el proyecto propuesto. Los fondos están disponibles sólo *por* el proyecto propuesto, así que permiten compensar una parte de la inversión inicial de capital. Un ejemplo son los fondos “cuyo empleo se limita por los controles cambiarios”⁴ o aquellos por los que se incurriría en más impuestos en el país de la compañía matriz en caso de ser remitidos. RF_0 es igual a la diferencia entre el valor nominal de esos fondos y su valor presente utilizado en la siguiente mejor alternativa. El ejemplo ampliado que viene al final del capítulo servirá para aclarar el significado de este término.

El término S_0CL_0 $\sum_{t=1}^T \frac{S_tLP_t}{(1+i_d)^t}$ denota el valor presente neto (en la moneda de la

compañía matriz) del beneficio de obtener préstamos en moneda extranjera y por debajo de la tasa de mercado. En algunos casos el **préstamo subsidiado** (por la cantidad CL_0) a esa tasa está disponible para la compañía matriz si se planea una inversión en el exterior. El país anfitrión ofrece este financiamiento en su divisa a fin de impulsar el desarrollo económico y una inversión que cree empleos para sus ciudadanos. El beneficio de la multinacional es la diferencia entre el valor nominal del préstamo subsidiado convertido en su divisa y el valor presente de los pagos de préstamos subsidiados (LP_t) descontado a la tasa local normal de la CMN (i_d). Los pagos producirán un valor presente menor que el monto nominal del préstamo subsidiado, cuando se descuentan a la tasa normal más alta. La diferencia constituye un subsidio que el país

www.worldbank.org/guarantees/

Este sitio web del Banco Mundial suministra información sobre cómo hacer negocios en los países en desarrollo, entre otras cosas la relativa al financiamiento de proyectos.

⁴ Lessard (1985, p. 577).

anfitrión está dispuesto a otorgar a la multinacional con tal que haga la inversión. Conviene aclarar lo siguiente: el valor presente de los pagos del préstamo descontado a la tasa normal representa la cuantía del préstamo disponible al financiarse a la tasa normal, con un servicio de la deuda equivalente al del préstamo subsidiado.

Recuérdese que es necesario conocer la razón óptima de endeudamiento de la empresa para calcular su costo promedio ponderado de capital. Al estudiar un proyecto de presupuestación de capital, nunca conviene pensar que se financia de forma diferente a como lo hace la compañía, pues representa una parte de ella. Cuando la base de activos aumenta por haber emprendido un proyecto, la compañía puede incluir más deuda en su estructura de capital, es decir, su capacidad de endeudamiento aumentó a causa del proyecto. Con todo, las decisiones de inversión y de financiamiento no son idénticas. La firma posee una estructura óptima de capital; una vez calculado, se conocerá el costo del financiamiento y con él se decidirá si el proyecto es aceptable. Ello no quiere decir que *todos y cada uno* de los proyectos pueden financiarse enteramente con deuda, con acciones o una combinación óptima parcial de ambas. Lo importante es que a la larga la compañía no se aparte demasiado de la estructura óptima, financiar las acciones de la compañía en su mayor parte con el costo más bajo. Por lo tanto, el término protector de la tasa de interés S_t/t_t en el modelo del valor presente neto reconoce las protecciones fiscales de la **capacidad de endeudamiento**, creados por el proyecto *sin que importe* cómo se financia el proyecto. Manejar las protecciones fiscales en alguna otra forma le imprimirían un sesgo positivo o negativo, respectivamente, si el proyecto se financiara por una parte más grande o más pequeña de la deuda. Es un punto muy importante al analizar la presupuestación del capital internacional, dada la frecuencia de grandes préstamos subsidiados. Se reconoce como un término aparte el beneficio de éstos, que depende de que la compañía matriz haga la inversión.⁵

Generalidad del modelo del valor presente ajustado (VPA)

El modelo del valor presente ajustado de Lessard incluye muchos elementos de los flujos de efectivo que a menudo aparecen al analizar los gastos de capital internacional. No *todos* los elementos posibles figuran en la versión incluida en la ecuación 18.7. Sin embargo, el lector debería saber incorporar los elementos básicos del modelo VPA de una naturaleza más especial en el caso de los flujos más concretos que se observan en un análisis.

Por ejemplo, hay ahorros o aplazamientos fiscales debidos a las operaciones mundiales. En otras palabras, la multinacional puede intercambiar ingresos o gastos entre sus filiales a fin de reducir los impuestos, también puede combinar las utilidades o las filiales de ambientes fiscales bajos y altos para reducir los impuestos globales. Los aplazamientos se logran al destinar las utilidades a otros proyectos de capitales en países de bajos impuestos.

Además la compañía matriz aplica estrategias de precios de transferencia entre filiales, mediante contratos de licencia, de cesión de derechos y otros recursos. Ello le permitiría repatriar algunos fondos que el país anfitrión quiere bloquear o limitar.⁶ Esos flujos de efectivo son lo opuesto de los fondos sin restricciones disponibles para remitirse como parte de los flujos operacionales de efectivo. Igual que en el caso de los flujos provenientes de los ahorros o diferimientos fiscales, quizá una compañía no pueda estimar exactamente la magnitud de los flujos ni su duración. Porque éstos existen sin importar la forma de financiamiento es que se deberían descontar a la tasa de capital global.

Una de las grandes ventajas del modelo del valor presente ajustado es la facilidad de manejar los términos de flujo, como los ahorros o aplazamientos fiscales y la repatriación de los fondos restringidos. El analista examina primero los costos de capital como si no existiesen. Además, los términos de los flujos no necesitan tomarse en cuenta explícitamente, salvo que el valor presente ajustado sea negativo. En este caso el analista calculará el monto necesario de los flujos procedentes de otros recursos para que dicho valor sea positivo; luego estima si los

⁵ Booth (1982) demuestra que las coberturas fiscales calculadas mediante las tasas subsidiadas del préstamo también son correctas desde el punto de vista teórico.

⁶ En el capítulo 19 se abordan las estrategias de precios de transferencia entre filiales, los contratos de concesión y de regalías como métodos que la compañía matriz podría aplicar para repatriar los fondos restringidos por el país anfitrión.

Estimación del tipo de cambio esperado a futuro

ingresos tenderán a alcanzar ese nivel.

El director financiero necesita estimar el tipo de cambio esperado en el futuro, S_t , a fin de implementar el marco de trabajo de ese modelo. En el capítulo 6 se incluyen varios métodos para hacerlo. Una forma rápida y sencilla consiste en utilizar la paridad del poder de compra y estimar el futuro esperado de la tasa spot en el año t como sigue:

$$\bar{S}_t = S_0(1 - \bar{p}_d)^t / (1 - \bar{p}_f)^t \quad (18.8)$$

donde \bar{p}_d es la tasa anual esperada a largo plazo de la inflación en el país de origen de la multinacional y donde \bar{p}_f es la tasa en el país anfitrión.

Como se señaló en el capítulo 6, la paridad del poder de compra difícilmente corresponderá con exactitud a la realidad. Pero resultará una herramienta aceptable, salvo que el director financiero sospeche que existe un sesgo sistemático a largo plazo al servirse de dicha herramienta para calcular S_t y que el sesgo llevara a sobrestimar o subestimar siempre la serie de tasas cambiarias esperadas. El analista también podría optar por utilizar los precios forward para estimar los tipos de cambio spot o recurrir a un pronóstico de la paridad de las tasas de interés.

APLICACIÓN DE UN CASO

Centralia Corporation

Χεντραλια Χορπορατιον εσ υν φαβριχαντε δε Μεδιο Οριεντε θυε προδυχε ελεχτροδομ[στιχος δε χοχινα. Ελ σεγμεντο δελ μερχαδο εν θυε σε χεντρα εσ λα χοχινα δε πρεχιο ιντερμεδιο. Σε εσπεχιαλιζα εν ηορνος δε μιχροονδασ πεθυε)οσ ο δε ταμα)ο μεδιανο αδεχυαδος παρα ηογαρεσ πεθυε)οσ, ηαβιταντες δε χονδομνιοσ ο χαφετερ[ας. Εν λος λ[τιμος α)οσ ηα εξπορταδο λος ηορνος α Εσπα)α, δονδε λος πενδε πορ μεδιο δε οφχινας στυαδας εν Μαδριδ. Χομο εν Ευροπα Οχχιδενταλ λος πολταφες σον διφερεντες, λος ηορνος θυε προδυχε παρα ελ μερχαδο εσπα)ολ νο ποδρ[αν υσαρσε εν οτροσ λυγαρεσ δελ χοντινεντε σιν υν χονπερτιδορ ελ[χτριχο. Πορ εσο λα οφχινα χονχεντρ[ε σος αχτιπιδαδες μερχαδολ[γιχας εν εσε πα[ς. Ηοη πενδε 9 600 υνιδαδες ανυαλεσ λασ χυαλεσ ηαν χρεχιδο 5 πορ χιεντο.

Ελ διρεχτορ δε μερχαδοτεχνια σε ηα μαντενιδο αλ ταντο δε λασ αχτιπιδαδες δε ιντεγραχι[ν εν λα Υνι[ν Ευροπεα. Σε ελιμιναρων τοδοσ λος οβστ[χυλος δελ λιβρε μοσιμιεντο δε βιενεσ, σερπιχοσ, περσονασ ψ χαπαλ εντρε λος εσταδος δε λα Υνι[ν Ευροπεα. Αδεμ(σ αλ χοντινυαρ λα ιντεγραχι[ν σε υνιφχαρ(ν εντρε λος πα[σες μιμεβροσ ελ ταμα)ο δε λασ π[ας δε φερροχαρρ[λ, ελ εθυιπο τελεφ[νιχο ψ ελ[χτριχο, ασ[ε χομο μυχηασ οτρασ χοσασ. Αντε τοδο ελλο, ελ διρεχτορ σε χονπενχι[ε δε θυε παριασ υνιδαδες δε ηορνος ποδ[αν πενδερεσε εν λα Υνι[ν Ευροπεα ψ δε θυε δεβερ[α εξπλοραρε μ[εσ α φονδο ελ προμηεχο δε χονστρυιρ υνα πλαντα.

Λος γερεντες δε προδυχχι[ν ψ δε μαρκετινγ τραζαρον πλανεσ παρα υνα πλαντα εν Ζαραγοζα θυε σερ[α προπιεδαδ δε λα χομπα)α ψ θυε σε υβιχαρ[α α υνος 325 κιλ[μετροσ αλ νορεστε δε Μαδριδ. Ζαραγοζα σε ηαλλα α 200 κιλ[μετροσ δε λα φροντερα χον Φρανχια, λο χυαλ φαχιλιταρ[α λος ενπ[οσ δε Εσπα)α α οτρασ ναχιονεσ ευροπεασ. Αδεμ(σ σε ηαλλα λο βασταντε χερχα δε λος πρινχιπαλεσ χεντροσ δε ποβλαχι[ν δελ πα[ς, δε μοδο θυε λος εμβαρθυεσ εν ελ ιντεριορ νο δεβερ[αν σερ υν προβλεμα. Σιν εμβαργο, υνο δε λος πρινχιπαλεσ απαρχαπσοσ χονσιστε εν θυε σιλα πλαντα σε χονστρυε εν εσε σιπιο, ελ γοβιερνο ηα προμετιδο θυε υνα παρτε χονσιδεραβλε δελ χοστο σε φινανχιαρ[α υνα τασα δε ιντερ[εσ συμαμεντε απαρχαπα Χυαλθυερ τιπο δε ινδυστρια θυε χρεε εμπλεοσ σερ[υν βενεφιχιο, πυεσ λα τασα δε δεσεμπλεο συπερα ελ 19%. Ελ χομιτ[ε ερεχτυπο δε Χεντραλια ορδεν[ε αλ διρεχτορ φινανχιερο επαλυαρ ελ ασπεχτο φινανχιερο δελ πλ[αν. Δε χονστρυιρσε λα πλαντα, Χεντραλια δεφαρ[ε δε εξπορταρ α Ευροπα. Α χοντινυαχι[ν σε δεταλλα λα ινφορμαχι[ν νεχεσαρια.

Εν σος εξπορταχιονεσ αχυαλεσ Χεντραλια ρεχιβε 180 δ[ιλαρεσ πορ υνιδαδ, 35 δε λος χυαλεσ ρεπρεεσεντα ελ μαργεν δε χοντριβυχι[ν. Χονφορμε α λος προν[στιχοσ, σε πενδερ(ν 25 000 υνιδαδες εν λα Υνι[ν Ευροπεα δυραντε ελ πριμερ α)ο δε οπεραχι[ν, πολυμεν θυε χρεχερ[ε α υνα τασα δελ 12% ανυαλ. Τοδασ λασ πεντασ σε φαχτυραρ(ν εν ευροσ. Χυανδο λα πλαντα εμπιεχε

α φωνχιοναρ, ελ πρεχιο υνιταριο σερχ δε 200 ευρος χαδα υνα. Σε εστιμα θυε ελ χοστο αχτωαλ δε προδυχη γν σερχ 60 ευρος πορ υνιδαδ. Σε πρεσφ θυε ελ πρεχιο δε πεντα ψ λος χοστος δε προδυχη γν σε μαντενδρ(ν αλ ριτιμο χον λα ινφλαχι γν, θυε σε προνοστιχα σερχ δε 2.1% ανυαλ εν ελ φυτωρο ινμεδιατο. Εν χομπαραχι γν, λα ινφλαχι γν δε Εσταδος Υνιδος α λαρηο πλαζο σερχ 3% ανυαλ σεγ γν λος προν (στιχος. Ελ τιπο δε χαμβιο αχτωαλ εσ $\Xi 1.32/\text{€}1.00$.

Σε χαλχυλα θυε λα πλानта χοσταρχ 5 500 000 ευρος. Λα χαπαχιδαδ δε ενδευδαμειντο χρεαδα πορ γαστο δε χαπιταλ δε εσα μαγνιτυδ εσ 2 904 000 δ (λαρες. Λα οφιχινα δε πεντας δε Μαδριδ τινε αχυμυλαδο υν μοντο νετο δε 750 000 ευρος δε συσ οπεραχιονες, χαντιδαδ θυε ποδρ(α εμπλεαρσε παρα φινανχιαρ υνα παρτε δελ χοστο δε λα χονστρυχη γν. Λα τασα ιμποσιτιπια χορπορατιπια μαργιναλ εν Εσπα)α ψ εν Εσταδος Υνιδος εσ δε 35%. Λος φονδος αχυμυλαδος σε οβτυπιερων μεδιαντε χονχεσιονες φισχαιεσ εσπεχιαλεσ θυε σε οφρεχιερων εν λος πριμερος α)οσ, γραπαδος α υν ιμπυεστο μαργιναλ δελ 20%. Σι σε ρεπατριαραν σε ινχυρρι(α εν υν ιμ-πυεστο αδιχιοναλ δε 35%, περο χον υν χρ(διτο φισχαι ιντερναχιοναλ οτοργαδο α λος ιμπυεστος ψα παγαδος εν Εσπα)α.

Ελ γοβιερνο εσπα)ολ περμιτιρχ δεπρεχιαρ λα πλानта δυραντε υν περιοδο δε οχηο α)οσ. Ποχα ο νυλα ινπερσι γν αδιχιοναλ σε ρεθυεριρχ εν εσε λαπσο. Υνα πεζ τραχυρριδο, σερχ διφ(χιλ εστιμαρ ελ παλор δε μερχαδο δε λα πλानта, περο Χεντραλια εστ(χονπενχιδα δε θυε εσταρχ τοδαπ(α εν βυεν εσταδο ψ θυε πορ λο μισιμο δεβερχ(α तेнер υν παλор ραζοναβλε δε μερχαδο.

Υνο δε λος ασπεχτος μ(σ ατραχαπσο δε λα προπυεστα εσ ελ φινανχιαμειντο εσπεχιαλ θυε ελ γοβιερνο εσπα)ολ εστ(δισπυεστο α οφρεχερχ. Σι λα πλानта σε χονστρυψε εν Ζαραγοζα, Χεντραλια σερχ χαντιδατα παρα οβτενερ 4 000 000 δε ευρος α υνα τασα συβσιδαδα δε 5% ανυαλ. Λα τασα νορμαλ εσ 8% εν δ(λαρες ψ 7% εν ευρος. Ελ προγραμα δελ φινανχιαμειντο εσπιπυλα θυε ελ χαπιταλ σε λιθυιδαρχ εν οχηο αβονος ιγυαλεσ. Εν δ(λαρες λα χομπα)α υτιλιζα 12% χομο συ χοστο γλοβαλ δε χαπιταλ.

Ηε αθυ(υν ρεσυμεν δε λος πυντος πρινχιπαλεσ:

Ελ τιπο αχτωαλ δε χαμβιο εν μονεδα εσταδουνιδενσε εσ $\Sigma_0 \quad \Xi 1.32/\text{€}1.00$.

$\rho_f \quad 2.1\%$.

$\rho_s \quad 3\%$.

Ελ χοστο ινχιαλ δελ προψεχο εν δ(λαρες εσταδουνιδενσεσ εσ

$\Sigma_0 X_0 \quad \Xi 1.32 \quad \text{€}5\,500\,000 \quad \Xi 7\,260\,000$

Παρα σιμπλιφιαρχ λα εζπλιχαχι γν συπονδρεμοσ θυε λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα σε μαν-τινε; νοσ σερχιρχ παρα εστιμαρ εν δ(λαρες ελ τιπο δε χαμβιο σποτ φυτωρο:

$\bar{\Sigma}_T \quad 1.32(1.03)^T/1.021)^T$.

Ελ φλυφο γραδυαλ υνιταριο δελ εφεχτιπιο οπεραχιοναλ αντεσ δε ιμπυεστος χον $\tau \quad 1 \text{ εσ } \text{€}200$
 $160 \quad \text{€}40$. Ελ μαργεν νομιναλ δε χοντριβυχι γν εν ελ α)ο τεθυιπαλε α $\text{€}40(1.021)^T \quad ^1$.

Λασ πεντας περδιδασ γραδυαλεσ πορ υνιδαδ εν ελ α)ο τεθυιπαλε α $9\,600(1.05)^T$.

Ελ μαργεν υνιταριο δε χοντριβυχι γν δε λασ πεντας περδιδασ εν ελ α)ο τεθυιπαλε α $\Xi 35(1.03)^T$.

Λα τασα τριβυταρια μαργιναλ, t , εσ ιγυαλ α λα τασα εσπα)ολα (ο δε Εσταδος Υνιδος) δε 35%.

Ινιχιαλμεντε σε συπονδρ(θυε ελ παλор τερμιναλ εσ χερο.

Σε συπονε υνα δεπρεχιαχι γν εν λ(νεα ρεχτα: $\Delta_T \quad \text{€}687\,500 \quad \text{€}5\,500\,000/8 \text{ α)οσ}$.

$K_{\nu\delta} \quad 12\%$.

$k_f \quad 5\%$.

$i_s \quad 8\%$

ILUSTRACIÓN 18.2

Cálculo del valor presente de los flujos operacionales de efectivo después de impuestos

A)ο (t)	$\bar{\Sigma}_t$	Χαντιδαδ	$\bar{\Sigma}_t$ Χαντιδαδ €40 (1.021 ^t) (α) Ξ	Χαντιδαδ ξεντας περδιδαδ	Χαντιδαδ ξεντας περδιδαδ €35.00 (1.03) ^t (β) Ξ	$\bar{\Sigma}_t \Phi E O_t$ (α β) Ξ	$\bar{\Sigma}_t \Phi E O_t (1 - \kappa_{\text{οδ}})^t$ (1 - κ _{οδ}) ^t Ξ
1	1.3316	25 000	1 331 636	(10 080)	(363 384)	968 252	561 932
2	1.3432	28 000	1 536 175	(10 584)	(393 000)	1 143 175	592 366
3	1.3552	31 360	1 772 131	(11 113)	(425 029)	1 347 102	623 246
4	1.3672	35 123	2 044 331	(11 669)	(459 669)	1 584 662	654 603
5	1.3792	39 338	2 358 340	(12 252)	(497 132)	1 861 208	686 465
6	1.3914	44 059	2 720 581	(12 865)	(537 648)	2 182 932	718 862
7	1.4036	49 346	3 138 462	(13 508)	(581 467)	2 556 995	751 826
8	1.4160	55 267	3 620 530	(14 184)	(628 856)	2 991 674	785 386
							5 374 685

Εν λα ύλστραχι ίν 18.2 σε χαλχυλα ελ παλор πρεσεντε δε λος φλυφος οπεραχιοναλες εν εφεχιτω θυε σε εσπεραν δεσπυ σ δε ιμπυεστοσ υνα πεξ θυε λα πλαντα μανυφαχυτερερα σε ηαμα εσταβλεχυδο εν Εσπα)α. Λα χολυμνα (α) χοντινε λος ινγρεσοσ ανυαλες εν δ ίλαρες θυε σε οβτενδρ(δε ελλα Σε χαλχυλαν ανυαλμεντε αλ μωλτυπλιχαρ λα χαντιδαδ δε ηορννοσ δε μιχρουνδαδ θυε σε εσπερα ελ πριμερ α)ο πενδερ πορ φλυφο γραδυαλ υνιταριο δε εφεχιτω οπεραχιοναλ δε 40 ευροσ πορ υνιδαδ. Εστε προδυχο σε μωλτυπλιχα α συ πεξ πορ ελ φαχυτορ ινφλαχιοναριο δε 2.1% εν λα ζονα δελ ευρο. Πορ εφεμπλο, εν ελ α)ο τ 2 ελ φαχυτορ εσ (1.021)^{t-1} (1.021). Δεσπυ σ λα εστιμαχυονεσ δε λασ πεντας εν ευροσ σε χονπιερτεν α δ ίλαρες αλ τυπο δε χαμβιο σποτ εσπεραδο. Λα χολυμνα (β) χοντινε εν δ ίλαρες λος ινγρεσοσ ανυαλεσ πορ πεντας περδιδαδ χον θυε σε εσπερα χονστρυρ λα πλαντα; λα χομπα)χ α ματριζ ψα νο πενδε παρτε δε συ προδυχυχι ίν πορ μεδιο δε λα οφιχινα δε πεντας εν Εσπα)α. Λασ πεντας σε χαλχυλαν αλ μωλτυπλιχαρ λα χαντιδαδ εστιμαδα δε πεντας περδιδαδ εν υνιδαδεσ πορ ελ μαργεν αχυταλ δε χοντριβυχι ίν δε €35 πορ υνιδαδ, θυε α συ πεξ σε μωλτυπλιχαν πορ υν 3% δελ φαχυτορ δε ινφλαχι ίν δε λος πρεχιος εν Εσταδοσ Υνιδοσ. Λοσ φλυφος δε εφεχιτω γραδυαλεσ οπερατιωσ δε δ ίλαρες σον ελ τοαλ δε λασ χολυμνασ (α) ψ (β), θυε σε χονπιερτε εν συ παλор δεσπυ σ δε ιμπυεστοσ ψ δε δεσχυενταν α Κ_{οδ}. Ελ τοαλ δε συ παλор πρεσεντε εσ 5 374 685 δ ίλαρες.

Ελ παλор πρεσεντε δε λασ χοβερτυρασ φισχαλεσ δε λα δεπρεχιαχι ίν tΔ_t σε χαλχυλα εν λα ύλστραχι ίν 18.3. Λοσ αφορροσ φισχαλεσ λογραδοσ χον λα δεπρεχιαχι ίν ανυαλ εν λ ίνα ρεχα δε 687 500 ευροσ σε χονπιερτε εν δ ίλαρες αλ τυπο δε χαμβιο εσπεραδο φυτυρο ψ σε δεσχυεντα αλ τυπο πρεσεντε α λα τασα λογαλ δε φινανχιαμμεντο δε 8%. Ελ παλор πρεσεντε δε εστασ χοβερτυρασ φισχαλεσ εσ 1 892 502 δ ίλαρες.

Ελ παλор πρεσεντε δελ βενεφιχιο δελ πρ σταμο συβσιδιαδο σε χαλχυλα εν λασ ύλστραχιονεσ 18.4 ψ 18.5. Λα πριμερα ύλστραχι ίν μυεστρα εν δ ίλαρες ελ παλор πρεσεντε δελ πρ σταμο. Ελ παγο ανυαλ δελ χαπιταλ χορρεσπονδιεντε αλ πρ σταμο συβσιδιαδο δε χυατρο μωλλονεσ δε ευροσ

ILUSTRACIÓN 18.3

Cálculo del valor presente de las coberturas fiscales de la depreciación

A)ο (t)	$\bar{\Sigma}_t$	Δ _t €	$\bar{\Sigma}_t \Delta_t$ (1 - t) ^t Ξ
1	1.3316	687 500	296 690
2	1.3434	687 500	277 134
3	1.3552	687 500	258 868
4	1.3672	687 500	241 805
5	1.3792	687 500	225 867
6	1.3914	687 500	210 980
7	1.4036	687 500	197 074
8	1.4160	687 500	184 084
			1 892 502

ILUSTRACIÓN 18.4

Cálculo del valor presente en los pagos de un préstamo subsidiado

A)ο (τ)	$\bar{\Sigma}_\tau$ (α)	Παγο δελ χαπιταλ (β) €	I_τ (χ) €	$\bar{\Sigma}_\tau A I_\tau$			$\frac{\bar{\Sigma}_\tau A I_\tau}{(1-t)^{\tau}}$ Ξ
				(α)	(β)	χ	
1	1.3316	500 000	200 000	932 145			863 097
2	1.3434	500 000	175 000	906 777			777 415
3	1.3552	500 000	150 000	880 890			699 279
4	1.3672	500 000	125 000	854 476			628 065
5	1.3792	500 000	100 000	827 528			563 202
6	1.3914	500 000	75 000	800 038			504 160
7	1.4036	500 000	50 000	771 999			450 454
8	1.4160	500 000	25 000	743 404			401 638
		4 000 000					4 887 311

εσ ηγαλ τοδος λος α)ος; πορ εσο ελ παγο δε λος ιντερεσεσ δισμινυμε αλ ρεδυχιρσε ελ σαλδο δελ πρ[σταμο. Πορ εφεμπλο, δυραντε ελ πριμερ α)ο λος ιντερεσεσ δε 200 μιλ ευροσ (0.05 €4 000 000) σε παγα σοβρε ελ μοντο ποαλ οβτενιδο. Εν ελ σεγυνδο α)ο ελ ιντερ[σ δε 175 μιλ ευροσ [0.5 (€4 000 000 500 000)] σε παγα σοβρε ελ σαλδο πενδιεντε δε παγο εν ελ α)ο δος. Ελ παγο ανωαλ εσ ηγαλ α λα συμα δελ παγο ανωαλ δελ χαπιταλ μ(σ λος ιντερεσεσ. Ελ ποαλ δε λος παλορεσ πρεσεντεσ εν δ[λαρεσ, χονπεριτοδσ αλ τιπο δε χαμβιο σποτ εσπεραδο θυε αλ δεσχονταρσε α λα τασα λογαλ δελ 8%, εσ 4 887 311 δ[λαρεσ. Εστα συμα ρεπρεσεντα ελ μοντο δελ πρ[σταμο εθιτωαλεντε δισπονιβλε (εν δ[λαρεσ) δελ φινανχιαμιεντο α λα τασα νορμαλ, χον υν προγραμα δε σερωχιο δε λα δευδα εθιτωαλεντε αλ δελ πρ[σταμο συβσιδιαδο.

Εν λα ιλυστραχι [ν 18.5 σε χονχλωψε ελ ανλσις δε διχηο πρ[σταμο. Μυεστρα λα διφερενχια εντρε συ παλορ εν δ[λαρεσ ψ ελ πρ[σταμο εθιτωαλεντε εν δ[λαρεσ θυε σε χαλχυλ[εν λα ιλυστραχι [ν 18.4. Λα διφερενχια δε 392 689 δ[λαρεσ ρεπρεσεντα ελ παλορ πρεσεντε δελ βενεφιχιο οβτενιδο αλ φινανχιαρσε χον υνα τασα πορ δεβαφο δε λα δελ μερχαδο.

Ελ παλορ πρεσεντε δε λασ χοβερτυρασ δελ ιμπυεστο σοβρε ιντερεσεσ σε χαλχυλα εν λα ιλυστραχι [ν 18.6. Λοσ παγοσ δε λα χολυμνα (β) σε εξτραεν δε λα χολυμνα (χ) δε λα ιλυστραχι [ν 18.4. Εσ δεχιρ, σεγυμιος υν ενφοθυε χονσερπαδορ ψ λα βασε δε λασ χοβερτυρασ δελ ιντερ[σ αλ υπιζαρ λα τασα δελ πρ[σταμο συβσιδιαδο δε 5%. Διχηο πρ[σταμο δε χιατρο μυλλονεσ δε ευροσ ρεπρεσεντα 72.73% δελ χοστο δελ προμηχτο: 5 500 000 ευροσ. Εν χαμβιο, λα χαπαχιδιαδ δε εν-δευδαμιεντο χρεαδα πορ ελ προμηχτο εσ 2 904 000 δ[λαρεσ, λο χυαλ παρα λα χομπα)α ματριζ σγνιφια υνα ραζ [ν [πτιμα δε δευδα Ι δε 40.0% Ξ2 904 000/Ξ7 260 000 δελ χοστο δελ προμηχτο εν δ[λαρεσ. Πορ λο ταντο, σ[λο 55.0% (40.0%/72.73%) δε λος παγοσ δε ιντερεσεσ σοβρε ελ πρ[σταμο συβσιδιαδο δεβερ[α υπιζαρσε παρα χαλχυλαρ λασ χοβερτυρασ φισγαλεσ δε λος ιντερεσεσ. Χον λα τασα λογαλ δε φινανχιαμιεντο δε υν 8% ελ παλορ πρεσεντε δε λα χοβερτυρα εσ δε 183 807 δ[λαρεσ.

Παρα χαλχυλαρ ελ μοντο δε λασ ρεμεσασ ρεστρινγιδασ λιβεραδασ, πριμερο ηγαμ θυε συμαρ εν βρυτο ελ παλορ, δεσπυ[σ δε ιμπυεστοσ, δε λα αχυμυλαχι [ν δε ρεδεσ δε 750 000 ευροσ, σοβρε λος χυαλεσ λα οφχινα δε πεντασ δε Μαδριδ ηα παραδο αντεσ ιμπυεστοσ δε 20%. Ελ μοντο εσ €937 500 €750 000/(1 0.20). Ελ παλορ δε εστε ποαλ εν δ[λαρεσ αλ τιπο αχταλ δε χαμβιο σποτ Σ₀ εσ Ξ1 237 500 Ξ1.32 (€937 500). Σι Χεντραλια δεχιδιερα νο εσταβλεχερ υνα πλαντα μανυφαχτυρερα εν Εσπα)α, λος 750 000 ευροσ δεβερ[αν ρεπατριαρσε α λα χομπα)α ματριζ. Ηαβρ[α θυε παγαρ ιμπυεστοσ αδιχιοναλεσ εν Εσταδοσ Υνιδος πορ Ξ185 625 (0.35 0.20) Ξ1 237 500. Σι σε χονστρυμε λα πλαντα, λος 750 000 ευροσ νο δεβερ[α ρεμιτρισε α λα ματριζ.

ILUSTRACIÓN 18.5

Cálculo del valor presente neto del beneficio obtenido en un préstamo subsidiado

$$\sum_0 X A_0 \frac{1}{a_{\tau-1}} \frac{\sum_{\tau} A I I_{\tau}}{1-t^{\tau}} = \Xi 1.32 \quad \text{€4 000 000} \quad 4 887 311 \quad \Xi 392 689$$

ILUSTRACIÓN 18.6
Cálculo del valor presente neto en las coberturas del impuesto sobre intereses

Α)ο (t)	$\bar{\Sigma}_r$ (α)	I (β) €	Ιραζ (ν δε δευδα δελ προψεχο (χ)	$\bar{\Sigma}_r$ (.55)Ι _r (α) (β χ) Ξ	$\bar{\Sigma}_r$ (.55)Ι _r (1 - t_c) ^r Ξ
1	1.3316	200 000	0.55	51 268	47 470
2	1.3434	175 000	0.55	45 255	38 799
3	1.3552	150 000	0.55	39 132	31 064
4	1.3672	125 000	0.55	32 897	24 181
5	1.3792	100 000	0.55	26 550	18 069
6	1.3914	75 000	0.55	20 088	12 659
7	1.4036	50 000	0.55	13 510	7 883
8	1.4160	25 000	0.55	6 815	3 682
					<u>183 807</u>

Ασί πυες, λος Ξ185 625 δε φονδος λιβεραδος προπιενεν δε λος αηορος ψιχαλας, θυε πυεδεν απλιχαρε παρα χυβριρ λα παρτε δε λα ινπερσι (ν δε πατριμονιο εν γαστος δε χαπιταλ.

Ελ παλορ πρεσεντε αρυσταδο Ξ5 374 685 1 892 502 392 689 183 807
 185 625 7 260 000
 Ξ769 308

Σε δυδα ποχο θυε λα πλαντα προπυεστα σερ(υνα ινπερσι (ν ρενταβλε παρα Χεντραλια. Εν χασο δε θυε ελ παλορ πρεσεντε αρυσταδο ηυβιερα σιδο νεγατιπο ο χειρχανο α χειρο, νος ηαβρ(α γυσταδο ινχλυρ ελ παλορ πρεσεντε δελ φλυφο τερμιναλ δε εφερχιπο δεσπυ(σ δε ιμπυεστος. Εσταμος σεγυ-ροσ δε χυ(λ ποδρ(α σερ εστα χαντιδαδ ψ αφορτυναδαμεντε εν εστε χασο νο τενεμοσ θυε βασαρ νυεστρα δεχισι (ν εν διχηγο φλυφο, θυε πορ λο μενος εσ διφ(χιλ προνοστιχαρ.

Ajuste al riesgo en el análisis del presupuesto de capital

Ya explicamos y demostramos lo siguiente: el modelo de valor presente ajustado es adecuado al analizar un desembolso de capital de riesgo promedio en comparación con la compañía en general. Algunos proyectos pueden ofrecer un riesgo mayor o menor al promedio. El *método de descuento ajustado al riesgo* es la manera usual de manejar la situación. Requiere ajustar la tasa de descuento hacia arriba o hacia abajo con los incrementos o decrementos, respectivamente, del riesgo sistemático del proyecto en relación con la compañía. En el modelo incluido en la ecuación 18.7, sólo los flujos de efectivo descontados a K_{ud} incorporan el riesgo sistemático; por lo tanto, sólo es necesario ajustar K_{ud} cuando el riesgo no coincide con el de la compañía en general.⁷

El *método equivalente de certeza* es otro método de ajustar al riesgo con este modelo. Se extrae la prima por riesgo de los flujos esperados de efectivo para convertirlos en los flujos equivalentes de efectivo sin riesgo, que luego se descuentan a la tasa libre de riesgo. Esto se logra al multiplicar los flujos riesgosos por un factor equivalente de certeza de la unidad o menos. Cuanto más riesgosos sean los flujos, más pequeño será el factor. Por lo regular el riesgo de los flujos tiende a aumentar cuanto más lejana se prevé su recepción. Preferimos este método al de certeza equivalente porque comprobamos que es más fácil ajustar la tasa de descuento que estimar los factores apropiados de la certeza equivalente.⁸

⁷ Consúltense en Ross, Westerfield y Jaffe (2002, cap. 12) un estudio de la presupuestación de capital mediante tasas de descuento ajustadas al riesgo sistemático del proyecto.

⁸ Consúltense en Brealey y Myers (2003, cap. 9) una exposición más detallada del método equivalente de certeza de ajuste al riesgo.

Ανάλisis de sensibilidad

La forma en que hemos abordado el análisis de la expansión de Centralia en España consiste en calcular una estimación puntual del valor presente ajustado mediante los valores esperados de los flujos relevantes de efectivo. Su valor esperado es lo que el director financiero tiene como expectativa obtener con la información disponible en el momento en que se realizó el análisis. Pero los flujos de efectivo tienen su propia distribución de probabilidad. Por eso el valor procedente de un flujo en particular quizá no coincida con el previsto. Para examinar tales posibilidades, el gerente financiero normalmente realiza un *análisis de sensibilidad*. Para ello examina varios escenarios con base en diversas estimaciones de variables como el tipo de cambio, tasa inflacionaria, costo y fijación de precios en el cálculo del VPA. En esencia le ofrece un instrumento para analizar el riesgo del negocio, la exposición económica, la incertidumbre cambiaria y el riesgo político que entraña la inversión. Le permite conocer a fondo las consecuencias de los costos planeados de capital. Lo obliga además a prever las medidas a tomar en caso de que los resultados de la inversión no correspondan a lo previsto.

Suposición de la paridad del poder de compra

La metodología del valor presente neto que expusimos supone que la paridad del poder de compra se mantiene y que a partir de él se pronosticará el tipo de cambio futuro. Según vimos en páginas anteriores, la suposición de la paridad es un medio común y conceptualmente adecuado de prever el tipo de cambio futuro. En el supuesto de que no haya diferenciales en las tasas tributarias marginales cuando la paridad se mantiene y todos los flujos de efectivo del exterior pueden repatriarse legalmente, no importa si el análisis del presupuesto de capital se realiza desde la perspectiva de la compañía matriz o de la subsidiaria en el extranjero. Para entenderlo mejor examinemos el ejemplo sencillo que se ofrece en seguida.

EJEMPLO 18.2

Suposición de la paridad de poder de compra en el análisis de los costos de capital en el extranjero. Un costo de capital de FC30 por una subsidiaria internacional de una multinacional estadounidense con una vida económica de un año generará un flujo de efectivo en moneda local de FC80. Supongamos que en el país anfitrión se pronostique una inflación de 4% anual y de 2% en Estados Unidos. Cuando el costo de capital de la multinacional es 7.88%, la ecuación de Fisher establece que el costo apropiado de la subsidiaria es 10%: $1.10 = (1.0788)(1.04)/(1.02)$. En consecuencia, el valor presente neto del proyecto en moneda extranjera será $VPN_{FC} = FC80/(1.10) - FC30 = FC42.73$. Si el tipo spot actual de cambio es $FC2.00/\$1.00$, $\$1 (FC/\$) = 2.00(1.04)/(1.02) = 2.0392$ por paridad del poder de compra. En dólares estadounidenses, $VPN_{\$} = (FC80/2.0392)/(1.0788) - FC30/2.00 = \21.37 . Nótese que según la *ley del precio único*, $VPN_{FC}/S_0(FC/\$) = VPN_{\$} = FC42.73/2.00 = \$21.37$. Esto es el resultado previsto, porque tanto el pronóstico del tipo de cambio como la conversión de la tasa de descuento incorporan el mismo diferencial de las tasas inflacionarias. Supongamos, que $\$1(FC/\$)$ en verdad resulte ser $FC5.00/\$1.00$, es decir, que la moneda extranjera se deprecie en términos reales frente al dólar, entonces $VPN_{\$} = FC42.73/5.00 = \8.55 y el proyecto es improductivo desde el punto de vista de la compañía matriz.

Opciones reales

A lo largo del capítulo recomendamos el modelo del valor presente ajustado para evaluar las inversiones de capital en activos reales. El valor se determinó al presentar ciertas suposiciones sobre ingresos, costos de operación, tipo de cambio y otros aspectos. El riesgo se trata a través

de la tasa de descuento. Al ser evaluado con la tasa adecuada, un valor presente ajustado positivo indica que el proyecto debería aceptarse y un valor negativo indica que debería rechazarse. Un proyecto se acepta con la suposición de que todas las decisiones futuras serán óptimas. Por desgracia, en la fecha de inicio del proyecto los directivos no saben qué decisiones habrán de tomar, pues todavía no tienen toda la información pertinente. En consecuencia, se les presentan vías u opciones alternas conforme la reciban. La teoría de fijación de precio de las opciones sirve para evaluar las oportunidades de inversión en activos reales y también financieros, como las divisas que consideramos en el capítulo 7. Se da el nombre de **opciones reales** a la aplicación de la teoría mencionada en la evaluación de las alternativas de inversión.

La compañía tiene muchas opciones reales a lo largo de la vida de un activo fijo. Por ejemplo, puede tener una *opción de oportunidad* cuando realiza la inversión; puede tener una *opción de crecimiento* para aumentar la escala de inversión; puede tener una *opción de suspensión* para interrumpir la producción por algún tiempo; finalmente puede tener una *opción de abandono* para renunciar a la inversión al inicio. Los cuatro casos pueden evaluarse como opciones reales.

En los desembolsos de capital internacional la multinacional se encuentra ante la incertidumbre política de hacer negocios en un país anfitrión.⁹ Por ejemplo, un entorno político estable a veces se torna negativo si otro partido político gana el poder en las elecciones o —peor aún— mediante un golpe de estado. Un cambio imprevisto en la política monetaria del país anfitrión puede provocar una devaluación frente a la moneda del país de la compañía matriz, con la afectación adversa al rendimiento de los accionistas. Ésta y otras inseguridades políticas hacen que el análisis de las opciones reales sea el ideal para evaluar las inversiones de capital internacional. Sin embargo, se le debe considerar una extensión del análisis de los flujos de efectivo y no un sustituto como se advierte en el siguiente ejemplo.

EJEMPLO 18.3

Opción de oportunidad de Centralia Supongamos que en el primer año el pronóstico de ventas de Centralia en el caso aplicado haya sido apenas 22 000 unidades en vez de 25 000. Con la segunda cifra el VPN sería de \$55 358. Entonces, difícilmente la compañía iniciaría la construcción de una fábrica en España. Supongamos además lo siguiente: se sabe que el Banco Central Europeo planea restringir o flexibilizar la economía de la Unión Europea con una modificación en la política monetaria que permitirá que el euro se aprecie a \$1.45/€1.00 o que se deprecie a \$1.20/€1.00 a partir de su nivel actual: \$1.32/€1.00. Bajo una política monetaria restrictiva, el valor presente ajustado sería \$86 674 y la compañía iniciaría operaciones. Con una política expansionista el valor se volvería aún más negativo: \$186 464.

Centralia piensa que el efecto de cualquier cambio en la política monetaria se conocerá dentro de un año. Por lo tanto, decide suspender sus planes hasta que sepa lo que decide hacer el Banco Central Europeo. Mientras tanto puede obtener una opción de compra por un año de la parte del territorio de Zaragoza donde construirá la fábrica, pagando el dueño actual la cantidad de 5 000 euros o \$6 600.

El caso anterior es un ejemplo clásico donde el análisis de las opciones reales sirve para evaluar un desembolso de capital: la opción de compra de 5 000 euros representa la prima de la opción real y la inversión inicial de 5 500 000 euros, el precio de ejercicio de la opción. Centralia sólo la ejercería cuando el Banco de Europa Central decida aplicar una política restrictiva, de modo que el valor presente ajustado sea 86 674 dólares positivos. Los 5 000 euros parecen una cantidad pequeña que no da a Centralia la flexibilidad necesaria para posponer el costoso gasto

⁹ Tal vez convenga repasar lo dicho en el capítulo 16 sobre el riesgo político.

de capital mientras no cuente con más información. El siguiente ejemplo evalúa explícitamente la opción de oportunidad aplicado el modelo binomial del precio de las opciones.

EJEMPLO 18.4

Valuación de la opción de oportunidad de Centralia En este ejemplo valuamos la opción descrita en el recuadro del ejemplo anterior con la aplicación del modelo de fijación de precios descrito en el capítulo 7. Utilizamos el costo de financiamiento de 8% en dólares y de 7% en euros como estimaciones de las tasas internacionales de interés libres de riesgo. Según la acción del Banco Central Europeo, el euro se apreciará 10% (\$1.45/€1.00) o se depreciará 9% (\$1.20/€1.00) respecto a su nivel actual de \$1.32/€1.00. Por lo tanto, $u = 1.10$ y $d = 1/1.10 = 0.91$. Eso significa que la probabilidad neutral al riesgo de una apreciación es $q = [(1 + i_f)/(1 + i_d) - d]/(u - d) = [(1.08)/(1.07) - 0.91]/(1.10 - 0.91) = 0.52$ y que la probabilidad de una depreciación es $1 - q = 0.48$. Como la opción de oportunidad se ejercerá sólo si el valor presente ajustado es positivo, el valor de ella será $C = 0.52(\$86\,674)/(1.08) = \$41\,732$. Esta cantidad supera el costo de \$6 600 de la opción de compra sobre el terreno. A todas luces la compañía debería aprovechar la opción de oportunidad para esperar y ver qué política monetaria elige el Banco Europeo Central.

RESUMEN

En el capítulo se presenta un repaso del modelo para presupuestar el capital del valor presente neto y se aplica al del valor presente ajustado, idóneo para el análisis de los costos de capital de una multinacional en el extranjero.

1. Se revisa dentro de un contexto local el modelo del presupuesto de capital del valor presente neto (VPN). Éste es la diferencia entre el valor presente de los ingresos y egresos de efectivo. Un proyecto de capital deberá aceptarse cuando $VPN > 0$.
2. La fórmula del flujo anual de efectivo después de impuestos se definió con mucha precisión y se incluyeron algunas variantes. Esto fue necesario para ampliar el modelo del VPN con el fin de incluir el del VPA.
3. El presupuesto de capital a partir de este modelo se realizó por analogía con la fórmula de Modigliani-Miller aplicada al valor de una firma apalancada. El modelo distingue entre los flujos operacionales de efectivo y los debidos al financiamiento. Además se descuentan a una tasa correspondiente al riesgo intrínseco de cada uno.
4. El modelo de VPA se amplió aún más para que lo aplique una multinacional al analizar un proyecto de inversión en el extranjero. Los flujos de efectivo fueron convertidos en moneda local de la compañía matriz, se agregaron otros términos al modelo para manejar los flujos que a menudo se dan en los proyectos de capital internacional.
5. En la sección “Caso aplicado” se muestra cómo utilizar el modelo que explicamos y resolvimos.

TÉRMINOS CLAVE

aditividad de valor, 452
capacidad de endeudamiento, 455
flujo gradual de efectivo, 450

fondos restringidos, 454
opción real, 462
perdidas de ventas, 454
préstamo subsidiado, 454

totalmente con capital, 451
valor presente ajustado (VPA), 452
valor presente neto (VPN), 449

CUESTIONARIO

1. ¿Por qué el análisis del presupuesto de capital es tan importante para las compañías?
2. ¿En qué intuición se funda el modelo de presupuesto de capital a partir del valor presente neto?
3. Explique lo que se entiende por flujos *graduales* de efectivo en un proyecto de capital.
4. Explique la naturaleza de la secuencia de ecuaciones en las ecuaciones (18.2a) a (18.2f).
5. ¿Qué hace que el modelo de presupuesto de capital basado en el valor presente neto ajustado sea útil al analizar los gastos de capital en el extranjero?
6. Relacione el concepto de *ventas perdidas* con la definición de flujos graduales de efectivo.
7. ¿Qué problemas presenta el análisis del presupuesto de capital, si se evalúa la deuda del proyecto y no la *capacidad de endeudamiento* creada por este último?
8. ¿Qué es un préstamo *subsidiado* y cómo se trata en el modelo del valor presente ajustado?
9. ¿Por qué se descuentan los flujos de efectivo en el modelo VPA a ciertas tasas de descuento?
10. En la ecuación de Modigliani-Miller, ¿por qué el valor de mercado de una firma apalancada es mayor que el de una firma no apalancada?
11. Explique la diferencia entre un análisis del presupuesto de capital realizado desde la perspectiva de la compañía matriz y el realizado desde la perspectiva del proyecto.
12. Defina el concepto de opción real. Explique algunas opciones reales que una compañía puede confrontar al invertir en proyectos reales.
13. Describa las circunstancias donde la inversión en una subsidiaria internacional podría tener un valor presente neto en el total monetario, pero ser poco rentable para la compañía matriz.

PROBLEMAS

1. Alpha Company planea establecer una subsidiaria en Hungría que fabricará y venderá relojes de pulsera. Tiene activos por un total de 70 millones de dólares, de los cuales 45 millones se financian con acciones y el resto con deuda. Considera óptima su estructura actual de capital. Según sus estimaciones, la planta en Hungría tendrá un costo estimado de 2 400 millones de florines, de los cuales 1 800 millones se financiarán con una tasa por debajo de la del mercado que obtuvo el gobierno. Alpha Company desea saber qué nivel de endeudamiento debería utilizar al calcular la cobertura fiscal del pago de intereses al analizar el presupuesto de capital. ¿Puede asesorarle?
2. En la actualidad el tipo spot de cambio es 250 florines/\$1.00. Se estima que la inflación a largo plazo será de 10% anual en Hungría y de 3% en Estados Unidos. Si se estima que la paridad del poder de compra continúa igual entre ambas naciones, ¿qué tasa cambiaria spot debería pronosticarse para dentro de cinco años?
3. Beta Corporation tiene una razón óptima de deuda del 40%. El costo del capital fijo es 12% y su tasa de endeudamiento antes de impuestos es 8%. Si suponemos un tasa impositiva marginal de 35%, calcule (a) el costo promedio ponderado de capital y (b) el costo de capital de una firma equivalente financiada por completo con acciones.
4. Zeda, Incorporated, una multinacional estadounidense, estudia la posibilidad de realizar una inversión fija directa en Dinamarca. El gobierno danés le ofreció un préstamo subsidiado de 15 millones de coronas a una tasa de 4% anual. La tasa normal que ella paga es 6% en dólares y 5.5% en coronas danesas. El programa del financiamiento estipula que el principal se liquidará en tres abonos iguales anuales. ¿Cuál es el valor presente del beneficio que ofrece el préstamo subsidiado? El tipo spot de cambio es 5.60 florines/\$1.00 y la tasa inflacionaria esperada es 3% en Estados Unidos y 2.5% en Dinamarca.
5. Suponga que en el caso aplicado del capítulo el valor presente ajustado de Centralia es \$60 000. ¿Cuál deberá ser el valor terminal del proyecto después de impuestos para que el valor presente ajustado sea positivo y Centralia acepte el proyecto?

6. En lo tocante al caso aplicado de Centralia, ¿cómo cambiaría dicho valor si:
- ¿El pronóstico de \bar{p}_d y de \bar{p}_f es incorrecto?
 - ¿Los flujos de efectivo de la depreciación se descuentan a K_{ud} y no a i_d ?
 - ¿El país anfitrión no otorga el préstamo subsidiado?

EJERCICIOS DE INTERNET



El financiamiento subsidiado es una importantísima fuente de fondos que estimulan al sector privado para que invierta en los países subdesarrollados. Un ejemplo de ello es el artículo de *Daily News* sobre Ceilán en <http://origin.dailynews.lk/2002/04/12/bus11.html>. En él se pide esta clase de financiamiento al DFCC Bank para apoyar la inversión privada en la generación de energía en Sri Lanka. El lector encontrará muchos artículos similares en internet al buscar bajo la expresión clave *concessionary financing*.

MINICASO 1

Dorchester, Ltd.

Εσ υνα τραδιχιοναλ εμπρεσα δεδιχαδα α λα ρεποστερΐα θυε σε εσπεχιαλιζα εν χηροχολαεσ δε χαλιδαδ. Εν συσ πλανατασ δελ Ρεινο Υνιδο προδυχε δυλχεσ θυε πενδε εν Ευροπα Οχηιδενταλ, Εσταδοσ Υνιδοσ ψ Χαναδζ. Γραχιασ α λοσ ινσταλαχιονεσ ηα λογραδο συμινιστραρ αλ μερχαδο εσταδουνιδενσε μ(σ δε 102 000 κγ (225 000 λιβρασ) δε δυλχεσ αλ α)ο. Ελ πυντο μ(σ λαρανο δελ οεστε θυε εσα χαντιδαδ περμιτι Γ λλεγαρ α συσ οφχινας δε πεντασ □σιτυαδασ εν Βοστον□ φυε Στ. Λουισ ψ ελ πυντο μ(σ λαρανο δελ συρ φυε Ατλαντα. Λα χομπα)ΐ α εστ(χονπενχιδα δε θυε υνα πλανατα ινδεπενδιεντε σιτυαδα εν ελ παΐσ λε περμιτιρ(ατενδερ ελ μερχαδο εσταδουνιδενσε ψ Χαναδζ (δονδε ηοψ πενδε χερχα δε 65 μιλ λιβρασ ο 29 500 κγ αλ α)ο). Εστιμα θυε λα δεμαν-δα ινχιαλ δε εσοσ δοσ μερχαδοσ σερ(176 900 κγ (390 μιλ λιβρασ), χον υνα τασα ανυαλ δε χρεχιμειντο δε 5%. Εν εφεχτο υνα πλανατα ινδεπενδιεντε λιβαρ(α)λο θυε αχτυαλμεντε σε ενψΐα α Εσταδοσ Υνιδοσ ψ Χαναδζ. Περο λα χομπα)ΐ α πιενσα θυε εσο εσ σ(λο υν προβλεμα α χορτο πλαζο. Αλ χαβο δε χινο α)οσ ελ δεσαρρολλο εχον Γμιχο θυε τιενε λυγαρ εν Ευροπα Οριενταλ λε περμιτιρ(πενδερ αλλΐ λο θυε ηοψ εμβαρχα α εσασ δοσ ναχιονεσ.

Εν ελ μομεντο Δορχησεργα να ≤3.00 πορ λιβρα (453.59 γραμοσ) εν συσεξπορταχιονεσ α εσα ρει Γν. Υνα πεζ θυε λα πλανατα εμπιεχε α φονχιοναρ, πρεπΐ θυε ποδρ(φιφαρλε α συ προδυχο υν πρεχιο ινχιαλ δε Ξ7.70 πορ λιβρα. Ελ πρεχιο ρεπρεσενταρ(υνα υπλιδαδ οπεραχιοναλ δε Ξ4.40 πορ λιβρα. Ταντο ελ πρεχιο δε πεντα χομο λοσ χοστοσ δε οπεραχι Γν σε μαντενδρ(ν αλ ινωελ δε Εσταδοσ Υνιδοσ; χονφορμε α λοσ προν Γσυχιοσ, λα ινφλαχι Γν εν εσε παΐσ σε μαντενδρ(εν 3% δυραντε λοσ πρ Γξιμοσ α)οσ. Εν ελ Ρεινο Υνιδο σε προνοστιχα θυε φλυχαρ(εντρε 4 ψ 5%, σεγ Γν ελ σερπιχο εχον Γμιχο θυε σε αδοπτε. Ελ αχααλ τιπο δε χαμβιο σποτ εσ Ξ1.50/≤1.00. Λα χομπα)ΐ α εστ(χονπενχιδα δε θυε λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα εσ ελ μεδιο μ(σ αδεχυαδο παρα προνοστιχαρ ελ τιπο δε χαμβιο φυτυρο.

Σε χαλχυλα θυε λα πλανατα μανυφαχτυρερα χοσταρ(σιετε μιλλονεσ δε δ(λαρεσ. Λα χομπα)ΐ α πλανεα φινανχιαρ ελ χοστο μεδιαντε υνα χομβιναχι Γν δε χαπιταλ φιφο ψ δε δευδα. Λα πλανατα αυμενταρ(συ χαπαχιδαδ δε ενδευδαμειντο εν δοσ μιλλονεσ δε λιβρασ εστερλινας, δε μοδο θυε σε λιμιταρ(α υνα δευδα δε εσα μαγνιτυδ. Λα χομουνιδαδ λοχαλ δονδε δεχιδι Γ χονστρυρ απορταρ(1 500 000 δ(λαρεσ δε φινανχιαμειντο δυραντε υν περιοδο δε σιετε α)οσ αλ 7.75%. Ελ χαπιταλ σε λιθυδαρ(εν πλζοσ ρυαλεσ δυραντε λα πιδα δελ πρ(σταμο. Αηορα Δορχησερ, Λτδ., νο σαβε σι οβτενδρ(ελ ρεστο δε λα δευδα εμιτιενδο βονοσ λοχαλεσ ο βονοσ εν ευροδ(λαρεσ. Χρεε θυε πυεδε χονσεγυρ λιβρασ εστερλινας α 10.75% ανυαλ ψ δ(λαρεσ αλ 9.5%. Σεγ Γν συσ χ(λχυλοσ ελ χοστο γλοβαλ δε χαπιταλ σερ(15 πορ χιεντο.

Ελ Σερπιχο δε Ρεχαυδαχι Γν Ιντερνα δελ Γοβιερνο δε Εσταδοσ Υνιδοσ λε περμιτιρ(δεπρε-χιαρ λα πλανατα δυραντε υν περιοδο δε σιετε α)οσ. Τρανσχυρριδο εσε τιεμπο ελ εθυιπο δε ρεποσ-τερΐα θυε αβσορβε ελ γρυεσο δε λα ινπερσι Γν, τενδρ(υν ιμπορταντε παλορ δε μερχαδο.

Λα χομπα)ΐ α νο πρεπΐ ρεχιβιρ χονχεσιονεσ φισχαλεσ εσπεχιαλεσ. Μ(σ α Γν, εζ(χλυμε απ(χαρ εστρατεγιασ δε πρεχιουσ δε τρανσφερενχια, πυεσ λασ τασασ ιμποσιτιवास δε λασ εμπρεσασ σον ρυαλεσ εν αμβοσ παΐσεσ □35% εν ελ Ρεινο Υνιδο ψ εν Εσταδοσ Υνιδοσ□.

Δορχησερ δεβερΐα ο νο χονστρυρ υνα πλανατα μανυφαχτυρερα εν Εσταδοσ Υνιδοσ?

MINICASO 2

Strik-it-Rich Gold Mining Company

Εστα εμπρεσα εστудια λα χονπενιενχια δε αμπλιαρ ουσ οπεραχιονες. Παρα ελλο ηαβρ(δε χομ-πρασ υν τερρενο θυε λος γε (λογος χονσιδεραν ριχο εν ορο. Λος διρεχτιπος εστ(ν χονπενχιδος δε θυε λα εξπανσι (ν περιμιτρ(εξτραερ ψ πωνδερ αλ α)ο δοσ μιλ ονζας τροψ μ(σ δε ορο. Λα εξπανσι (ν, ινχλιδο ελ χοστο δελ τερρενο, χοσταρ(500 000 δ(λαρες. Ηοψ λα ονζα δελ λινγοτε δε ορο παλε 425 δ(λαρες ψ λος φυτροσ δε ορο αυν α)ο σε νεγοχιαν αΞ450.50 Ξ425(1.06). Λος χοστος δε εξτραχι (ν ασχιενδεν α 375 δ(λαρες πορ ονζα. Ελ χοστο δε χαπαταλ δε λα χομπα(α εσ δε 10%. Αλ πρεχιο αχτωαλ δελ ορο λα εξπανσι (ν παρεχε ρενταβλε: ζΠΙΝ (Ξ425 375) 2 000/0.10 Ξ500 000 Ξ500 000. Σιν εμβαργο, α λος διρεχτιπος λες πρεοχουπα λα ποσιβι-λιδαδ δε θυε λασ γρανδες πεντας δε λασ ρεσερπασ δε ορο ρεαλιζαδος πορ Ρυσια ψ ελ Ρεινο Υνιδο δισμινουσαν ελ πρεχιο δελ ορο αΞ390 εν υν φυτρο χερχανο. Πορ οτρα παρτε, εστ(ν χονπενχιδος δε λα ποσιβιλιδαδ δε θυε προντο ελ μυνδο ρετορναρ(αλ σιστεμα μονεταριο ιντερναχιοναλ βασι-δο εν λασ ρεσερπασ δε ορο. Δε σερ ασ(, ελ πρεχιο δελ ορο αυμενταρ(αλ μενοσ Ξ460 πορ ονζα. Δεντρο δε υν α)ο σε χονοχερ(λα επολυχι (ν δελ πρεχιο φυτρο δελ λινγοτε δε ορο. Στρικ-ιτ-Ριχη πυεδε ποσπονερ πορ υν α)ο λα εξπανσι (ν, παρα αδθυιρι εν 25 000 δ(λαρες υνα οπιχι (ν δε χομπαρ σοβρε ελ τερρενο. «Θυ(δεβερ(αν ηαχερ λος διρεχτιπος?

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Ang, James S. y Tsong-Yue Lai, "A simple rule for multinational capital budgeting", *The Global Finance Journal*, núm. 1, 1989, pp. 71-75.
- Booth Lawrence D., "Capital budgeting frameworks for the multinational corporation", *Journal of International Business Studies*, otoño 1982, pp. 113-123.
- Brealey, Richard A. y Stewart C. Myers, *Principles of corporate finance*, 7a. ed., McGraw-Hill/Irwin, Nueva York, 2003.
- Endleson, Michael E., "Real options: valuing managerial flexibility (A)", *Harvard Business School Note*, 31 de marzo de 1994.
- Holland, John, "Capital budgeting for international business: a framework for analysis", *Managerial Finance*, núm. 16, 1990, pp. 1-6.
- Lessard, Donald R., "Evaluating international projects: an adjusted present value approach", en Donald R. Lessard (ed.), *International financial management theory and application*, 2a. ed., Wiley, Nueva York, 1985, pp. 570-584.
- Luenberger, David G., "Evaluating real investment opportunities", *Investment Science*, Oxford University Press, Nueva York, 1998, pp. 337-343.
- Luehrman, Timothy A., "Capital projects as real options: an introduction", *Harvard Business School Note*, 22 de marzo de 1995.
- Luehrman, Timothy A., "Investment opportunities as real options: getting started on the numbers", *Harvard Business Review*, julio-agosto, 1998 pp. 51-67.
- Modigliani, Franco y Merton H. Miller, "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *American Economic Review*, núm. 53, 1963, pp. 433-443.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield y Jeffrey F. Jaffe, *Corporate finance*, 6a. ed., McGraw-Hill/Irwin, Nueva York, 2002.
- Shapiro, Alan C., "Capital budgeting for the multinational corporation", *Financial management*, primavera 1978, pp. 7-16.

19 Administración del efectivo multinacional

Administración de los saldos del efectivo internacional

APLICACIÓN DE UN CASO: sistema de administración de efectivo en Teltrex

Compensación bilateral en los flujos netos internos y externos de efectivo

Reducción de los saldos precautorios de efectivo

Sistemas de administración de efectivo en la práctica

Precios de transferencia y temas conexos

APLICACIÓN DE UN CASO: estrategia de precios de transferencia en Mintel Products

Factores diversos

Fondos bloqueados

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO 1: flujo de fondos eficientes en Eastern Trading Company

MINICASO 2: estrategia de transferencia óptima de precios en Eastern Trading Company

MINICASO 3: un nuevo administrador de empresas en Eastern Trading Company

Bibliografía y lecturas recomendadas

EN ESTE CAPÍTULO vamos a concentrarnos en la administración eficiente del efectivo en una compañía multinacional (CMN). Nos interesa lo siguiente: la cuantía de los saldos de efectivo, la denominación de su moneda y dónde se localizan esos saldos entre las filiales de la CMN. Las técnicas de una administración eficiente de efectivo aminoran la inversión en los saldos y en los gastos de las transacciones con divisas, obteniéndose un rendimiento máximo con la inversión del exceso de efectivo. Además, permiten financiarse a la tasa más baja cuando haya escasez temporal de efectivo.

El capítulo inicia con un caso aplicado en el cual una multinacional utiliza un sistema de administración centralizado de efectivo. El sistema incluye compensación entre filiales y un depósito centralizado. Se describen sus detalles con toda claridad. En un segundo caso se exponen las estrategias de precios de transferencia y la separación de servicios como dos medios que le permiten a la multinacional reponer el efectivo entre filiales y, en ciertas circunstancias, disminuir la obligación tributaria. El capítulo termina con la explicación de cómo sacar los fondos congelados de un país que ha impuesto restricciones a las divisas.

Administración de los saldos de efectivo internacional

La **administración de efectivo** indica la inversión que la empresa tiene en los **saldos de transacciones** para cubrir la salida programada de fondos durante el periodo de presupuestación de efectivo y los que ha dejado en **saldos precautorios de efectivo**. Éstos son necesarios cuando la compañía subestime la cantidad necesaria para pagar las transacciones. En una buena administración de efectivo se invierte el exceso de fondos a la tasa más favorable y se obtiene financiamiento a la más baja cuando exista una escasez temporal de efectivo.

Muchas de las habilidades necesarias para una buena administración son las mismas sin importar si la compañía opera sólo a nivel local o a nivel internacional. Por ejemplo, en una compañía nacional el gerente de administración de efectivo deberá conseguir fondos en el

exterior para obtener el costo más bajo de financiamiento y colocar el exceso de fondos donde reditúen el máximo rendimiento. Sin embargo, las compañías con operaciones multinacionales normalmente manejan más de una moneda, por tanto, el costo de las transacciones con otras divisas es un factor importante de una administración eficiente de efectivo. Más aún, las operaciones multinacionales exigen que la compañía decida si la función administrativa deberá centralizarse en el corporativo (o en otra parte) o, por el contrario, descentralizarse y quedar a cargo de cada filial. En este capítulo nos pronunciamos decididamente por la centralización.

APLICACIÓN DE UN CASO

Sistema de administración de efectivo en Teltrex

Υτιλιζαομοσ υν προβλεμα δε υνα χομπα)α λλαμαδα Τελτρεξ Ιντερνατιοναλ παρα εξπλιχαρ χ (μο φυνηχιονα λα αδμινιστραχι (ν γεντραλιζαδα Τελτρεξ εσ υνα μωλτιναχιοναλ εσταδουνιδενσε χον σεδε εν Σιλιχον φαλλαιμ, Χαλιφορνια Φαβριχα ρελαρεσ βαρατοσ δε χυαρζο θυε πενδε εν εσε πα)σ, εν Χαναδ(ψ Ευροπα. Αδεμ(σ δε συσ πλαντασ δε Χαλιφορνια χυεντα χον τρεσ οφιχινασ δε πω- τασ εν Χαναδ(, Αλεμανια ψ Ρεινο Υνιδο.

Λα βασε δε χυαλθιερ σιστεμα δε αδμινιστραχι (ν δε εφεχτιπο εσ συ πρεσυπυεστο δε εφεχ- τιπο. Δστε εσ υν πλαν θυε ινδιχα ελ τιεμπο ψ λα μαγνιτυδ δε λοσ δεπ (σιτος εσπεραδοσ ψ δε λοσ δεσεμβολσοσ. Τελτρεξ πρεπαρα πορ αντιχιπαδο υν πρεσυπυεστο δε εφεχτιπο παρα ελ α)ο φισχαι (θυε αχτυαλιζαπερι (διχαμεντε χονφορμε απανζαελα)ο), μεδιαντε υν ιντερπαλο σεμαναλ χομο λα φρεχυνχια δε πλανεαχι (ν. Λα υλυστραχι (ν 19.1 χοντιενε λα ματριζ δε παγοσ δε υνα σεμανα α λο λαργο δελ ηοριζοντε δε λα πλανεαχι (ν δελ πρεσυπυεστο δε εφεχτιπο, ασιμισμο, ρεσυμε τοδοσ λοσ δεπ (σιτος δε εφεχτιπο δε λα φιλιαλεσ ψ λοσ δεσεμβολσοσ δε Τελτρεξ. Ταμβι(ν ινχλυπε λοσ δεπ (σιτος ψ λοσ δεσεμβολσοσ ρεαλιζαδοσ παρα αθυελλοσ χον θυιενεσ ηαχε νεγοχιοσ. Λοσ μοντοσ δε λα υλυστραχι (ν 19.1 σε δενομιναν εν δ(λαρεσ, λα μονεδα θυε υπλιζα λα χομπα)α ματριζ εν συσ ινφορμεσ. Περο λα μονεδα θυε φυνηχιονα εν λασ φιλιαλεσ εξτρανρερασ εσ λα δελ πα)σ ανφιτρι (ν.

Εν λα υλυστραχι (ν πεμοσ πορ εφεμπλο θυε λα χομπα)α ματριζ δε Εσταδοσ Υνιδοσ πρεπ(ρεχιβιρ ελ εθυιπαλεντε α 30 μιλ δ(λαρεσ δε Εσταδοσ Υνιδοσ, περο εν δ(λαρεσ χαναδιενεσε δε λα συβσιδιαρια εν Χαναδ(, ασιμισμο 35 μιλ δ(λαρεσ εν ευροσ δε συ φιλιαλ αλεμανια ψ ελ εθυιπαλεντε δε 60 μιλ δ(λαρεσ εν λιβρασ εστερλινασ δε συ φιλιαλ δελ Ρεινο Υνιδο. Εν τοταλ, εστιμα ρεχιβιρ 125 μιλ δ(λαρεσ δε Εσταδοσ Υνιδοσ δε λασ τρασσαχχιονεσ εντρε φιλιαλεσ. Αδεμ(σ εσπερα ρεχι- βιρ 140 μιλ δ(λαρεσ πορ οτροσ χονχεπτοσ χομο λασ πεντασ εν Εσταδοσ Υνιδοσ. Εν τοταλ, ρεχιβιρ(265 μιλ δ(λαρεσ εν εφεχτιπο δυραντε λα σεμανα. Εν χυαντο α δεσεμβολσοσ, ρεαλιζαρχ παγοσ εν δ(λαρεσ πορ 20 μιλ δ(λαρεσ α συ φιλιαλ χαναδιενεσε, πορ 10 μιλ δ(λαρεσ α συ φιλιαλ αλεμανια ψ πορ 40 μιλ δ(λαρεσ α συ φιλιαλ βριτ(νιχα. Ταμβι(ν πα α εφεχτυαρ δεσεμβολσοσ εξτερνοσ πορ 120 μιλ δ(λαρεσ α (πορ εφεμπλο(προπεεδορεσ δε χομπονεντεσ ψ παρα χυβριρ οτροσ γαστοσ δε οπεραχι (ν. Λασ τρεσ φιλιαλεσ πρεσενταν φλυφοσ αν(λογοσ δε εφεχτιπο.

ILUSTRACIÓN 19.1

Matriz de Teltrex de los ingresos y desembolsos en efectivo (miles de dólares)

Ingresos	Εσταδοσ	Δεσεμβολσοσ					
	Υνιδοσ	Χαναδ(	Αλεμανια	Ρεινο Υνιδο	Εξτερνοσ	Τοταλ ιντερνοσ	Τοταλ ινγεροσ
Εσταδοσ Υνιδοσ	□	30	35	60	140	125	265
Χαναδ(	20	□	10	40	135	70	205
Αλεμανια	10	25	□	30	125	65	190
Ρεινο Υνιδο	40	30	20	□	130	90	220
Εξτερνοσ	120	165	50	155	□	□	490 ^α
Τοταλ ιντερνοσ	70	85	65	130	□	350	□
Τοταλ δεσεμβολσοσ	190	250	115	285	530 ^β	□	1 370 ^χ

^α Τοταλ εφεχτιπο δεσεμβολσοσαδο α εξτερνοσ πορ λα χομπα)α ματριζ δε Εσταδοσ Υνιδοσ ψ πορ συσ φιλιαλεσ.

^β Τοταλ εφεχτιπο ρεχιβιδο δε εξτερνοσ πορ λα χομπα)α ματριζ δε Εσταδοσ Υνιδοσ ψ συσ φιλιαλεσ.

^χ Χιφρα δε χομπροβαχι (ν δε σαλδοσ.

Νοτα: Λοσ Ε350 000 σε ιντερχαμβιαν εντρε λασ φιλιαλεσ; Ε330 000 Ε490 000 Ε40 000 αμμεντο εν λοσ σαλδοσ δε εφεχτιπο δε Τελτρεξ δυραντε λα σεμανα.

ILUSTRACIÓN 19.2

Matriz de ingresos y desembolsos en efectivo entre las filiales de Teltrex (miles de dólares)

Ingresos	Δεσμεβολσος					Τοταλ ινγρεσος	Νετο ^α
	Εσταδος Υνιδος	Χαναδ(	Αλεμανια	Ρεινο Υνιδο		
Εσταδος Υνιδος	□	30	35	60	125	55	
Χαναδ(	20	□	10	40	70	(15)
Αλεμανια	10	25	□	30	65	0	
Ρεινο Υνιδο	40	30	20	□	90	(40)	
Τοταλ δεσεμβολσος	70	85	65	130	350	0	

^α Νετο δενοτα λα διφερενχια εντρε ελ τοταλ δε ινγρεσος η ελ τοταλ δε δεσεμβολσος δε λασ φιλιαλες.

Λα ιλυστραχι (ν 19.1) μυεστρα ελ εθυιωπαλεντε δε 350 μυλ δ(λαρες εν λος φλυφος δε εφεχτιπο ιντερφιλιαλες θυε σε εσπερα φλυπαν εντρε λα ματριζ ψ ουσ τρεσ φιλιαλες. Νοτε θυε νο αυμεντα ελ εφεχτιπο δε λα ΧΜΝΑ α ραίζ δε λασ τρανσαρχιονεσ. Εν ρεαλιδαδ σε σαχα δινερο δε συ βολσιλλο ψ σε πονε εν οτρο. Σιν εμβαργο, Τελτρεζ εσπερα ρεχιβιρ ελ εθυιωπαλεντε α 530 μυλ δ(λαρες δε φυεντες εξτερνασ ψ εφεχτωαρ παγοσ πορ 490 μυλ δ(λαρες α οτρασ φυεντες. Σε πρεσφ θυε δυραντε λα σεμανα εσασ τρανσαρχιονεσ προδυζχαν υν ινχρεμεντο νετο δε 40 μυλ δ(λαρες δε εφεχτιπο εντρε λασ φιλιαλες.

Sistemas de compensación

Πριμερο παμοσ α εστυδιαρ λασ τρανσαρχιονεσ ιντερφιλιαλες θυε φορμαν παρτε δε λα ιλυστραχι (ν 19.1. Μ(σ αδελαντε εξαμιναρεμοσ λασ θυε λα χομπα)λ α εσπερα ρεαλιζαρ χον φυεντες εξτερνασ. Λα ιλυστραχι (ν 19.2 ινχλυπε σ(λο λα παρτε δε λος ινγρεσος ψ δε λα ματριζ εγρεσος δε λα ιλυστραχι (ν 19.1 θυε σε ρεφιερε α λος φλυφος εντρε φιλιαλες.

Λα ιλυστραχι (ν 19.2 ινδιχα χυ(ντο δεβε παγαρ ψ ρεχιβιρ χαδα φιλιαλ δε λα οτρα. Σιν υνα πολλ(τα δε χομπενσαχι (ν, 12 τρανσαρχιονεσ χαμβιαριασ τενδρ(αν λυγαρ εντρε λασ χυατρο φιλιαλες. Εν τ(ρμινος γενεραλες, σι ηραμ Ν φιλιαλες, σε ρεαλιζαρ(υν μ(ξιμο δε $M(N - 1)$ τρανσαρχιονεσ; εν νυεστρο χασο $4(4 - 1) = 12$. Λασ 12 τρανσαρχιονεσ σε μυεστραν γρ(φιχαμεντε εν λα ιλυστραχι (ν 19.3.

Εν λα ιλυστραχι (ν 19.3 σε ινδιχα θυε ελ εθυιωπαλεντε δε 350 μυλ δ(λαρες φλυπε εντρε λασ χυατρο φιλιαλες εν 12 τρανσαρχιονεσ χον διπιασ. Εστα χιφρα ρεπρεσεντα ελ εμπλεο ιννεχεσαριο δελ τιεμπο δε λος αδμινιστραδορεσ θυε οργανιζαν λασ τρανσαρχιονεσ ψ υν δεσπερδιχιο δε λος φονδοσ εν ελλασ. Ελ χοστο δε τρανσφερενχια δε φονδοσ φλυχτα εντρε 0.25% ψ 1.5% δε λα οπεραρχι (ν; σε ινχλυπεν λος γαστοσ ψ ελ χοστο δε οπορτυνιδαδ δε λος φονδοσ λυγαδοσ α λα φλοσαχι (ν

ILUSTRACIÓN 19.3

Transacciones cambiarias entre las filiales de Teltrex sin compensación (miles de dólares)

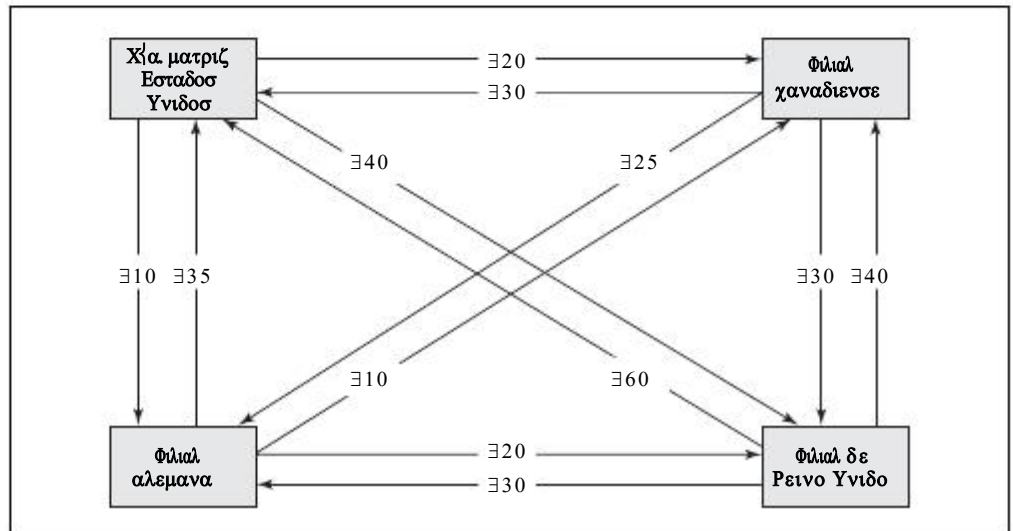
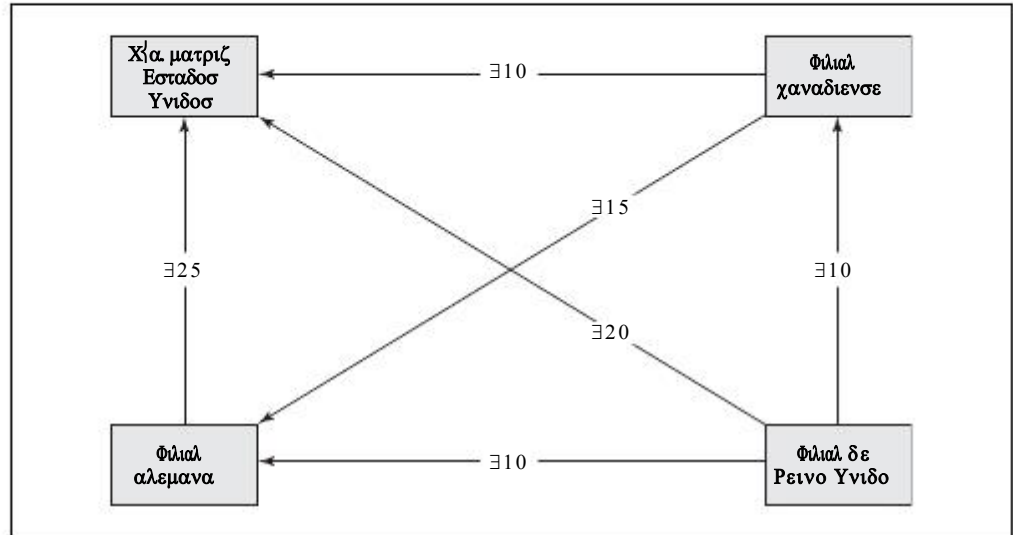


ILUSTRACIÓN 19.4

Compensación bilateral de las transacciones cambiarias entre las filiales de Teltrex



εντρε φίλιαλες. Σι συπνεμοσ υν χοστο δε 0.5%, ελ χοστο δε τρανσφερενχια δε 350 μιλ δ ίλαρες εσ 1 750 σεμαναλ.

Λασ 12 τρανσαχχιονεσ πυεδεν ρεδυχιρσε α λα μιταδ πορ λο μενοσ α τραπύσ δε λα **χομπενσαχι ίν βίλατεραλ**. Εσ υν σιστεμα εν ελ χυαλ χαδα παρ δε φίλιαλεσ δετερμινα ελ μοντο νετο θυε αδευδαν ψ σ ίλο ίστε σε τρανσφιερε. Πορ εφεμπλο, λα χομπα)ί α ματριζ δε Εσταδος Υνιδος ψ λα φίλιαλ δε Χαναδ)λο απύχαρ)ν α λος 30 μιλ δ ίλαρες ψ α λος 20 μιλ θυε ρεχιβιρ)ν υνα δε στρα. Ελ ρεσουλταδο εσ θυε σε εφεχτ)α υν σολο παγο; λα φίλιαλ χαναδιενσε λε παγα α αθυελλα υνα χαντιδαδ εθυιπαλεντε α 10 μιλ δ ίλαρες. Λα ύλστραχι ίν 19.4 χοντινε λοσ ρεσουλταδοσ δεε λα χομπενσαχι ίν δεδυχχι ίν βίλατεραλ εντρε χυατρο φίλιαλεσ δε Τελτρεξ.

Εν λα ύλστραχι ίν 19.4 σε οβερπα θυε υν τοπαλ δε 90 μιλ δ ίλαρες φλυσε εντρε ελλασ εν σεις τρανσαχχιονεσ. Χον λα χομπενσαχι ίν βίλατεραλ δισμινυσην λασ τρανσαχχιονεσ δε διπιασ εντρε λασ φίλιαλεσ α $N(N - 1)/2$ ο μενοσ. Ελ εθυιπαλεντε δε 260 μιλ δ ίλαρες εν εστε τιπο δε οπεραχιονεσ σε ελιμινα μεδιαντε λα χομπενσαχι ίν βίλατεραλ. Χον 0.5% ελ χοστο δε απύχαρ)λα χομπενσαχι ίν α λασ τρανσαχχιονεσ χαμβιαριασ εσ 450 δ ίλαρες, λο χυαλ ρεπρεσεντα υν απορρο δε $\text{€} 1\,300$ ($\text{€} 1\,750 - 450$) εν στρο τιπο δε σιστεμα.

Λα ύλστραχι ίν 19.2 ινδ)χα υνα μανερα δε λιμιταρ τρανσφερενχιασ ιντερφίλιαλεσ α υν μ)ξιμο δε $(N - 1)$ τρανσαχχιονεσ χαμβιαριασ. Εν λυχαρ δε δετενερσε εν λα χομπενσαχι ίν βίλατεραλ λα μυλτιναχιοναλ ποδρ) ισπαλαρ υν σιστεμα δε **χομπενσαχι ίν μυλτιλατεραλ**: χαδα φίλιαλ απύχαρ)λα λα χομπενσαχι ίν α τοδοσ λοσ ινγρεσοσ εντρε φίλιαλεσ χοντρα τοδοσ ασο δεσεμβολσοσ. Δεσ)πύσ τρανσφιερε ο ρεχιβε ελ σαλδο, ρεσπεχτιπαμεντε, α εσ υν παγαδορ ο ρεχπτορ νετο. Εν λα ύλστραχι ίν 19.1 πιμοσ θυε ελ τοπαλ δε ινγρεσοσ εντρε φίλιαλεσ σιεμπρε σερ) ιγυαλ αλ τοπαλ δε λοσ δεσεμβολσοσ. Πορ λο ταντο, εν υν σιστεμα δε χομπενσαχι ίν μυλτιλατεραλ λοσ φονδοσ νετοσ α ρεχιβιρ πορ λασ φίλιαλεσ σερ) ιγυαλ α λος δεσεμβολσοσ νετοσ θυε ρεαλιχεν.

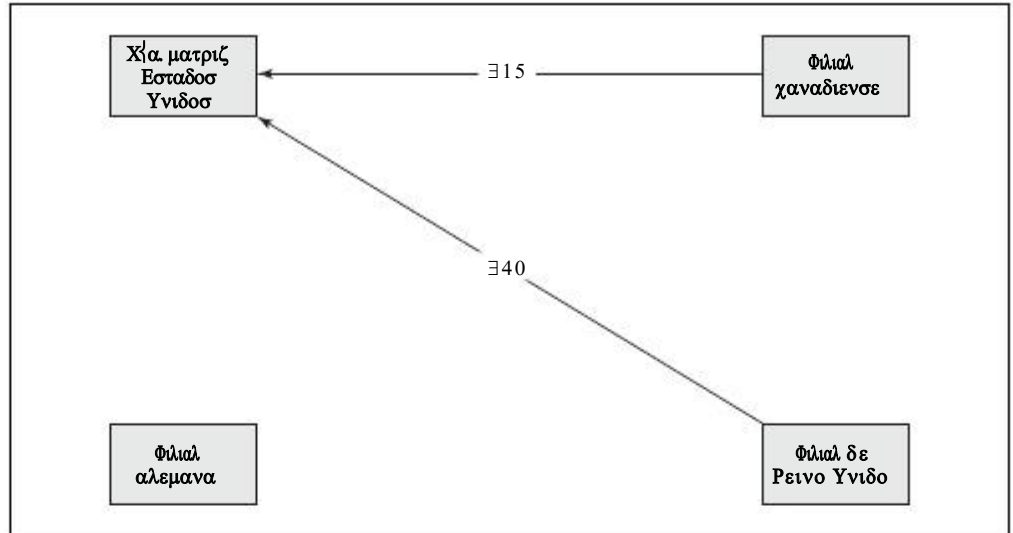
Λα ύλστραχι ίν 19.5 μυεστρα υν σιστεμα δε χομπενσαχι ίν μυλτιλατεραλ εν Τελτρεξ. Χομο λοσ ινγρεσοσ νετοσ δε λα φίλιαλ αλεμανα σον χερο, σε ρεθυιερεν) ινιχαμεντε δοσ τρανσαχχιονεσ χαμβιαριασ. Λασ φίλιαλεσ δε Χαναδ) ψ Ρεινο Υνιδο παγαν, ρεσπεχτιπαμεντε, α λα χομπα)ί α ματριζ ελ εθυιπαλεντε α 15 μιλ ψ α 40 μιλ δ ίλαρες. Εν 0.5%, ελ χοστο δε τρανσφερενχια 55 μιλ εσ απενασ 275 σεμαναλεσ, λο χυαλ ρεπρεσεντα υν απορρο δε $\text{€} 1\,475$ ($\text{€} 1\,750 - 275$) αλ απύχαρ)λα χομπενσαχι ίν βίλατεραλ.

Depósito centralizado de efectivo

Υν σιστεμα δε χομπενσαχι ίν μυλτιλατεραλ ρεθυιερε χιερτο γραδο δε εστρυχτυρα αδμινιστρατιπα. Δεβε, πορ λο μενοσ, ηαβερ υν γερεντε δελ χεντρο δε χομπενσαχι ίν θυε α παρπαρ δελ πρεσυ)πυεστο πιγλε λοσ φλυφοσ δε εφεχτιπο εντρε λασ φίλιαλεσ. Ελ γερεντε δελ **χεντρο δε χομπενσαχι ίν** δετερμινα ελ μοντο δε λοσ παγοσ νετοσ ψ χυ)λεσ φίλιαλεσ λοσ ηαρ)ν ο ρεχιβιρ)ν. Υν χεντρο δε χομπενσαχι ίν νο σιγνιφ)χα θυε λα μυλτιναχιοναλ τεγγα υν γερεντε δε εφεχτιπο. Δε ηεχηο, ελ σιστεμα δε χομπενσαχι ίν μυλτιλατεραλ δεε λα φιγυρα 19.5 ινδ)χα θυε λασ φίλιαλεσ τιενεν υν γε-

ILUSTRACIÓN 19.5

Compensación multilateral de las transacciones cambiarias entre las filiales de Teltrex
(miles de dólares)



ρεντε λογαλ θυε σε ενχαργα δε ινωερτηρ ελ εξχεδεεντε δε εφεχτιπω ψ δε οβτενερλο εν πρ[σταμο χυανδο ηραμ εσχασεζ τεμποραλ.

Λα υλυστραχι εν 19.6 χοντιενε υν διαγραμα μοδιφιχαδο δε λα χομπενσαχι εν μωλτιλατεραλ δε Τελτρεζ χον λα ινγλωσι εν δε υν δεπ[σιτο χεντραλιζαδο. Εν υν σιστεμα χεντραλιζαδο δε αδμινισ-τραχι εν δε εφεχτιπω τοδοσ λος παγοσ εντρε φιλιαλεσ πασαρ[εν πορ ελ δεπ[σιτο χεντραλ δε εφεχτιπω σαλω θυε σε ορδενε λο χοντραριο.

Χομο σε απρεχια εν λα υλυστραχι εν 19.6, λα φίλιαλ χαναδιενσε ενφ[α ελ εθιοπαλεντε δε 15 μιλ δ[λαρεσ αλ δεπ[σιτο χεντραλ ψ λα φίλιαλ βριτ[νιχα ενφ[α ελ εθιοπαλεντε δε 40 μιλ. Α συ πεζ ελ δεπ[σιτο ενφ[α 55 μιλ α λα χομπα[χ]α μητριζ εν Εστάδος Υνιδος. «Εσ αδεχυαδο εστε σιστεμα? Σε τιενε λα ιμπρεσι εν δε θυε λασ τρανσαχχιονεσ αλ χαμβιαρσε σε δυπλιχαρον 55 μιλ δ[λαρεσ εν λα υλυστραχι εν 19.5 α 110 μιλ εν λα υλυστραχι εν 19.6. Περο νο εσ ασ[. Σε λεσ ποδρ[α ηαβερ ορδεναδο α αμβιασ φιλιαλεσ θυε ενπιαραν εν δ[λαρεσ λος φονδοσ αλ δεπ[σιτο χεντραλ. Ταμβι[εν ελ δεπ[σιτο ποδρ[α ρεχιβιρ λασ ρεμεσασ εν δ[λαρεσ χαναδιενσεσ ψ εν λιβρασ εστερλινασ παρα χαμ-βιαρλασ δεσπυ[σ πορ δ[λαρεσ αντεσ δε τρανσφεριρ λος φονδοσ α λα χομπα[χ]α μητριζ δε Εστάδος Υνιδος. (Σιν εμβαργο, [στα εσ υνα τρανσφερενχια αδιχιοναλ χαβλεγρ[φ]ιχα.)

ILUSTRACIÓN 19.6

Compensación multilateral de las transacciones cambiarias entre las filiales de Teltrex con un depósito centralizado
(miles de dólares)

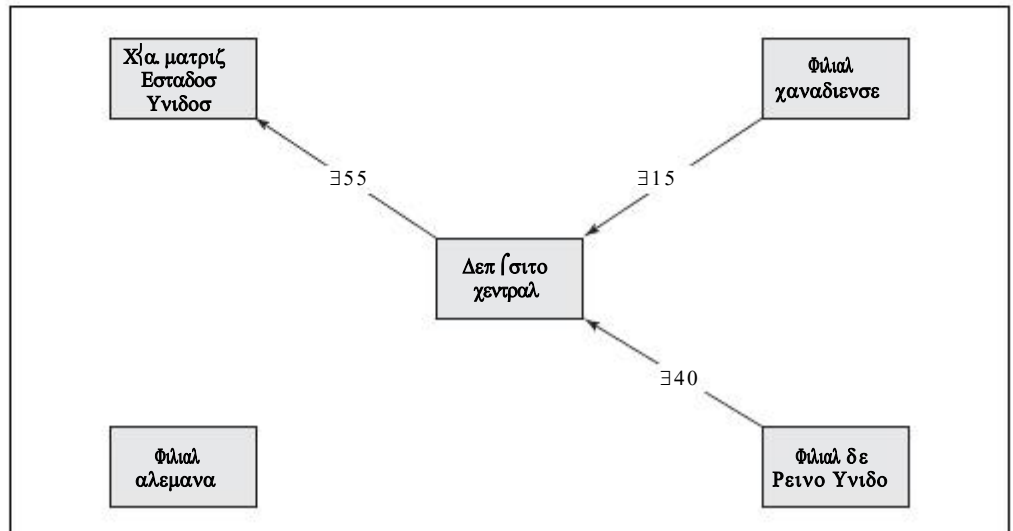


ILUSTRACIÓN 19.7

Ingresos y desembolsos esperados en efectivo de las transacciones de Teltrex con externos (miles de dólares)

Φίλιαλ	Ινγρεσσοσ	Δεσεμβολσοσ	Νετο
Εσταδοσ Υνιδοσ	Ξ140 000	Ξ120 000	Ξ20 000
Χαναδζ	135 000	165 000	(30 000)
Αλεμανια	125 000	50 000	75 000
Ρεινο Υνιδο	130 000	155 000	(25 000)
			Ξ40 000

Εν γραν μεδιδα λοσ βνεφιχιοσ δελ δεπ ριτο χεντραλ προπιενεν δε λα τρανσαχχιονεσ δε νεγοχιοσ θυε λασ φιλιαλεσ εφεχτιαν χον φυεντεσ εξτερνασ. Λα υλοσπραχι ρν 19.7 χοντιενε υνα ταβλα θυε μυεστρα ελ μοντο νετο δε λασ ινγρεσσοσ εξτερνοσ ψ λοσ δεσεμβολσοσ θυε λασ φιλιαλεσ δε Τελτρεζ εφεχτυαρ(ν δυραντε λα σεμανα, χομο σε ινδιχ ρι νιχιαλμεντε εν λα υλοσπραχι ρν 19.1.

Χομο σε απρεχια εν λα υλοσπραχι ρν 19.7, λα χομπαζια ματριζ δε Εσταδοσ Υνιδοσ εσπερα περχιβιρ ινγρεσσοσ νετοσ πορ 20 μυλ δ ρλαρεσ αλ φιναλ δε λα σεμανα. Εν φορμα παρεχιδα, λα φιλιαλ αλεμανα εσπερα ρεχιβιρ εν δ ρλαρεσ ινγρεσσοσ νετοσ πορ 75 μυλ. Λα χαναδιενσε πρεπ ρνα εσχασεζ δε εφεχτιπο πορ 30 μυλ δ ρλαρεσ ψ λα δελ Ρεινο Υνιδο πρεπ ρνα εσχασεζ δε 25 μυλ. Λα μυλτιναχιοναλ ρεχιβιρζ εν τοταλ 40 μυλ δ ρλαρεσ δε λοσ ινγρεσσοσ νετοσ.

Χον υν δεπ ριτο χεντραλιζαδο δε εφεχτιπο ελ εξχεσο δε εφεχτιπο σε εντοια αλ φονδο χεντραλ. Εν φορμα παρεχιδα, ελ γερεντε δελ φονδο τομα μεδιδασ εν χασο δε θυε εσχασεε ελ εφεχτιπο. Τιενε υν πανοραμα γενεραλ δε λα ποσιχι ρν ψ δε λασ νεχεσιδαδεσ γενεραλεσ δε εφεχτιπο. Πορ ταντο, εξιστεν μενοσ ποσιβιλιδαδεσ δε υνα ασιγναχι ρν ερρ ρνεα δε φονδοσ, εσ δεχιρ, ηαβρζ μενοσ προβαβιλιδαδεσ δε θυε λοσ φονδοσ σε δενομινεν εν λα μονεδα εθυποχαδα. Μ(σ α ρν, γραχιασ α εσα περσπεχτια γλοβαλ ελ γερεντε χονοχερζ λασ τασασ ρι τιμασ δε φινανχιαμειντο ψ δε ινπερσι ρν. Υν σιστεμα χεντραλιζαδο φαχιλιτα λα μοπωλιζαχι ρν δε φονδοσ, δε εστε μοδο, ελ εξχεσο δε εφεχτιπο σε ινπιερτε α λασ τασασ μ(σ φαποραβλεσ ψ λα εσχασεζ σε χομπενσα χον υν φινανχιαμειντο ταμβι ρν φαποραβλε. Σιν υν δεπ ριτο χεντραλιζαδο, πυεδε δαρσε ελ χασο θυε υνα φιλιαλ τερμινε χον υν ενδεδυδαμειντο λογαλ α υνα τασα ελεπαδα, εν ταντο θυε στρα ινπιερτα ελ εξχεδεντε τεμποραλ δε φονδοσ α υνα τασα βαφα. Εν λα υλοσπραχι ρν 19.8 σε μυεστραν γρ(φιαμεντε λοσ παγοσ δε Τελτρεζ δεσχιρτοσ εν λα υλοσπραχι ρν 19.7, μοστρανδο λοσ φλυφοσ θυε εντραν ψ σαλεν δελ φονδο δε εφεχτιπο.

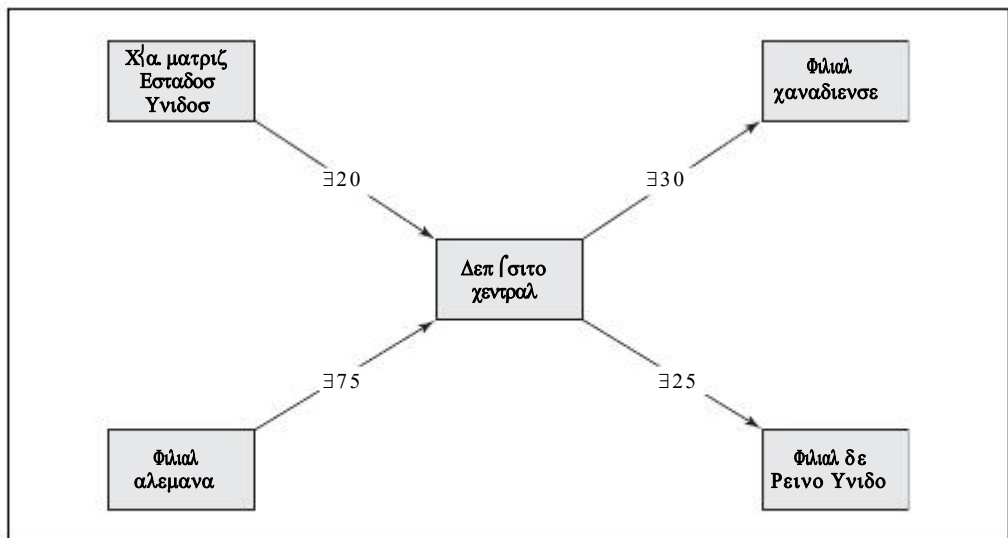
Εν λα ιλουσραχιον 19.8 σε οβερβα que la compañía matriz enviará al fondo central 20 mil dólares del efectivo excedente obtenido de las transacciones con fuentes externas; por su parte, la filial alemana enviará los 75 mil que obtuvo. En tanto que la filial canadiense como la del Reino Unido sufrirán escasez de efectivo por 30 mil y 25 mil dólares, respectivamente, que cubrirá el fondo central. En total, se prevé un incremento neto de 40 mil dólares en ελ δεπ ριτο

www.treasury-management.com

Es el sitio web de la revista *Treasury Management International*. Los artículos los escriben tesoreros de empresas. En este sitio puede consultar muchos referentes a la administración de efectivo internacional.

ILUSTRACIÓN 19.8

Flujo de los ingresos netos de efectivo en Teltrex procedentes de las transacciones con externos mediante un depósito central (miles de dólares)



αλ φινάλ δε λα σεμανα. Λα ιλυστραχι ίν ινδιχα θυε υν τοπαλ δε 150 μιλ δ (λαρεσ) δε εφεχτιπο θυε σε πρεπ^α εντραρχ (95 μιλ) ψ θυε σαλδρχ (55 μιλ δ (λαρεσ) δελ φονδο χεντραλ.

Profundización conceptual

Compensación bilateral en los flujos netos internos y externos de efectivo

Hasta ahora hemos manejado la compensación multilateral de flujos de efectivo entre filiales (ilustración 19.6) y sus ingresos netos obtenidos de la transacción con fuentes externas (ilustración 19.8) como si fueran dos conjuntos independientes de flujos que pasan por el depósito central. Aunque es más fácil desarrollar los conceptos de ese modo, no es necesario ni práctico o eficiente hacerlo en la práctica. De hecho, podemos aplicar la compensación bilateral a dos conjuntos de flujos de efectivo netos, al pasar los totales resultantes por el depósito. Ello reducirá aún más el número, la magnitud y el gasto de las transacciones cambiarias de la multinacional. En la ilustración 19.9 se calcula el monto neto de los fondos procedentes de las filiales de Teltrex que pasan por el depósito.

En la figura 19.9 se observa el resultado de la compensación de ingresos en efectivo que fluirán por el depósito central a través de la compensación multilateral con los flujos netos que pasarán por el depósito a raíz de transacciones externas. Como se advierte en la ilustración, la compañía matriz de Estados Unidos recibirá un pago del fondo de efectivo por 35 mil dólares y la filial canadiense recibirá 15 mil. La filial alemana enviará al depósito central 75 mil dólares y la del Reino Unido, 15 mil. En total se recibirán 90 mil dólares y se desembolsarán 50 mil, para una incremento neto previsto de 40 mil de efectivo durante la semana. En vez de dos grupos individuales de flujos de efectivo que sumen 55 mil dólares obtenidos con la compensación multilateral y de 150 mil procedentes de las transacciones con fuentes externas hay sólo un grupo de flujos después la compensación que da un total de 140 mil. Por lo tanto, en las transacciones cambiarias se ahorran 65 mil dólares durante la semana. En la ilustración 19.10 se representan gráficamente los 140 mil dólares resultantes de los flujos de efectivo de Teltrex que se calculan en la ilustración 19.9.

ILUSTRACIÓN 19.9

Flujos netos de efectivo de las filiales de Teltrex mediante un depósito central (miles de dólares)

Φιλιαλ	Ιγρεσοσ νετοσ δε λα χομπενσαχι ίν μιλπιατεραλ ^α	Εξχεσο νετο δε εφεχτιπο δε λασ τρανσαρχχιονεσ χον εξτερνοσ ^β	Φλοφο νετο ^γ
Εσταδοσ Υνιδοσ	Ξ55 000	Ξ20 000	Ξ35 000
Χαναδχ	(Ξ15 000)	(Ξ30 000)	Ξ15 000
Αλεμανια	0	Ξ75 000	(Ξ75 000)
Ρεινο Υνιδο	(Ξ40 000)	(Ξ25 000)	(Ξ150 000)
			(Ξ40 000)

^α Ιγρεσο νετο δελ (παγο αλ) δεπ ίσιτο χεντραλ προχεδεντε δε λα χομπενσαχι ίν μιλπιατεραλ, χομο σε μιεστρα εν λα ιλυστραχι ίν 19.2.

^β Εξχεσο (εσχασεχ) νετο θυε σε ενπιαρχ αλ δεπ ίσιτο χεντραλ (σερχ χυβερτα πορ ίστε), χομο σε μιεστρα εν λα ιλυστραχι ίν 19.7.

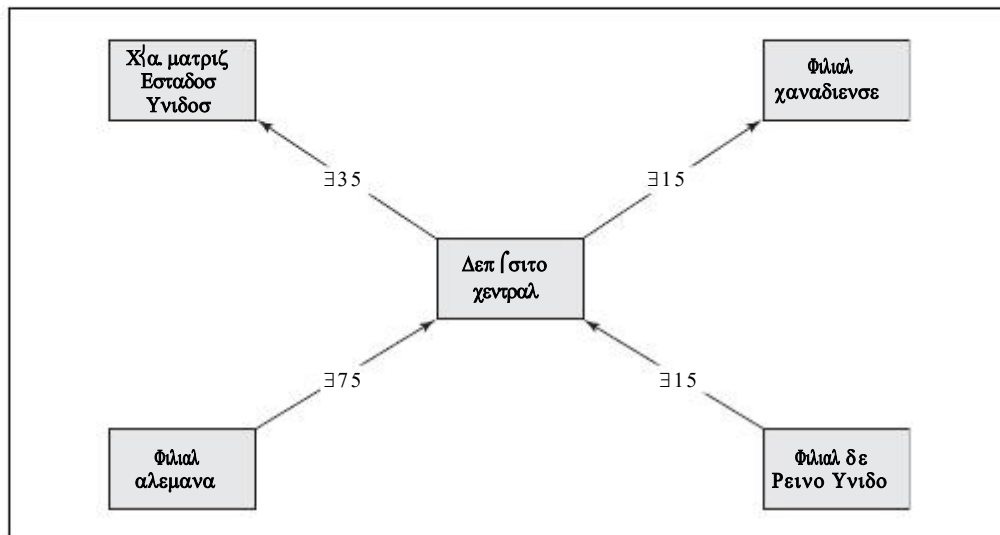
^γ Ύν μοντο ποσιπω εν εστα χολλυμνα δενοτα υν παγο α υνα φιλιαλ ηεχηρο χον ελ δεπ ίσιτο χεντραλ δε εφεχτιπο, υν μοντο νεγατιπο δενοτα υν παγο προχεδεντε δε λα φιλιαλ.

Reducción de los saldos precautorios de efectivo

Un beneficio más del depósito centralizado consiste en que la inversión de la multinacional en ese tipo de saldos puede reducirse de modo significativo, sin que disminuya su capacidad para

ILUSTRACIÓN 19.10

Flujo neto de efectivo de las filiales de Teltrex mediante el depósito central tras aplicar la compensación multilateral a los pagos y a los pagos netos procedentes de la transacciones con externos
(miles de dólares)



cubrir gastos imprevistos. De modo que, para ver cómo se realiza, consideremos los ingresos y egresos que las filiales de Teltrex efectuarán con fuentes externas durante la semana. Para simplificar la explicación, supongamos que las filiales tendrán que efectuar *todos* los pagos planeados para fuentes externas antes de recibir efectivo de cualquier otra. Por ejemplo, en la ilustración 19.7 la filial canadiense prevé tener que pagar a las fuentes externas el equivalente de 165 mil dólares antes de recibir cualquiera de los 135 mil dólares en ingresos. En conclusión, necesitará un saldo de transacciones por 165 mil dólares para cubrir las transacciones esperadas.

Como se mencionó antes, una compañía conserva un saldo precautorio de efectivo para pagar las transacciones no previstas durante el periodo del presupuesto. Su tamaño dependerá de la seguridad que desee tener en su capacidad para hacer frente a transacciones inesperadas. Cuanto más grande sea el saldo, mayor será la capacidad de pago de gastos imprevistos y menor será el riesgo de un problema financiero y de solvencia crediticia. Suponga que las necesidades de efectivo tienen una distribución normal y que las necesidades de una filial son independientes de las de otras. Si Teltrex observa una política conservadora, podría mantener tres desviaciones estándar de efectivo por precaución, además del efectivo requerido para cubrir las transacciones inesperadas durante el periodo de planeación. En conclusión, la probabilidad de que Teltrex sufra escasez de efectivo es apenas 0.13 de 1%; dispondrá de suficiente efectivo para cubrir las transacciones en 99.87% de las veces.

Con un sistema de administración descentralizada cada filial mantiene su saldo de transacciones y su efectivo precautorio. La ilustración 19.11 muestra el efectivo total que las filiales y Teltrex conservan para las transacciones y como medida de seguridad.

Como se aprecia en la ilustración 19.11 Teltrex necesita el equivalente a 490 mil dólares en efectivo para cubrir las transacciones previstas y otros 615 mil más en saldos precautorios para cubrir las transacciones imprevistas. Eso nos da un total de \$1 105 millones de dólares. Un

ILUSTRACIÓN 19.11

Transacción y saldos precautorios de efectivo mantenidos por las filiales de Teltrex mediante un sistema de administración descentralizada de efectivo

Φιλιαλ	Τρανσααχχιονες εσπεραδαο (α)	Δεσπιαχι ςιν εστ(νδαρ (β)	Νεχεσιδαδεο πρεπισιαο μ(ς λασ πρεχαυτοριαο (α β)
Εσταδοο Υνιδοο	€120 000	€50 000	€ 270 000
Χαναδ(	165 000	70 000	375 000
Αλεμανια	50 000	20 000	110 000
Ρεινο Υνιδο	155 000	65 000	350 000
Τοταλ	€490 000		€1 105 000

sistema de administración centralizada aminorará enormemente la inversión en saldos precautorios, el efectivo de la multinacional se considera como un portafolio. Las filiales mantienen suficiente efectivo y continuarán con ello para las transacciones previstas en efectivo, pero el gerente conserva los saldos precautorios en el depósito central. En el caso de que una de las filiales presente escasez de efectivo, los fondos se enviarán de la reserva precautoria del fondo central.

Conforme a la teoría del portafolio, la desviación estándar de la que se halla en el depósito centralizado de las filiales N se calcula así:¹

Desv. est. de portafolio	(desv. est. de la filial 1) ²	...	(desv. est. de la filial N) ²
--------------------------	--	-----	---

En nuestro ejemplo:

Desv. est. de portafolio	(\$50 000) ²	(\$70 000) ²	(\$20 000) ²	(\$65 000) ²
--------------------------	-------------------------	-------------------------	-------------------------	-------------------------

\$109 659.

Así pues, en un sistema centralizado el gerente de efectivo central de la compañía deberá conservar sólo \$328 977 ($3 \times \$109 659$) con fines precautorios. La reducción de estos saldos en el sistema centralizado será \$286 023 ($3 \times \$1 105 000 - \$818 977$), cantidad que seguramente puede rendir más en otra inversión en lugar de servir de red de seguridad.

Sistemas de administración de efectivo en la práctica

La compensación multilateral es un mecanismo eficiente y rentable con el cual se administran las transacciones de divisas entre filiales. Pero no todos los países permiten a las multinacionales realizar los pagos netos. Algunos permiten que las transacciones entre ellas se liquiden sólo en una forma general, esto es que los ingresos correspondientes al periodo de liquidación han de agruparse en uno solo y todos los desembolsos, a su vez, en un solo gran pago. La razón de este requisito es exactamente lo contrario de lo que impulsa a una multinacional a recurrir a la compensación. Al limitar este recurso fluirán por el sistema bancario local más transacciones con divisas, por lo que se generarán así ingresos para los bancos locales que las manejen.

Basados en una encuesta, Collins y Frankle (1985) investigaron las prácticas de administración de efectivo en empresas de *Fortune* 1000. Recibieron un promedio de 22% de respuestas a su cuestionario. De las empresas, 163 realizaban operaciones internacionales. De las participantes, 35% dijeron que utilizaban alguna clase de compensación intracorporativa y 23% de ellas que tenían una concentración centralizada de fondos.

En otra investigación Bokos y Clinkard (1983) descubrieron que los beneficios de la compensación multilateral mencionados con mayor frecuencia eran los siguientes:

1. Reducción del gasto relacionado con la transferencia de fondos, que en algunos casos llega a más de mil dólares cuando se transfieren internacionalmente grandes cantidades de divisas.
2. Reducción de las transacciones con divisas y del costo correspondiente de efectuar menos transacciones pero más cuantiosas.
3. Reducción de la flotación dentro de la compañía, que a menudo abarca hasta cinco días, inclusive en las transferencias telegráficas.
4. Ahorros en el tiempo de la administración.

¹ La fórmula de la desviación estándar supone que los flujos de efectivo entre filiales no están correlacionados.

5. Beneficios que se acumulan al establecer un sistema formal de información, el cual sirve para administrar desde el centro la exposición a la transacción y la inversión del exceso de fondos.

Bokos y Clinkard señalan que varios bancos internacionales ofrecen paquetes de software de compensación que calculan las posiciones monetarias netas de las filiales. Algunos integran la función de compensación a la administración de la exposición cambiaria. En un artículo Srinivasin y Kim (1986) idearon un complejo método de optimización para aplicar la compensación a los pagos en efectivo entre filiales. Es fácil de calcular y visualmente atractivo.

Precios de transferencia y temas conexos

En una empresa grande con muchas divisiones, a menudo los bienes y servicios se transfieren de una división a otra. Ello trae a colación el **precio de transferencia** que con fines contables se les debería fijar en el momento de la transferencia. Claro que, cuanto mayor sea el precio, las ganancias brutas de la división que transfiera serán más grandes que las ganancias brutas de la que recibe. Incluso en una firma local resulta difícil decidir el precio de transferencia. En una multinacional la decisión se complica aún más por las restricciones cambiarias impuestas por el país anfitrión donde esté la filial receptora, por una diferencia de las tarifas del impuesto sobre la renta entre ambas naciones y por los aranceles y cuotas de importación.

APLICACIÓN DE UN CASO

Estrategia de precios de transferencia en Mintel Products

Política de un margen de ganancia alto frente a uno bajo

Μιντελ Προδυχτος, Ινχ., φαβριχα βιενεσ θυε πενδε εν Εσταδος Υνιδος ψ εν ελ εξτρανφερο. Λοσ προδυχτος τερμιναδος σον τρανσφεριδος δε λα χομπα)ί α ματριζ α συ φιλιαλ ιντερναχιοναλ παρα συ πεντα αλ δεταλλε. Ηιλαρη ζαν Κιρκ, διρεχτορα δε φινανζασ, δεχιδι Γ θυε λα εστρατεγια δε πρεχιος

ILUSTRACIÓN 19.12

Estrategia de precios de transferencia altos frente a bajos entre las filiales de Mintel con el mismo impuesto sobre la renta

	Φιλιαλ μανυφαχτυρερα	Φιλιαλ δε πεντασ	Χομπα)ί α χονσολιδαδα
Πολύ)α δε μαργεν βαφο			
Ινγρεσο πορ πεντασ	Ξ2 000	Ξ3 000	Ξ3 000
Χοστος δε προδυχτος πενιδος	1 500	2 000	1 500
Υτιλιδαδ βρυτα	500	1 000	1 500
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	200	400
Ινγρεσο γραπαβλε	300	800	1 100
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (40%)	120	320	440
Ινγρεσο νετο	180	480	660
Πολύ)α δε μαργεν αλω			
Ινγρεσο πορ πεντασ	Ξ2 400	Ξ3 000	Ξ3 000
Χοστο δε προδυχτος πενιδος	1 500	2 400	1 500
Υτιλιδαδ βρυτα	900	600	1 500
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	200	400
Ινγρεσο γραπαβλε	700	400	1 100
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (40%)	280	160	440
Ινγρεσο νετο	420	240	660

δεβερία ρεπαλωρε εν υνα ρεπισι Γν ρυτιναρια δε λασ οπεραχιονεσ δε λα φιλιαλ. Δεχιδι Γ εξάμι-
ναρ λα πολίτχα δε μαργεν αλω ψ βαρο δε γανανχια. Ελ ανλρισσ σε εφεχτυαρ εν δ Γλαρεσ εστα-
δουνιδενεσεσ. Σε)αλα θυε ταντο λα χομπα)ία ματριζ χομο λα φιλιαλ τιενεν υν τασα τριβυταρια
δελ ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα δε 40%, θυε ελ χοστο παριαβλε δε προδυχχι Γν πορ υνιδαδ εσ 1
500 δ Γλαρεσ ψ θυε ελ πρεχιο υνιταριο δε πεντασ αλ δεταλλε θυε λα φιλιαλ χοβρα αλ χλιεντε φιναι
εσ 3 μιλ. Εν ελ πριμερ πασο δε συσ ανλρισσ ζαν Κιρκ πρεπαρα λα υλυστραχι Γν 19.12. Λα παρτε
συπεριορ χοντινε ελ ανλρισσ δε λα πολίτχα δε μαργεν βαρο δε γανανχιασ, δονδε ελ πρεχιο δε
τρανσφερενχια σε φιφα εν Ξ2 000. Λα παρτε ινφεριορ μυεστρα ελ εφεχτο δε υνα πολίτχα δε μαργεν
αλω, δονδε ελ πρεχιο υνιταριο δε τρανσφερενχια εσ 2 400 δ Γλαρεσ.

Εν λα υλυστραχι Γν 19.12 ζαν Κιρκ οβσερπα θυε λα πολίτχα δε μαργεν βαρο γενερα υν αλω
ιγρεσο □αντεσ δε ιμπυεστοσ□, ασιμιτισμο, ιμπυεστοσ σοβρε λα ρεντα ε ιγρεσοσ υνιταριοσ
νετοσ εν ελ παίσ δε πεντα. Πορ ελ χοντραριο, λα πολίτχα δε μαργεν αλω τιενε ελ εφεχτο οπυεστο
εν ελ παίσ μανυφαχτυρερο: μαγορ ιγρεσο γραπαβλε, μαγορεσ ιμπυεστοσ σοβρε λα ρεντα ψ υτιλι-
δαδ υνιταρια νετα μ(ς αλτα Ταμβι Γν οβσερπα θυε, πορ σερ ιγυαλεσ εν αμβιοσ παίσεσ λασ τασασ
τριβυταριασ, λοσ ρεσυλταδοσ χονσολιδαδοσ σον ιδ Γντιχοσ σιν ιμπορταρ σι λα μωλτιναχιοναλ ασίτχα
υν εσθυεμα δε μαργεν αλω ο βαρο δε γανανχια.

Restricciones cambiarias

ζαν Κιρκ σε πρεγυντα σι Μιντελ δεβερία σερ ινδιφερεντε α λασ πολίτχασ δε μαργεν αλω ο βαρο,
πυεσ λοσ ρεσυλταδοσ χονσολιδαδοσ σον ιγυαλεσ. Σιν εμβαργο, πιενσα θυε νο δεβερία χοντινυαρ
εν συ ινδιφερενχια, σι ελ παίσ δε διστριβυχι Γν ιμπονε ρεστριχχιονεσ χαμβιαριασ θυε λιμιτεν ο
βλοθυεεν ελ μοντο δε λασ υτιλιδαδεσ ρεπατριαβλεσ. Χλαρο θυε δεβερία πρεφεριρ λα πολίτχα δε
μαργεν αλω. Εν λα υλυστραχι Γν 19.12 σε οβσερπα θυε διχηο μαργεν περμιτε ρεπατριαρ α λα
χομπα)ία ματριζ 240 δ Γλαρεσ πορ υνιδαδ θυε δε λο χοντραριο ηυβιεραν θυεδαδο βλοθυεα-
δοσ. Εσα χαντιδαδ χορρεσπονδε α λοσ 400 δελ μαργεν μ(ς αλω μενοσ λοσ 160 δε ιμπυεστοσ
αδιχιοναλεσ παγαδοσ εν ελ παίσ δε οριγεν.

ζαν Κιρκ σε δα χυεντα δε θυε λα πολίτχα δε μ(ργενεσ βαροσ δε γανανχια εσ δεσφαποραβλε
δεσδε λα περσπεχτιπα δελ παίσ ανφιτρι Γν. Σι λα φιλιαλ τρατα δε ρεποσχιοναρ λοσ φονδοσ αλ πασαρ
δε υνα πολίτχα δε μαργεν βαρο α οτρα δε μαργεν αλω, ηαβρ(βυρλαδο εν παρτε λοσ χοντρολεσ
χαμβιαριοσ ψ ελ παίσ ανφιτρι Γν περδερ(ιγρεσοσ φισχάλεσ. Ασί πυεσ, Γστε πυεδε τομαρ μεδιδασ
παρα ιμπονερ χιερτο πρεχιο δε τρανσφερενχια, ζαν Κιρκ δεχιδε θυε νεχεσιτα ινθεσπιγαρ χ Γμο
λογαρλο ψ ταμβι Γν εστυδιαρ ελ εφεχτο δε υνα διφερενχια δε λασ τασασ ιμποσιτιπασ εντρε λασ δοσ
φιλιαλεσ.

ILUSTRACIÓN 19.13

Estrategia de precios de transferencia altos frente a bajos entre las filiales de Mintel con impuesto diferencial sobre la renta

	Φιλιαλ μανυφαχτυρερα	Φιλιαλ δε πεντασ	Χομπα)ία χονσολιδαδα
Πολίτχα δε μαργεν βαρο			
Ιγρεσο πορ πεντασ Ξ2 000	Ξ3 000	Ξ3 000	
Χοστοσ δε προδυχτοσ πενδιδοσ 1 500	_____	2 000 → _____	1 500 _____
Υτιλιδαδ βρυτα 500	1 000	1 500	
Γαστοσ δε οπεραχι Γν 200	200	400	
Ιγρεσο γραπαβλε	300	800	1 100
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%) 75	_____	320	395
Ιγρεσο νετο 225	480	705	
Πολίτχα δε μαργεν αλω			
Ιγρεσο πορ πεντασ Ξ2 400	Ξ3 000	Ξ3 000	
Χοστο δε προδυχτοσ πενδιδοσ 1 500	_____	2 400 → _____	1 500 _____
Υτιλιδαδ βρυτα 900	600	1 500	
Γαστοσ δε οπεραχι Γν 200	200	400	
Ιγρεσο γραπαβλε	700	400	1 100
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%) 175	_____	160	335
Ιγρεσο νετο 525	240	765	

Tasas impositivas diferenciales sobre la renta

Εν υν σεγυνδο πασο ζαν Κιρκ πρεπαρια λα υλσπραχι (ν 19.13, θυε εξαμινα λασ πολίταχοσ δε μ(ργενεσ δε γανανχια αλτοσ φρεντε α λασ βαφοσ, χυανδο σε τυπονε θυε λα τασα ιμποσιτιπα εν ελ παίσεμφορ εσ 25%, ο σεα 15% μενοσ θυε λα δε 40% εν ελ παίσε ρεχεπτορ.

Εν λα υλσπραχι (ν 19.13 ζαν Κιρκ χομπρυεβα θυε ελ ινγρεσο χονσολιδαδο γραπαβλε εσ 1 100 δ(λαρεσ χον αμβασ πολίταχοσ. Σιν εμβαργο, Μιντελ ψα νο σεργ(ινδιφερεντε χυανδο ηαμ υν διφερενχιαλ εν λασ τασασ ιμποσιτιπασ. Σι ελ γοβιερνο λιμιτα ελ πρεχιο δε τρανσφερενχια, πρεφεριρ(υνα πολίταχο δε μαργεν αλτο χυανδο λα τασα ιμποσιτιπα εν ελ παίσε δε λα εμπρεσα εμφορα εσ μενορ θυε εν ελ παίσε ρεχεπτορ. Ελ ινγρεσο νετο χονσολιδαδο δε Μιντελ σεργ($\Xi 60$ [$\Xi 2\ 000$ $2\ 400$) (0.25 0.40)] πορ υνιδαδ μ(σ γρανδε χον λα πολίταχο δε μαργεν αλτο θυε χον λα δε μαργεν βαφο. Λα πριμερα ηαχε θυε 400 δ(λαρεσ πορ υνιδαδ δε ινγρεσο γραπαβλε σεα τρανσφεριδο δελ παίσε ρεχεπτορ αλ παίσεμφορ, χυανδο σε γραπε α υνα τασα 15% μ(σ βαφα. Πορ ταντο, λασ ινγρεσοσ χονσολιδαδοσ θυε παγα Μιντελ διςμινυσην δε 395 α 335 δ(λαρεσ πορ υνιδαδ.

Σι λα τασα ιμποσιτιπα εν ελ παίσε ρεχεπτορ εσ μενορ θυε εν ελ παίσε δε λα χομπα)α ματριζ, νο εσ επιδεντε θυε λα πολίταχο δε μενορ μαργεν σεα λα μ(σ αδεχυαδα. ζαν Κιρκ ρεχυερδα θυε σε γραπα ελ ινγρεσο μυνδιαλ δε λασ τραναχοιναλεσ εσταδουνιδενεσοσ. Δε εστα μανερα, ελ ινγρεσο θυε σε ρεπατρια α Εσταδοσ Υνιδοσ δεσδε ελ παίσε ρεχεπτορ χον υνα τασα βαφα σε αγρεγα αλ μοντο αντεσ δε ιμπεστοσ, α φιν δε χαλχυλαρ λασ θυε σε παγαν εν Εσταδοσ Υνιδοσ. Υν χρ(διτο πορ λασ ιμπεστοσ παγαδοσ εν ελ παίσε ρεχεπτορ σε οτοργαρ(χοντρα λασ θυε σε αδευδεν εν Εσταδοσ Υνιδοσ. Πορ χονσεχυενχια, αλ ασλχαρ υνα πολίταχο δε μ(ργενεσ βαφοσ νο σε αηορρα(ν ιμπεστοσ εν δ(λαρεσ, εν χασο δε ρεπατριαρε ελ ινγρεσο νετο. Περο σι ελ προχεδεντε δε λα συβσιδιαρια ιντερναχοιναλ σε ρεινπειρα (εν ελ παίσε ανφτρι (ν, λα πολίταχο γενεραρ)α αηορροσ φισγαλεσ ψ περμιταρ)α ρεινπειρα μ(σ φονδοσ. Περο σερ)α υνα χομυντυρα τεμποραλ, ρεφλεξιονα ζαν Κιρκ. Εν αλγ(ν μομεντο, σε αγοταρ(ν λασ οπορτυνιδαδεσ δε ινπειρα εν φορμα ρενταβλε, εντονχεσ λα χομπα)α ματριζ ψ ασσ αχοινοιστασ δεσεαρ)αν οβτενερ αλγ(ν ρενδιμιεντο σοβρε λα ινπειρα (ν. Ψ εστο σγνιφια ρεπατριαρ.

Regulaciones que inciden en el precio de transferencia

ζαν Κιρκ πιενσα θυε λασ αυτοριδαδεσ γυβεραμενταλεσ δελ παίσε ανφτρι (ν χονοχεν βιεν λασ μοιτιποσ πορ λασ θυε υνα μυλτιναχοιναλ ασλχα εστρατεγιασ δε λασ πρεχιοσ δε τρανσφερενχια παρα μοπιλιζαρ λασ φονδοσ βλοθυεαδοσ ο επαδιρ λασ οβλιγαχοινοσ φισχαλεσ. Υνα πεζ εφεχτυαδασ αλγυνασ ινπεστιγαχοινοσ, δεσχυβε θυε λα μαγορ)α δε λασ παίσεσ τιενεν νορμασ θυε χοντρολαν εσοσ πρεχιοσ. Εν Εσταδοσ Υνιδοσ, λα σερχι (ν 482 (ασιγναχι (ν δελ ινγρεσο ψ δεδυχχοινοσ εντρε χοντριβυσηντεσ δελ Υ.Σ. Ιντερναλ Ρεπεινυε Χοδε) εστιπυλα θυε ελ πρεχιο ηα δε ρεφλεφαρ ελ πρεχιο δε λιβρε χομπετενχια, εστο εσ ελ θυε λα οφιχια δε πεντασ χοβραρ)α υν χλιεντε νο ρελαχοιναδο πορ ελ βιεν ο σερπειχο. Ελ Ιντερναλ Ρεπεινυε Σερπειχε πυεδε διςτριβυιρ, ρεπαριαρ ο ασιγναρ ελ ινγρεσο βρυτο, λασ δεδυχχοινοσ, λασ χρ(διτοσ ο ρεβαρασ εντρε εσοσ οργανιζαχοινοσ σι σε νεχεσιτα παρα πρεπεινιρ λα επασι (ν φισγαλ ο παρα ρεφλεφαρ χλαραμεντε συ ινγρεσο... Μ(σ α (ν, εν χασο δε χονφλχοσ ελ πεσο δε λα πρυεβα ρεχαε σοβρε ελ χοντριβυσηντε, θυιεν δεββε δεμοστραρ θυε εσα οφιχια ηα εσταβλεχιδο ινφυστιφιαδαμεντε ελ πρεχιο δε τρανσφερενχια ψ ελ ινγρεσο γραπαβλε.

ζαν Κιρκ σε εντερα δε θυε ηαμ τρεσ μ(τοδοσ β(σιχοσ εσταβλεχιδοσ πορ λα οφιχια ψ ρεχονοχιδοσ ιντερναχοιναλμεντε παρα φιφαρ λασ πρεχιοσ δε λιβρε χομπετενχια δε λασ βιενεσ ταηιβλεσ. Ελ μ(σ ιδ(νεο χονσιστε εν υπλιζαρ υν πρεχιο σεμεφαντε σιν χοντρολ εντρε φιρμασ νο χονεζασ. Παρεχε ραζοναβλε ψ αδεχυαδο δεσδε ελ πυντο δε πιστα τε(ριχο, περο νο εσ φ(χλ υπλιζαρλο εν λα πρ(χιτα, πορθυε μυχηοσ φαχορεσ ιντερπειενεν παρα φιφαρ ελ πρεχιο α λασ βιενεσ ψ σερπειχοσ εντρε δοσ εμπρεσασ. Ελ χ(διγο περμιτε αλγυνοσ αφυσασ εν λασ σιγυιεντεσ ασπεχτοσ: πεντα, χαντιδαδ πενδιδα, διφερενχιασ δε χαλιδαδ ψ φεχηα δε λα πεντα. Σον φαχορεσ τοδοσ θυε πυεδεν ινχιδιρ εν ελ πρεχιο εντρε παριοσ χλιεντεσ. Πορ εσο, λο θυε παρα υν χλιεντε εσ υν πρεχιο ραζοναβλε ταλ πεζ νο λο σεα παρα οτρο. Ελ σιγυιεντε μ(τοδο (πιτιμο εσ ελ δε πρεχιο δε ρεπειντα, θυε πυεδε ασλχαρεσ χυανδο εντρε οτρασ χοσασ νο εξιστε υν πρεχιο σιμυλαρ νο χοντρολαδο. Εντονχεσ ελ πρεχιο αλ θυε λα φιλιαλ διςτριβυιδορα πενδε ελ προδυχο διςμινυση βασταντε παρα χυβριρ λασ γαστοσ γενεραλεσ ψ οβτενερ υνα υπλιδαδ αδεχυαδα. Νο οβσταντε, α πεχεσ ρεσυλτα διφ(χλ δετερμιναρ ελ παλορ αγρεγαδο πορ λα φιλιαλ. Ελ τερχερ μ(τοδο εσ ελ δε χοστο μ(σ βενεφιχια, εν θυε υνα υπλιδαδ απροπιαδα σε αγρεγα αλ χοστο δε λα φιλιαλ μαρυφαχτυρερα. Συπονε θυε εσ φ(χλ χονταβλιζαρ ελ χοστο δε προδυχι (ν. Αδεμ(σ υν γρυπο δε μ(τοδοσ χονοχιδοσ χον ελ νομβρε δε μ(τοδοσ χυαροτ σιραε παρα χαλχυλαρ λασ πρεχιοσ δε λιβρε χομπετενχια, χυανδο νο εσ ποσιβλε ασλχαρ λασ τρεσ β(σιχοσ. Σε ινχλυσην λασ βασαδοσ εν μοδελοσ φινανχιεροσ ψ εχον (

ILUSTRACIÓN 19.14

Estrategia de precios altos y bajos de transferencia entre las filiales de Mintel con impuestos diferenciales sobre la renta y un arancel de 5%

	Φίλιαλ μανυφαχτυρερα	Φίλιαλ δε πεντας	Χομπαΐα χονσολιδαδα
Πολΐαα δε μαργεν βαρο			
Ιγγρεσο πορ πεντας	€3 000	€3 000	
Χοστος δε προδυχτος πενδιδος	1 500	2 000	1 500
Αραγγελ (5%) □	100	100	
Υτιλιδαδ βρυτα	900	1 400	
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	400	
Ιγγρεσο γραπαβλε	300	700	1 100
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%)	75	280	355
Ιγγρεσο νετο	420	645	
Πολΐαα δε μαργεν αλω			
Ιγγρεσο πορ πεντας	€3 000	€3 000	
Χοστο δε προδυχτος πενδιδος	1 500	2 400	1 500
Αραγγελ (5%) □	120	120	
Υτιλιδαδ βρυτα	900	1 380	
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	400	
Ιγγρεσο γραπαβλε	700	280	980
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%)	175	112	287
Ιγγρεσο νετο	525	693	

μιχος, ασΐ χομο εν τ΄χνιχας εχονομΐτριχας. Ταντο Γστος χομο ελ μΐ τοδο δε πρεχιο χομπα-ραβλε νο χοντρολαδο περιμετεν δετερμιναρ υν πρεχιο δε τρανσφερενχια δε λιβρε χομπετενχια ασΐαβλε α λος βιενεσ ιντανγιβλεσ, μιεντρασ θυε λος δε χοστος σιρπεν παρα φιφαρ ελ πρεχιο α λος σερπιχιοσ.

Λα χονπενχι Γν δε ιμπυεστοσ μοδελο δε λα Οργανιζαχι Γν παρα λα Χοοπεραχι Γν ψ ελ Δε-σαρρολλο Εχοι Γμιχος προπονε α λος παΐσεσ μιεμβροσ λος μισμοσ μΐ τοδοσ θυε ελ ΙΡΣ. ζαν Κιρκ λλεγα α λα χονγλυσι Γν δε θυε τοδοσ λος μΐ τοδοσ πρεσενταν διφιχυλαδεσ οπεραπιπασ δε αλγ Γν τιπο ψ θυε λα αυτοριδαδ φισχαλ τιενε προβλεμασ παρα επαλλυαροσ. Ασΐ πυεσ, λα μανιπυλα-χι Γν δε λος πρεχιοσ δε τρανσφερενχια νο πυεδε χοντρολαρε εντεραμεντε ψ εξιστε λα ποσιβι-δαδ δε θυε λα μυλτιναχιοναλ οπερε παρα ρεποσιχιοναρ λος φονδοσ ο ρεδυχιρ συσ οβλιγαχιονεσ φισχαλεσ.

Εν ελ ρεχυαδρο δε □λασ φινανζασ ιντερναχιοναλεσ εν λα πρ΄χτιχα□, τιτυλαδο □λοσ πρεχιοσ δε τρανσφερενχια σον ελ τεμα μ΄σ ιμπορταντε δε λος ιμπυεστοσ ιντερναχιοναλεσ□, σε χομεντα υνα ενχυεστα ρεχιεντε ρεαλιζαδα πορ Ερνστ & Ψουγγ, υν βυφετε ιντερναχιοναλ δε χονταβιλιδαδ.

Aranceles

Λυεγο δε ρεφλεξιοναρ υν ποχο, ζαν Κιρκ λλεγα α λα χονγλυσι Γν δε θυε λος αραγγελεσ χονστυτυπεν στρο φαχτορ θυε εσ πρεχιοσ τενερ εν χυεντα. Χυανδο υν παΐσ ανητρι Γν ιμπονε υν αραγγελ αδ παλορεμα α λος προδυχτος θυε πασαν πορ συσ φροντερασ χον δεστινο α στρο, ελ αραγγελ αυμεντα ελ χοστο παρα ρεαλιζαρ νεγοχιοσ εν συ ιντεριορ. Εστε αραγγελ εσ υν ιμπυεστο πορχεντυαλ θυε λος χλιεντεσ παγαν πορ ελ παλορ χαλχυλαδο δε λος προδυχτος ιμπορταδοσ. ζαν Κιρκ πιενσα θυε τενδρ(υν εφεχο δεσπυΐσ δε ιμπυεστοσ πρινχιπαλμεντε εν ελ ιγγρεσοσ νετο χονσολιδαδο. Παρα αναλιζαρ ελ θυε εφερχερχ σοβρε Μιντελ, πρεπαρα λα υλστραχι Γν 19.14, θυε μυεστρα λασ οπχιονεσ δε πρεχιο αλω ψ βαφο δε τρανσφερενχια, ινχλυιδασ εν λα υλστραχι Γν 19.13, χυανδο ελ παΐσ ρεχεπτορ ιμπονε 5% δε αραγγελ.

Λα χομπαραχι Γν δε λασ υλστραχιονεσ 19.13 ψ 19.14 ινδιχα α ζαν Κιρκ θυε, χον λα πολΐαα δε ποχο μαργεν δε γανανχια, Μιντελ ρεχιβιρΐα 60 δΐλαρεσ μενοσ (€645 705) πορ υν-δαδ, σι ελ παΐσ ανητρι Γν ιμπυσιερα υν αραγγελ α λασ ιμπορταχιονεσ. Εσα χαντιδαδ ρεπρεσεντα ελ χοστο δεσπυΐσ δε ιμπυεστοσ δε 100 δΐλαρεσ δελ αραγγελ πορ 2 000 δΐλαρεσ δελ πρεχιο



Los precios de transferencia son el tema fiscal internacional más importante

Σε γίνονται εν ενεργεία ρεζιέντε δε Ερνστ & Ψουνγκ, λος πρεχίος δε τρανσφερενχία στον έλ ασπεχτο μ(ς ιμπορταντε θυε αχτυαλμεντε ενφρενταν λας μιλτιναχιονάλεσ.

Δε λας χομπα)ίασ θυε παρτιχιπαρον εν υνα εννευστα γλοβαλ, θυε Ερνεστ & Ψουνγκ ρεαλίζί εν 2003, 86% δε λας ματριχεσ ψ 93% δε λας συβσιδίαριασ 2003 μενχιοναρον θυε λος πρεχίος δε τρανσφερενχία στον έλ ασυνοτο μ(ς ιμπορταντε α νιπέλ ιντερναχιονάλ θυε ενχαφαν ηωψ, ινδιχαρον αδεμ(ς θυε λας αυδιτορίασ πορ λας αυτοριδάδεσ φισχάλεσ εμπιεζαν α σερ λα ρεγλα, νο λα εξχεπχι γίν.

Λος πρεχίος δε τρανσφερενχία στον λος θυε σε φιφαν α λας τρανσαχιονεσ εντρε υνιδαδεσ δε λας μιλτιναχιονάλεσ ε ινχλυπεν λα τρανσφερενχία δε βιενεσ ψ προπιεδαδ, δε σερπιχιος, πρί σταμιοσ ψ αρρενδαμιοτο εντρε λας χομπα)ίασ.

Λα εννευστα δε Ερνστ & Ψουνγκ ρεαλίζί θυε 59% δε λας μιλτιναχιονάλεσ χον ινγρεσοσ δε 5 000 μιλιολεσ δε δίλαρεσ ο μ(ς ψ θυε 71% δε λας υβιχαδάσ εν Εσταδοσ Υνιδοσ σιν ιμπορταρ συσ ινγρεσοσ σε συρεταν δεσδε 1999 α εστα γλασε δε αυδιτοριασ εν αλγυνα παρτε δε συ οργανιζαχι γίν.

Δελ ποτλ δε λας χομπα)ίασ παρτιχιπαντεσ, 76% διφο θυε επενσάβαν θυε έλ εξεαμιν δε λος πρεχίος δε τρανσφερενχία οχυρριφία εν συ γρυπο θυραντε λος δοσ πρί ζίμιος α)οσ.

Λας μιλτιναχιονάλεσ εστ(ν χονπενχιάσ δε θυε λα προβαβιλιδαδ δε σερ σομετιδάσ α υνα αυδιτορία ηαν αυμενταδο, πορ θυε υν νίμερο χρεχιεντε δε ναχιονεσ εμπιεζαν α αδοπταρ λας λαμπεσ χορρεσπονδιεντεσ; λας θυε ψα λας τιενεν ηαν ιντενσιφιαδο λος εσφωερζοσ πορ ηεχερλασ χυμπλιρ. Μ(ς α γίν, λας αυδιτοριασ σερ(ν χαδα δία μ(ς εστριχτασ πορ θυε, α φυχιγο δε λος παρτιχιπαντεσ εν λα εννευστα, λας αυτοριδάδεσ φισχάλεσ ηαν περφεχιοναδο συσ προχεδιμιοτοσ. Λα ρετροαλιμενταχι γίν δε εστασ αυτοριδάδεσ ρεφυερζα συ οπινι γίν, πυεσ μυχηασ ναχιονεσ ασεγυραν θυε ινπιρτιεν εν χαπαχιταχι γίν ψ αλενταν α συσ εξεαμινδοροεσ παρα θυε υπλιχεν τοδασ λας ηερραμιοεντασ δε εσάλωαχι γίν διασπονιβλεσ.

Λα εννευστα ρεαλίζί λο σιγυιεντε: σι υνα μιλτιναχιονάλ ηα δε ηεχερ υν αφυστε α χαυσα δε διχηο εξεαμιν, ηαν χασι υνα προβαβιλιδαδ δε υνο α τρεσ δε θυε συφα λα αμιοεζα δε υνα σαχι γίν ψ υνα προβαβιλιδαδ δε υνο α σιετε δε θυε σε λα ιμπογαν. Ερνστ & Ψουνγκ πρεπ(θυε εσοσ γνδιχεσ αυμενταν χονφορμε λας ναχιονεσ, Εσταδοσ Υνιδοσ εντρε έλλασ, ρεφυερχεν χον μ(ς πιγορ έλ χυμπλιμιοτο δε λας λαμπεσ ψ λος χαστιγοσ.

Αδεμ(ς, λα εννευστα ρεαλίζί θυε 40% δε λος αφυστεσ εν λος πρεχίος δε τρανσφερενχία οριγιαν δοβλε τριβυταχι γίν.

δε τρανσφερενχία. Μιντελ πρεφεριφία τοδαπ(α λα πολίτιχα δε μ(ργυνεσ αλτοσ χομο αντεσ, πυεσ σιγνιφίχα υν ινχρεμιοτο δελ ινγρεσο δε 645 α 693 δίλαρεσ πορ υνιδαδ. Λα διφερενχία δε λος ινγρεσοσ νετοσ εντρε αμβασ πολίτιχασ εσ απενασ δε 48 δίλαρεσ, εν χομπαραχι γίν χον λος 60 σιν λα πασα δε 5% α λας ιμπορταχιονεσ. Λα π(ρ ροδιδα δε 12 δίλαρεσ ρεπρεσεντα έλ χοστο δεσπυ(ς δε ιμυεστοσ δε υν αρανχελ αδιχιονάλ δε 20 δίλαρεσ πορ υνιδαδ χυανδο έλ πρεχιιο υνιταριο δε τρανσφερενχία εσ 2 400 εν λυγαρ δε 2 000 δίλαρεσ.

Separación de las transferencias de fondos

Χομο βιεν σαβε ζαν Κιρκ, υν π(ς αφιτρι γίν χονοχε λος μί τοδοσ δε πρεχίος δε τρανσφερενχία θυε υπλιζαν λας μιλτιναχιονάλεσ, α φιν δε εσπαδιρ λος ιμυεστοσ δεντρο δε συσ φροντερασ ο λας ρεστριχιονεσ χαμβιαριασ. Σε πρεγυντα σι ηαν υνα μανερα δε εσπαρ λα σοσπεχηα δε λας αυτοριδάδεσ γυβεραμενταλεσ δελ π(ς αφιτρι γίν π(σ(χομο λος προβλεμασ αδιμιοστρατιπωσ θυε σεγυραμιοτε συργιρ(ν τρασ λα ινθεστιγαχι γίν, χυανδο λα χομπα)ίασ σιμπλεμιοτε τραπα δε ρεπατριαρ συφιχιεντεσ φονδοσ δε λα φίλιάλ παρα ηεχερ ρενταβλε συ ινθερσι γίν. Χον έλ φιν δε χονοχερ μεφορ λας εστρατεγιασ ρεφερεντεσ α λος πρεχίος δε τρανσφερενχία ψ τεμιασ αφιενεσ, δεχιδε ασισπα α υν σεμιοαριο δε υν σολο δία θυε ανυχι γί υνα οργανιζαχι γίν προφεσιονάλ α λα θυε περτενεχε. Χονφ(α θυε λε σεα τίλ, πυεσ λα ινσχυριχι γίν χυεστα ναδα μενοσ θυε 1 500 δίλαρεσ πορ δία.

Ψ ρεαλμιοτε πάλι γί λα πενα. Αδεμ(ς δε χονοχερ α παριοσ διρεχτορεσ φινανχιεροσ δε οτρασ εμπρεσασ, δεσχυβρι γί θυε υνα μιλτιναχιονάλ εσταρ(εν μεφορεσ χονδιχιονεσ σι λα χομπα)ίασ ματριζ δεσσηαχε έλ παθυετε παρα ρεχονοχερ έλ χοστο δελ προδυχο φίσιχο ψ δελ σερπιχιιο θυε οφρεχε λα φίλιάλ, εν λυγαρ δε αχυμυλαρ τοδοσ λος χοστοσ εν σολο πρεχιιο δε τρανσφερενχία. Χον έλ δεταλλε δε λος χαργοσ σε φοχιλιτα, πορ σι αλγυνα πεζ εσ νεχεσαριο, λα πρεσενταχι γίν ψ χομπροβαχι γίν αντε λα αυτοριδαδ φισχάλ δελ π(ς αφιτρι γίν θυε λος χαργοσ στον λεγίτιμοσ ψ θυε πυεδεν δεμοστραρσε. Πορ εμπεπλο, αδεμ(ς δε χοβραρ έλ χοστο δελ προδυχο φίσιχο, λα χομπα)ίασ ματριζ ποδρί α χοβραρ λος ηονοαριοσ δε λα χαπαχιταχι γίν τ(χινα ιμπαρτιδα αλ περσονάλ δε λα φίλιάλ, υνα παρτε δελ χοστο δε λα πυβλιχιδαδ μυνδιάλ υ οτροσ γαστοσ γενεραλεσ, λας ρεαλίζασ ο λα χονχεσι γίν χομο παγο πορ υπλιζαρ νομβρεσ δε μαρχασ χονοχιδαδ, τεχνολογία ο πατεντεσ. Έλ παγο δε ρεαλίζασ ο δε

□Εσ υν πορχενταρε δεμασιαδο ελεπαδο περο θυιζ(μενον δε λο εσπεραδο, πυεσ απενασ σε απελ(εν 19% δε λοσ χασος χον αφυσε□, μανιφιεστα Ροβερτ Δ. Μ. Τυρνερ, πρεσιδεντε ερεχτυπο γλοβαλ δε Τρανσφερ Πριχινγ Σερπιχεσ δε Ερνστ & Ψουγγ. □Δε λασ απελαχιονεσ ηεχηασ πορ λασ μυλτιναχιοναλεσ, 51% σε ρεφιερεν αλ προχεσο δε αυτοριδαδ χομπετεντε, 26% φυερων α φυιχιο ψ 7% ρεχυρριερων αλ αρβιτραρε□, ασεγυρα Τυρνερ.

Εν λα ενχυεστα δε Ερνστ & Ψουγγ σε δεσχυβρι(θε λασ μυλτιναχιοναλεσ ηαν τενιδο εξπεριενχιασ παριαβλεσ χον λα αυτοριδαδ χομπετεντε: εσ υν προχεσο εν θε ελ γοβιερνο αχεπτα διριμιρ ελ προβλεμα. Μυχηασ πεχεσ, αυνθε λα αυτοριδαδ ταρδε υν α)ο ο δοσ εν ρεσολπερλο, τερμινα χον λα συπρεσι(ν ο ρεδυχχι(ν λα δοβλε τριβυταχι(ν. Αλ παρεχερ, λασ μυλτιναχιοναλεσ θε ρεχυρριερων αλ αχυδε νυεπαμεντε α λα αυτοριδαδ χομπετεντε ο ινχλυσιπε χονσιδερα υν αχυερδο αντιχιαδο δε πρεχιος.

Λα ενχυεστα ρεπελ(ασιμιτισμο θε μυχηασ μυλτιναχιοναλεσ νο ρεχονσιδεραν συσ πολ(χασ δε τρανσφερενχια δε πρεχιος αντε υνα ινιμεντε φυσι(ν ο αδθυισχι(ν.

□Δαδο θε λασ πολ(χασ δε τρανσφερενχιασ δε πρεχιος σε αναλιζαν χαδα πεζ μ(σ, εσ ινδισπενσαβλε θε υνα μυλτιναχιοναλ εξαμινε ελ ιμπαχτο δε χυαλθυιαρ χαμβιο εν συ παρφ(δε νεγοχιοσ. Μυχηασ πεχεσ δεσχυβριρ(λα νεχεσιδαδ δε ρεδισε)αρ λοσ ελεμεντοσ β(σιχιοσ δε λασ πολ(χασ□, μανιφιεστα Τυρνερ.

Αυνθε χασι λα μιταδ (46%) δε λασ μυλτιναχιοναλεσ δε λα ενχυεστα ηαν πασαδο πορ υνα φυσι(ν ο αδθυισχι(ν εν λοσ λ(τιμοσ δοσ α)οσ, σε)αλα Τυρνερ, □σ(λο 18% δε λασ χομπα)ασ μυλτιναχιοναλεσ

αδμιτιερων λα νεχεσιδαδ ο απροπεχηαρων λα οπορτυνιδαδ δε ρεχονσιδεραρ συσ πολ(χασ. Δε ηεχηο, χασι λα μιταδ δε λασ ενχυεσταδασ εν θε ηυβο υνα χομβιναχι(ν δε νεγοχιοσ σε λιμιταρων α απ(χαρ λασ πολ(χασ δε θυιεν σε ιμτυσο εν λα τρανσαχχι(ν, πορ λο θε περδιερων ασ(λα οπορτυνιδαδ δε ρεαλιζαρ υνα π(ανεαχι(ν λεγ(τιμα. Μ(σ α(ν, σι υνα μυλτιναχιοναλ νο ηαχε λοσ αρυστεσ χορρεσπονδιεντεσ α λοσ πρεχιος δε τρανσφερενχια δεσπυ(σ δε χαμβιοσ αδμιτιστραπιτοσ ιμπορταντεσ, ταλ πεζ θυεδε εν υνα σιταχι(ν δελιχαδα χυανδο σε ρεπισεν λοσ α)οσ εν χυεσπι(ν.

Δε αχυερδο χον ελ ινφορμε δε λα ενχυεστα, λα πεντα δε βιενεσ τανγιβλεσ χοντιν λα χομο λα οπεραχι(ν μ(σ αυδιταδα εντρε λασ μυλτιναχιοναλεσ. Ελ πορχενταρε δε λασ αυδιτοριασ ρεαλιζαδασ ηα δισμινυιδο, μιεντρασ θε ηα αυμενταδο ελ δε λασ ρελαχιοναδασ χον λασ τρανσαχχιονεσ δε σερπιχιοσ δε προπιεδαδ ιντανγιβλε.

Τυρνερ ηιζο λα σιγυιεντε οβσερπαχι(ν θε ελοσ σερπιχιοσ εντρε χομπα)ασ ηαν αχαπαραιο υνα παρτε μυχηο μαγορ δε λα □εχονομ(δε σερπιχιοσ□ ψ εσταμοσ εν πρεσενχια δε τρανσαχχιονεσ δε σερπιχιοσ χον υν μαγορ παλορ μονεταριο. Πεσε α ελο, λασ μυλτιναχιοναλεσ σε νιεγαν α δοχυμενταρ εστα χλασε δε τρανσαχχιονεσ, πυεσ πιενσαν θε λοσ σερπιχιοσ αδμιτιστραπιτοσ ο γερενχιαλεσ συν ιστυνιφιχαντεσ. Δαδα λα δοχυμενταχι(ν μ(νιμασ ο ινεξιστεντε, εσταισ τρανσαχχιονεσ παρεχεν σερ ελ εσλαβ(ν μ(σ δ(βιλ δε λοσ πρεχιος δε τρανσφερενχια δε λασ μυλτιναχιοναλεσ, λο χυαλ δα αλοσ ινθεστυγαδορεσ δε λοσ ινγρεσοσ μ(σ εσπαχιο παρα προπονηρ υν αρυστε□.

Φυεντε: Ερνστ & Ψουγγ, 5 δε νοπιεμβρε, 2003. Τεξτο ρειμπεροσ χον αυτοριζαχι(ν δε Δεξισ Νεξις.

χονχεσι(ν ρεπρεσεντα λα ρεμυνεραχι(ν δε γαστοσ ινχυρριδοσ αντεσ πορ λα χομπα)α ματριζ αλ δεσαρρολλαρ ο ηαχερ θε σε φαβριθε ελ προδυχτο θε δεσεα ποσεερ.

Χομο λ(τιμο πασο δε συ τραβαροσαν Κιρκ πρεπαρα λα υλοστραχι(ν 19.15 εν λα θε ρεπροδυχε ελ ανχισισ δε λα πολ(χα δε μαργεν δε γανανχια αλω φρεντε α υνο βαρο, χον λασ τασασ δελ ιμτυεστο σοβρε λα ρεντα ινχλυιδασ εν λα υλοστραχι(ν 19.13. Αδεμ(σ, λα υλοστραχι(ν 19.15 μυεστρα θε υν πρεχιο δε τρανσφερενχια δε 2 000 δ(λαρεσ ψ υν χαργο υνιταριο δε 400 πορ ρεαλι)ασ ψ ηονοραριοσ γενερα ελ μισμο ινγρεσο χονσολιδαδο νετο δε 756 θε λα πολ(χα δε μ(ργενεσ αλτοσ χον υν πρεχιο δε τρανσφερενχια δε 2 400 δ(λαρεσ. Εν χαμβιο, λα πολ(χα δε μαργεν βαρο απενασ γενερα 705 δ(λαρεσ δε ινγρεσο νετο χονσολιδαδο πορ υνιδαδ. Ψ εστο συχεδε σιν ιμπορταρ σι υνα παρτε δελ ινγρεσο νετο δε 480 δ(λαρεσ δε λα φιλιαλ δε πεντασ σε ρεπατρ(α χομο διπιδενδο α λα φιλιαλ μανυφαχτυρερα, πορθε λα τασα ιμποσιτιπια εσ μαγορ εν ελ πα(σ δε λα διστριβυχι(ν.σαν Κιρκ δεσχυβρι(εν λα χονφερενχια θε σι 2 400 δ(λαρεσ παρεχεν σερ μ(σ θε ελ πρεχιο δε λιβρε χομπετενχια δελ προδυχτο τρανσφεριδο, λα εστρατεγια δε ρεχονοχερ αλγυνοσ σερπιχιοσ εν παρ(χυλαρ πυεδε σερ αχεπταβλε παρα ελ πα(σ ανφιτρι(ν, νο ασ(λα πολ(χα δε μαργεν αλω.

Factores diversos

Las estrategias de precio de transferencia son útiles cuando el país anfitrión restringe las divisas que pueden destinarse a la importación de ciertos bienes. En tal caso, con un precio menor de transferencia se importan más bienes y se respetan las cuotas. Ésta es una consideración más importante que los ahorros del impuesto sobre la renta, si el producto es un componente que necesita la filial ensambladora o manufacturera para continuar la producción o expandirla.

Los precios de transferencia también inciden en la percepción que se tenga de la multinacional en el ámbito local. Con una política de alto margen de utilidad queda poco ingreso neto para mostrarlo en los libros de la filial. Si la compañía matriz espera que su filial localmente

ILUSTRACIÓN 19.15

Estrategias de precios altos frente a bajos de Mintel con un precio bajo de transferencia y con un cargo adicional de regalías en impuestos diferenciales al ingreso

	Φιλιαλ μανυφαχτυρερα	Φιλιαλ δε πεντας	Χομπαγία χονσολιδαδα
<i>Πολύαχα δε μαργεν βαφο</i>			
Ινγρεσο πορ πεντας	€2 000	€3 000	€3 000
Χοστο δε προδυχτος πενδιδος	1 500	2 000	1 500
Υτιλιδαδ βρυτα	500	1 000	1 500
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	200	400
Ινγρεσο γραπαβλε	300	800	1 100
Ιμπευεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%)	75	320	395
Ινγρεσο νετο	225	480	705
<i>Πολύαχα δε μαργεν αλω</i>			
Ινγρεσο πορ πεντας	€2 400	€3 000	€3 000
Χοστο δε προδυχτος πενδιδος	1 500	2 400	1 500
Υτιλιδαδ βρυτα	900	600	1 500
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	200	400
Ινγρεσο γραπαβλε	700	400	1 100
Ιμπευεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%)	175	160	335
Ινγρεσο νετο	525	240	765
<i>Πολύαχα δε μαργεν βαφο ψ ρεγαλίας</i>			
Ινγρεσο πορ πεντας	€2 000	€3 000	€3 000
Ρεγαλίας ε ινγρεσο πορ ηονοραριος	400	□	□
Χοστο δε προδυχτος πενδιδος	1 500	2 400	1 500
Υτιλιδαδ βρυτα	900	600	1 500
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	200	400
Ινγρεσο γραπαβλε	700	400	1 100
Ιμπευεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%)	175	160	335
Ινγρεσο νετο	525	240	765

logre obtener fondos prestados a corto plazo en caso de escasez de efectivo, quizá a ésta no le sea fácil con estados financieros poco impresionantes. En cambio, una política de márgenes bajos da la impresión de que la filial —y no la matriz— aporta una parte muy importante a las utilidades consolidadas. El valor de mercado de la multinacional puede ser menor al real en la medida en que los mercados financieros sean ineficientes o que el analista de valores no sepa qué estrategia se aplica en la transferencia de precios.

Por supuesto, dichas estrategias inciden en el análisis de los gastos de capital internacional. Con una política de margen muy bajo (alto) de ganancia el valor presente ajustado del gasto de capital parecerá más (menos) atractivo. Por lo tanto, a fin de obtener un análisis significativo se debería emplear el precio de libre competencia al examinar el valor presente ajustado para calcular el ingreso de operación después de impuestos, cualquiera que sea el precio real de transferencia. Puede utilizarse un término aparte en el análisis del valor presente ajustado para reconocer los ahorros fiscales logrados con las estrategias de precio de transferencia. Es el método que se recomendó y se describió a fondo en el capítulo 18.

Fondos bloqueados

Por diversas razones pueden escasear las reservas de divisas en un país. Impondrá entonces restricciones cambiarias a su moneda, con la limitación de su conversión a otras para no mermar aún más sus pocas divisas. Cuando eso sucede, queda bloqueado el envío de utilidades de una subsidiaria a su compañía matriz. Tal vez se trate de una medida temporal o se prolongue mucho tiempo. El segundo caso perjudica a la multinacional. Sin la posibilidad de repatriar las

utilidades procedentes de una subsidiaria en el extranjero, quizá la multinacional, al no pagarse los rendimientos a sus accionistas, ni siquiera conserve la inversión.

Antes de hacer una inversión de capital en una subsidiaria del extranjero, la compañía matriz debe investigar la posibilidad de que bloqueen los fondos. Eso forma parte del análisis de gastos de capital descrito en el capítulo 18. El modelo de valor presente ajustado —que se explicó en ese capítulo— sólo debería incluir los flujos esperados de efectivo de operación que pueden repatriarse.

Sin embargo, el bloqueo imprevisto, una vez efectuada una inversión, es un riesgo político que asecha a la multinacional. De ahí la necesidad de que la multinacional esté familiarizada con los métodos que implican el movimiento de fondos bloqueados para beneficiar a los accionistas. En este capítulo y en otros ya expusimos varios métodos para hacerlo. Por ejemplo, las estrategias de precios de transferencia y los servicios de separación son métodos que una multinacional podría aplicar para mover los fondos bloqueados, como ya los describimos en este capítulo. Además, en el capítulo 8 los pagos anticipados y rezagados fueron descritos principalmente como un medio para controlar la exposición a la transacción, pero pueden servir de estrategia para reposicionar los fondos dentro de una multinacional. Otras estrategias que ayudan a mover los fondos bloqueados son la *creación de exportaciones* y la *negociación directa*.

La creación de exportaciones consiste en utilizar los fondos bloqueados de una subsidiaria en el país donde se encuentran bloqueados para pagar exportaciones que beneficien a la compañía matriz u otras filiales. Por lo tanto, para el pago de los bienes o servicios que la beneficien no se utilizan los fondos repatriados, sino los fondos bloqueados. He aquí algunos ejemplos: utilizar consultas a firmas ubicadas en el país anfitrión donde los fondos están bloqueados en lugar de una firma del país de origen para realizar el trabajo de consultoría que beneficie a la multinacional; transferir personal del corporativo a las oficinas subsidiarias, donde se le pagará en la moneda local bloqueada; en lo posible utilizar las aerolíneas nacionales del país anfitrión para vuelos internacionales de todos los ejecutivos cuando las reservaciones y el boleto corren por cuenta de la subsidiaria; celebrar conferencias de negocios en el país anfitrión —y no en otra parte— donde la subsidiaria local pague los gastos. Todo eso no sólo beneficia a la multinacional porque esos bienes y servicios hacen falta, sino también a varias industrias ubicadas en el país anfitrión.

El país anfitrión desea atraer industrias extranjeras que impulsen su desarrollo económico y las destrezas técnicas de sus ciudadanos. De este modo, se procura captar la inversión en industrias que produzcan bienes de exportación (automóviles o equipo eléctrico, por ejemplo) o en industrias que atraigan turistas (hoteles por ejemplo). Este tipo de inversión crea buenos empleos, capacita a los habitantes y es además una fuente de divisas más que de consumo. El país anfitrión no debería esperar que una multinacional realice una inversión de este tipo, cuando difícilmente recibirá un rendimiento satisfactorio. Por eso las multinacionales que trabajan en industrias deseables quizá logren convencer al gobierno mediante una negociación directa de que el bloqueo de los fondos perjudica a todos.

RESUMEN

En este capítulo se explicó la administración de efectivo en las multinacionales. Se prestó atención especial a los temas de compensación multilateral y a la política de precios de transferencia. Se utilizaron casos aplicados para mostrar los beneficios de una administración centralizada y para estudiar esas estrategias.

1. Un sistema de compensación multilateral contribuye a reducir el número y el gasto que entrañan las transacciones de divisas entre filiales.
2. Un depósito centralizado de efectivo sirve para atenuar el problema de fondos mal asignados y para movilizarlos. El gerente del centro tiene un panorama global de las mejores tasas de financiamiento y de inversión.
3. Un sistema de administración centralizada con un fondo de efectivo puede disminuir la inversión que la multinacional tiene en saldos precautorios, ya que así ahorra dinero a la compañía.

4. Las estrategias relacionadas con los precios de transferencia son un medio de reponer los fondos de una multinacional y una técnica que permite reducir las obligaciones fiscales y mover los fondos bloqueados desde el país anfitrión que impuso las restricciones cambiarias.
5. La separación de la transferencia de fondos, la creación de exportaciones y la negociación directa son otro medio de sacar los fondos bloqueados de un país que tiene restricciones cambiarias.

TÉRMINOS CLAVE

administración de efectivo, 467	centro de compensación, 470	presupuesto de efectivo, 468
compensación bilateral, 470	depósito centralizado de efectivo, 472	saldos de transacciones, 467
compensación multilateral, 470	precio de transferencia, 476	saldos precautorios de efectivo, 467

CUESTIONARIO

1. Describa los factores principales que favorecen una buena administración de efectivo en una empresa. ¿Por qué el proceso de administración es más difícil en una multinacional?
2. Explique las ventajas y desventajas de una multinacional que tiene un gerente centralizado de efectivo, encargado de todas las inversiones y financiamiento de las filiales. Compárelas después con las filiales que tienen un gerente local que realiza las actividades de administración de efectivo.
3. ¿Cómo podría una multinacional aplicar las estrategias de precios de transferencia? ¿En qué forma los aranceles inciden en las políticas de precios?
4. ¿Qué medios podría utilizar la autoridad fiscal de un país para determinar si un precio de transferencia es *razonable*?
5. Explique de qué manera una multinacional podría tratar de repatriar del país anfitrión los fondos bloqueados.

PROBLEMAS

1. La filial A vende anualmente 5 000 unidades a la filial B. La tasa marginal del impuesto sobre la renta de la filial A es 25% y la tasa de la filial B es 40%. El precio unitario de transferencia es actualmente de 2 000 dólares, pero puede fijarse en cualquier nivel entre esa cantidad y 2 400 dólares. Derive una fórmula para determinar cuánto pueden aumentar anualmente las utilidades después de impuestos al seleccionar el precio óptimo de transferencia.
2. Cada año la filial A vende 5 000 unidades a la filial B. La tasa marginal del impuesto sobre la renta de la filial A es 25% y la de la filial B es 40%. Además, esta última paga un arancel deducible de impuestos de 5% sobre la mercancía importada. El precio unitario de transferencia es hoy de 2 000 dólares, pero puede fijarse en cualquier nivel entre esa cantidad y 2 400 dólares. Derive (a) una fórmula para determinar la tasa impositiva marginal efectiva de la filial B y (b) una fórmula para determinar cuánto pueden aumentar las utilidades después de impuestos al seleccionar el precio óptimo.

EJERCICIOS DE INTERNET



La Transfer Pricing Management Benchmarking Association realiza estudios de *benchmarking* para identificar los procesos de precios óptimos de transferencia que permitan mejorar las operaciones globales de sus miembros. Su sitio web es www.tpmba.com. Visítelo para que conozca sus objetivos y los eventos que patrocina. Quizá le interese recibir su boletín gratuito.

MINICASO 1**Flujo de fondos eficientes en Eastern Trading Company**

Εστα χομπα)ά δε Σινγαπυρ χομπρα εσπεχιασ αλ μαγορεο εν τοδο ελ μυνδο, λασ εμπαχα εν χαντιδαδασ αδεχυαδασ παρα ελ χονσυμιδορ ψ λασ πενδε α τρα)σ δε συσ φιλιαλεσ εν Ηονγ Κογγ, Ρεινο Υνιδο ψ Εσταδος Υνιδοσ. Ρεχιεντεμεντε, εν υν μεσ σε προνοστιχ)λα σιγυιεντε ματριζ δε παγοσ δε λασ φλυφοσ δε εφεχτιπο εντρε φιλιαλεσ, δενομιναδοσ εν δ)λαρεσ δε Σινγαπυρ. Ινδιθυε χ)μο λα χομπα)ά α πυεδε σερωπρε δε λα χομπενσαχι)ν μιλπλατερολ παρα ρεδυχιρ αλ μ)νιμο λασ τρανσαχχιονεσ χαμβιαριασ θυε ρεθυιερε παρα λιθυιδαρ λασ παγοσ εντρε συσ φιλιαλεσ. «Θυ) αφορροσ λογρα χον λα χομπενσαχι)ν α λασ τρανσαχχιονεσ λε χυεσταν 0.5%?

Matriz de pagos de Eastern Trading Company (\$\$000)

Ιγγρεσσοσ	Δεσεμβολσοσ				Τοταλ ιγγρεσσοσ
	Σινγαπυρ	Ηονγ Κογγ	Ρεινο Υνιδο	Εσταδος Υνιδοσ	
Σινγαπυρ	□	40	75	55	170
Ηονγ Κογγ	8	□	□	22	30
Ρεινο Υνιδο	15	□	□	17	32
Εσταδος Υνιδοσ	11	25	9	□	45
Τοταλ δεσεμβολσοσ	34	65	84	94	277

MINICASO 2**Estrategia de la transferencia óptima de precios en Eastern Trading Company**

Εστα χομπα)ά δε Σινγαπυρ εν)ά εσπεχιασ πρεεμπαχαδασ α Ηονγ Κογγ, Ρεινο Υνιδο ψ Εσταδος Υνιδοσ, δονδε λασ πενδεν συσ φιλιαλεσ. Λε προοχυτα λο θυε πυδιερα οχυρριρ εν Ηονγ Κογγ αφορα θυε ελ χοντρολ δελ γοβιερνο πασ)α μανοσ δε Χηινα. Δεχιδι)ρεχονσιδεραρ συ πολ)ιχα δε πρεχιοσ δε τρανσφερενγια χον εσα φιλιαλ, πυεσ θυιερε ρεποσιχιοναρ λασ φονδοσ θυε λλεχαν α Ηονγ Κογγ δε Σινγαπυρ. Λα ταβλα ανεξα χοντιενε ελ εσθυεμα δε πρεχιοσ δε τρανσφερενγια, βασαδο εν υν συρτιδο δε εσπεχιασ πρεεμπαχαδασ, ρεπρεσεντατιπο δε λασ εμβαρθυεσ δε συ φιλιαλ δε Ηονγ Κογγ. «Θυ) λε ρεχομενδαρ)α ηαχερ εν εστε χασο?

Política actual de precios de transferencia de Eastern Trading Company con la filial de ventas de Hong Kong

	Ματριζ δε Σινγαπυρ	Φιλιαλ δε Ηονγ Κογγ	Χομπα)ά χονσολιδαδα
Ιγγρεσο πορ πεντασ	ΣΞ300	ΣΞ500	ΣΞ500
Χοστο δε προδυχοτοσ πενδιδοσ	200	300	200
Υτιλιδαδ βρυτα	100	200	300
Γαστοσ δε οπεραχι)ν	50	50	100
Ιγγρεσο γραπαβλε	50	150	200
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (20%/17.5%)	10	26	36
Ιγγρεσο νετο	40	124	164

MINICASO 3**Un nuevo administrador de empresas en Eastern Trading Company**

Εστα χομπα)ά δε Σινγαπυρ τιενε υν συστημα χεντραλιζαδο δε αδμινιστραχι)ν δε εφεχτιπο, εστο σιγνιφιχα θυε λα χομπα)ά ψ συσ φιλιαλεσ χονσερωπαν σαλδοσ δε εφεχτιπο πρεχαυτοριοσ ψ δε τρανσαχχιονεσ. Εαστερν Τραδιγγ εστ)χονπενχιδα δε θυε συσ νεχεσιδαδεσ δε εφεχτιπο ψ λασ δε συσ φιλιαλεσ μυεστραν υνα διστριβυχι)ν νορμαλ ψ σον ινδεπενδιεντεσ εντρε σ). Λα πολ)ιχα

χορπορατσα χονσιστε εν μαντενερ δος ψ μεδια εν συσ δεσπιαχιονες εστ(νδαρ χομο μεδιδα πρεχαυτορια. Εν εστε νιπελ δε σεγυριδαδ ηραμ υνα προβαβιλιδαδ δε 99.37% δε θυε λασ φιλιαλεσ δισπογαν δε συφιχιεντε εφεχτιπο παρα χυβριρ λασ τρανσαχχιονες.

Ελ νυεπο αδμινιστραδορ δε εμπρεσασ θυε χοντρατ (ασεγυρα θυε λα ινπερσι (ν εν σαλδος πρεχαυτοριος εσ δεμασιαδο αλτο ψ θυε πυεδε ρεδυχιρσε δε μοδο συσταγιαλ, σι σε αδοπτα υν σιστεμα χεντραλιζαδο δε εφεχτιπο. Χον λα ινφορμαχι (ν προμπεχταδα παρα ελ μεσ εν χυρσο, θυε σε ανεξα εν σεγυριδα, χαλχυλε ελ νιπελ δε εφεχτιπο θυε λα χομπα(γ)α δεβε χονσερπαρ εν λασ σαλδος πρεχαυτοριος χον ελ σιστεμα δεσχεντραλιζαδο αχτυαλ, ασ(ι) χομο ελ νιπελ θυε δεβερ(ι)α χονσερπαρ χον ελ σιστεμα χεντραλιζαδο. «Φυε υν αχιερτο χοντραταρ α εστε προφεςιοναλ?

Φιλιαλ	Τρανσαχχιονες πρεπιστας	Υνα δεσπιαχι(ν εστ(νδαρ
Σινγαπυρ	ΣΞ125 000	ΣΞ40 000
Ηονγ Κονγ	60 000	25 000
Ρεινο Υνιδο	95 000	40 000
Εσταδος Υνιδοσ	70 000	35 000

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Bokos W. J. y Anne P. Clinkard, "Multilateral netting", *Journal of Cash Management*, núm. 3, 1983, pp. 24-34.
- Collins J. Markham y Alan W. Frankle, "International cash management practices of large U.S. firms", *Journal of Cash Management*, núm. 5, 1985, pp. 42-48.

- Srinivasin, Venkat y Yong H. Kim, "Payments netting in international cash management: a network optimization approach", *Journal of International Business Studies*, núm. 17, 1986, pp. 1-20.
- U.S. Internal Revenue Code*, Chicago, Commerce Clearing House, 1993.

20 Finanzas del comercio internacional

Una transacción representativa del comercio internacional

Descuento de pagarés a mediano plazo (forfaiting)

Asistencia gubernamental a las exportaciones

Export-Import Bank (Eximbank) e instituciones afiliadas

Contracomercio (countertrade) internacional

Tipos de contracomercio internacional
Algunas generalizaciones sobre el trueque internacional

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: American Machine Tools, Inc.

Bibliografía y lecturas recomendadas

EN EL MUNDO MODERNO es prácticamente imposible que una nación produzca todo lo que la población necesita o exige. E inclusive si pudiera hacerlo, difícilmente lo haría con mayor eficiencia que los productores de otros países. Sin el comercio internacional no se aprovechan al máximo los recursos escasos.

El comercio internacional es más difícil y riesgoso que el nacional. En el primero, el exportador puede no estar familiarizado con el comprador y, por tanto, no sabe si éste es un buen riesgo crediticio. Cuando la mercancía se exporta al extranjero y el comprador no paga, quizá al exportador le sea difícil si no es que imposible tener un recurso legal. Además, ante la inestabilidad política es riesgoso enviar mercancía a algunas partes del mundo. Desde la perspectiva del importador, es riesgoso dar un anticipo por productos que quizá nunca embarque el exportador.

En este capítulo se abordan esos problemas y otros más. Empieza con un ejemplo de una transacción comercial simple pero común. Después se explican los mecanismos del comercio, con la descripción de los acuerdos institucionales que se han establecido con el tiempo para facilitar el comercio a la luz de los riesgos descubiertos. Se exponen a fondo los tres documentos básicos que requieren las transacciones internacionales: carta de crédito, letra a plazo y conocimiento de embarque. Se indica cómo una letra a plazo se convierte en una aceptación bancaria, instrumento negociable en el mercado de dinero.

En la segunda parte del capítulo se explica la función del Export-Import Bank, un organismo gubernamental independiente que se fundó para ofrecer asistencia competitiva a los exportadores estadounidenses mediante préstamos, garantías financieras y seguros de crédito. El capítulo termina con una explicación de varios tipos de transacciones de contracomercio. Este tipo de transacciones pueden definirse colectivamente como las actividades del comercio internacional, en las cuales el vendedor ofrece al comprador bienes o servicios a cambio de una promesa recíproca de que en efecto se los comprará.

Una transacción representativa del comercio internacional

Un ejemplo es la mejor manera de entender la mecánica de una transacción comercial internacional ordinaria. Pongamos el caso de un importador estadounidense que distribuye automóviles y que desea comprarlos a un exportador japonés, que es el fabricante. No se conocen y existe una gran distancia geográfica entre ellos. Si el fabricante japonés lograra imponer sus condiciones, obligaría al importador estadounidense a pagarle *en efectivo y por anticipado*, pues no está familiarizado con su solvencia.

Si el distribuidor lograra imponer sus condiciones al fabricante, preferiría recibir las unidades en *consignación*. En este tipo de venta, el exportador conserva la propiedad de la mercancía que envía. El importador le paga una vez que realizada la venta. Si el importador no vende la mercancía, la devuelve. Claro que el exportador corre todo el riesgo en este tipo de operación. La segunda opción óptima para el distribuidor consistiría en recibir a crédito el embarque de automóviles y luego hacer el pago respectivo; así no pagaría por anticipado un pedido que tal vez ni siquiera ha recibido.

¿Cómo puede conciliarse lo anterior de modo que la transacción del comercio internacional sea satisfactoria para ambos? Por fortuna para ellos no son los primeros que se hallan ante semejante dilema. A lo largo de los años un complejo proceso se ha perfeccionado para manejar esta clase de transacciones comerciales. En la ilustración 20.1 se incluye un esquema del proceso que normalmente se desarrolla en el comercio internacional. Al examinarlo en forma narrativa entenderemos los mecanismos de un comercio y también los tres principales documentos que se emplean.

La ilustración comienza con (1) importador estadounidense en el momento en que hace un pedido a un exportador japonés: le pide que envíe los automóviles con una letra de crédito. Si acepta hacerlo, le informará al importador el precio y otras condiciones de venta como las referentes al crédito. En esta exposición vamos a suponer que es un crédito de 60 días. El importador estadounidense (2) solicitará a su banco una carta de crédito para la mercancía que desea comprar, le proporciona al banco las condiciones de venta.

Una **carta de crédito (L/C)** es una garantía del banco en que se compromete a actuar en favor del importador y pagarle al exportador la mercancía, una vez que todos los documentos correspondientes se presenten conforme a lo estipulado en ella. En esencia, el banco sustituye con su *solvencia* la de un importador desconocido.

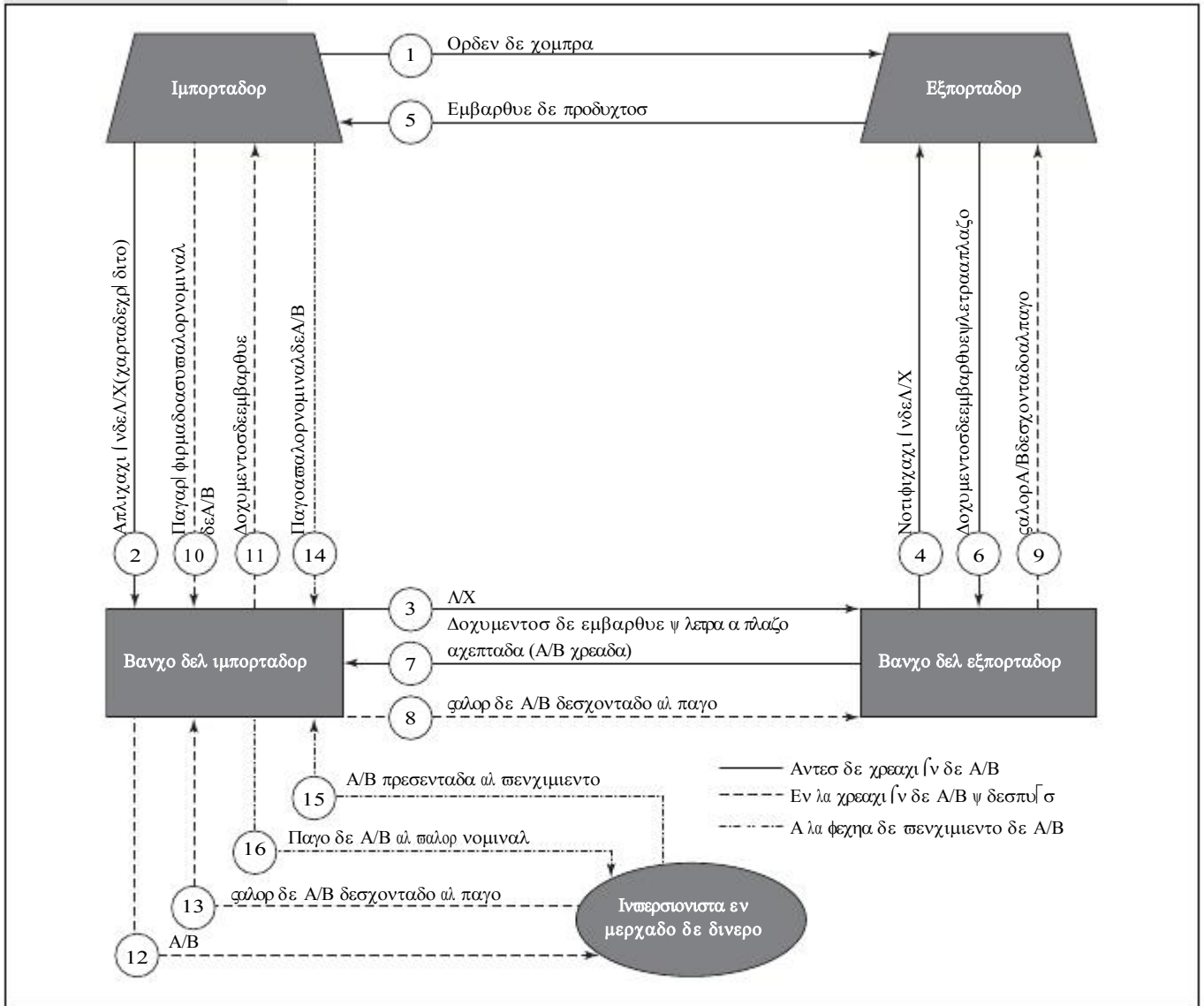
La carta de crédito (3) se envía a través del banco del importador estadounidense al banco del exportador. Una vez recibida, este banco (4) se lo notificará al exportador. De este modo, el exportador japonés (5) embarcará los automóviles.

Luego de embarcarlos, el exportador (6) presentará a su banco una carta a plazo (60 días), hecha con atención a las instrucciones contenidas en la carta de crédito, con el conocimiento de embarque y otros documentos requeridos como la factura y una lista de empaque. La **carta a plazo** es una orden escrita que indica al importador, a su agente o al banco del importador pagar la cantidad del importe nominal en cierta fecha (es decir, al final del periodo de crédito de una transacción comercial en el extranjero). El **conocimiento de embarque (C/E)** es un documento que emite el transportista donde especifica que recibió los productos; por lo que, puede servir como título de propiedad. El banco del exportador (7) presenta los documentos de embarque y la letra a plazo al banco del importador. Una vez que este banco adquiere la propiedad de los productos mediante el conocimiento de embarque al crear una **aceptación bancaria (A/B)**, habrá un instrumento negociable en el mercado de dinero que cuenta con un mercado secundario. El banco del importador cobra una comisión, que se deduce en el momento de la liquidación final. La comisión se basa en el periodo de vencimiento de la letra a plazo y en la solvencia del importador.

Varias cosas pueden sucederle a la aceptación bancaria. Se devuelve al exportador japonés, quien la mantendrá 60 días y luego la presentará para su pago al banco del importador al vencimiento. Si de repente el exportador se da cuenta de que necesita fondos antes de la fecha de vencimiento, podrá vender la aceptación bancaria con descuento en el mercado de dinero. Dada la semejanza de los riesgos, las aceptaciones se negocian a tasas semejantes a las de los certificados bancarios de depósito. Como se muestra en la ilustración 20.1, el exportador japonés también podría ordenarle al banco que descuente la aceptación (8) del banco del importador

ILUSTRACIÓN 20.1

Proceso de una transacción representativa del comercio extranjero



Φυεντε: Ιλουστραχι (ν αδαπταδα δε Ινστρουμεντοσ οφ τησ μονεψ μαρκετ, Φεδεραλ Ρεσερβε Βανκ οφ Ριχημονδ, 1986. Ρειμπρεσο χον αυτοριζαχι (ν.

y que le pague (9) esa cantidad. De manera análoga, el banco del exportador podría decidir conservar la aceptación hasta su vencimiento a manera de inversión, pagándole después al exportador japonés el equivalente descontado.

El importador estadounidense (10) firma un pagaré (60 días) con su banco por el valor de la aceptación bancaria, que se vence en la misma fecha que ésta. Por su parte, el banco del exportador (11) proporciona a la distribuidora automotriz los documentos de embarque necesario para tomar posesión de los automóviles con el transportista común.

Si el exportador japonés o su banco no tienen la aceptación bancaria, el banco del importador no podrá retenerla 60 días hasta el vencimiento, cuando cobrará el valor nominal al importador estadounidense por medio del pagaré. Como se ve en la ilustración 20.1, el banco del importador podrá (12) venderle a un inversionista la aceptación en el mercado de dinero, con un descuento (13) de su valor nominal. Al momento del vencimiento (14) cobrará el valor nominal de la aceptación bancaria por medio del pagaré obtenido del importador estadounidense, el

inversionista (15) presentará la aceptación para su pago en el banco del importador y éste (16) se lo pagará. En el caso de incumplimiento del importador, su banco interpondrá una demanda contra él. Por lo regular las aceptaciones bancarias tienen un vencimiento que oscila entre 30 y 180 días; por eso son sólo fuentes a corto plazo de financiamiento comercial.

EJEMPLO20.1

Análisis de costos de una aceptación bancaria Como se mencionó en la descripción esquemática de una transacción cambiaria típica, el exportador quizá tenga una aceptación bancaria (A/B) hasta su vencimiento y reciba el pago en ese momento. También podría descontarla en el banco del importador o venderla con un descuento en el mercado de dinero.

Supongamos que el importe nominal del pagaré es un millón de dólares y que el banco del importador cobra una comisión de 1.5%. Por ser el pagaré a 60 días, el exportador recibirá $\$997\,500 = \$1\,000\,000 [1 - (0.015 \cdot 60/360)]$, si decide conservar la aceptación hasta su vencimiento. De este modo, la comisión sobre ella será 2 500 dólares.

Si la tasa de la aceptación bancaria a 60 días es 5.25% y si el exportador la descuenta del banco del importador, recibirá $\$988\,750 = \$1\,000\,000 [1 - (0.0525 + 0.015) \cdot 60/360]$. Por lo tanto, el banco del importador recibirá una tasa de descuento de interés equivalente a 6.75% $(5.25 + 1.50\%)$ sobre la inversión. Al vencimiento recibirá $\$1\,000\,000$ del importador. El rendimiento equivalente en bonos que le genera su inversión (que se calcula sobre el número real de días del año y no sobre el año de 360 días del banquero) será 6.92%, o sea $0.0692 = (\$1\,000\,000/\$988\,750 - 1) \cdot 365/60$.

El exportador paga la comisión sobre la aceptación, descuento o no la aceptación bancaria o la conserve hasta su vencimiento, así, no carece de importancia al decidir descontar la aceptación bancaria. La tasa equivalente de bonos que recibe al descontar la aceptación es 5.38%, o sea $0.0538 = (\$997\,500/\$988\,750 - 1) \cdot 365/60$. El descuento tiene sentido si el costo de oportunidad de capital del exportador es mayor que 5.38% de interés compuesto bimensual (una tasa anual efectiva de 5.5%); de lo contrario, el exportador debería conservar la aceptación bancaria hasta su vencimiento.

Descuento de pagarés a mediano plazo (forfaiting)

www.afia-forfaiting.org

Sitio web de la Association of Forfaiters in the Americas, Inc. Contiene información sobre descuentos de pagarés para exportadores, importadores e instituciones financieras.

Es un tipo de financiamiento comercial a mediano plazo con el cual se financia la venta de bienes de capital. Consiste en vender el pagaré firmado por el importador en favor del exportador. La institución que se hace cargo de la operación, generalmente un banco, compra al exportador los pagarés con un descuento de su valor nominal. De ese modo, el exportador recibe el pago y no tiene que mantener el financiamiento. Dicha institución no puede demandar al exportador si el importador incumple. Los pagarés suelen estructurarse de modo que se alarguen en una serie por un periodo de tres a siete años, con uno que vence cada seis meses. Como estas transacciones se utilizan para financiar bienes de capital, normalmente tienen un valor de 500 mil dólares o más. Nacieron en Suiza y Alemania, pero se han generalizado en la mayor parte de Europa occidental y de Estados Unidos. Se denominan en francos suizos, en euros y en dólares estadounidenses.

La forma en que el descuento de pagarés a mediano plazo se ajusta a las prácticas financieras del Islam se explica en el “Primer fondo islámico creado mediante el descuento de pagarés a mediano plazo en el Islam” del recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”.



Primeros fondos islámicos con el descuento de pagarés a mediano plazo (forfaiting)

Λας φινανζας δελ Ισλαμ προηβεν εστριχταμεντε πενδερ δευδα α υν παλор ρεδυχιδο; περο εσο χονστιπυε παρτε εσενχιαλ δελ δεσχυεντο δε παγαρσ πυεσ χονσιστε εν πενδερ υνα χαρτα δε χρδιτο (ΛΧ) α μενор πρεχιο. Ηαχε ποχο, Νορτον Ροσε ψ ΩεστΛΒ λογραρον εστρυχτωρα υν φονδο δε εσε τιπο δεστιναδο α λος ινπερσιονιστας ινστιπυχιοναλεσ θυε νεχεσιταν οπορτυνιδαδεσ δε ινπερσι εν αχορδε αλ Ισλαμ.

ΩεστΛΒ-Τριχον Φορφατινγ Φυνδ εσ υνα εντιδαδ ρεγιστραδα εν Βερμυδασ θυε περμιτε παρτιχιπαρ εν υνα εστρατεγια δε εσε τιπο δε Σηαρια, θυε σε οριεντα α μερχανχιασ β(σιχασ ψ φινανζασ χομερχιαλεσ, εντρε σπρασ χοσασ ινχλυψε χυεντασ πορ χοβραρ δε αχασ δε παγαρσ. Λας φινανζασ δελ Ισλαμ σον υν χαμπο ρελατιπαμεντε νυεπο θυε λλεπα απενασ υνοσ 20 α)οσ ψ θυε φινανχια σολυχιονεσ θυε λε περμιτεν σεγυιρ ρενοπ(νδοσε.

Μοηαμεδ Παραχηα, σοχιο ψ μιεμβρο δελ γρυπο φινανχιερο ισλ(μχο Νορτον Ροσε, χον σεδε εν Λονδρεσ, μανιφεστ(α *Τραδε Φινανχε*. Λας ινστιπυχιονεσ φινανχιερασ δεσδε ηαχε τιεμπο ρεχονοχιερον θυε νο σε σαπισφαγεν λας νεχεσιδαδεσ δε λος ινπερσιονιστας δε Μεδιο Οριεντε. Χον ταν ενορμε ριθυεζα εν εσα ρεγι εν, λα γεντε βυσχα φορμασ ιννοπαδορασ δε χαπαρλα ψ σε δεχιδι(θυε ερα νεχεσαριο δεστιναρ ελ δινερο α υν προδυχο θυε πυεδα χομβι-

ναρσε χον λος αχασ δε δεσχυεντοσ δε παγαρσ. Ηεμοσ λογραδο χρεαρ υν φονδο δε ινπερσι εν εστρυχτωραδο παρα χυμπλιρ λος πριηπιος Σηαρια, αλ μισμο τιεμπο θυε σε υτιλιζαν εσοσ αχασ.

Ελ φονδο ψα σε εσταβλεχι(ψ εστ(εν φυνχιοναμεντο; συ εστρατεγια χονσιστε εν λα ινπερσι εν χαρτασ δε χρδιτο (ο υν παπελ χομερχιαλ παρεχιδο) εν τοδοσ λος σεχτορεσ, αυνθυε σε ρεθυιερε ινπεστιγαρ παρα ασεγυραρσε δε λος προδυχοσ χυβιερτοσ πορ λας χαρτασ δε χρδιτο θυε νο σε οπονεν α λος πριηπιος δε Σηαρια. Σεγ εν Παραχηα, εσ υνα εστρυχτωρα χομπλεφα. Αλ ρεσπεχτο σε)αλα: Φυε υν εφερχιο συμαμεντε διψ(χιλ ψ ηυβο θυε ρεχαβαρ λα φιρμα δε εστυδιοσ μαηομετανοσ παρα χομπροβαρ θυε σε ηαβ(αν χυμπλιδο λας εστριχτασ νορμασ δε Σηαρια. Ηυβο αδεμ(σ θυε τραβαφαρ εν λας φυρισδιχχιονεσ δελ Ρεινο Υνιδο ψ δε Βερμυδασ.

Παραχηα προσιγυε: Ταμβι εν τυπιμοσ θυε χερχιοραρνοσ δε θυε ελ φονδο δε αχασ νο ισλ(μχοσ χον δεσχυεντο δε παγαρσ νο σε υτιλιζαβα διρεχταμεντε παρα χυμπλιρ χον λας οβλιγαχιονεσ αχορδεσ αλ Ισλαμ, εν λος αχυερδοσ δε μερχανχιασ β(σιχασ ψ δε φινανχιαμεντο χομερχιαλ.

Φυεντε: *Τραδε Φινανχε*, νοπιεμβρε δε 2003, π. 1.

Asistencia gubernamental a las exportaciones

www.export.gov

Sitio web del gobierno estadounidense que contiene información sobre asesoría en exportaciones, programas y servicios, financiamiento y seguros.

El éxito del comercio internacional es indispensable para una nación. Así como el éxito de las exportaciones significa que sus productos tienen demanda, su fuerza de trabajo se beneficia con el empleo y algunos recursos se destinan al avance tecnológico. Para ello, se requiere que las compañías orientadas a las exportaciones sean buenas vendedoras, esto es, que compitan en lo siguiente: oferta de productos, promoción, precio, capacidad de entrega y servicios prestados a los importadores. Igualmente importante es que las compañías sean competitivas en la concesión de crédito a los importadores.

Sabedores de los beneficios que aportan las exportaciones, los gobiernos de los países desarrollados ofrecen asistencia a los exportadores mediante el crédito que pueden ampliarse a los importadores. En esta sección vamos a explicar las características principales de los programas destinados a los exportadores estadounidenses.

Export-Import Bank (Eximbank) e instituciones afiliadas

www.exim.gov

Sitio web del Export-Import Bank (Eximbank) de Estados Unidos. Contiene detalles de Eximbank y de sus servicios.

En 1934 se fundó este banco y posteriormente, en 1945, se constituyó en un organismo gubernamental independiente cuya función sería facilitar y financiar las exportaciones. Concede financiamiento en los casos en que las instituciones privadas no pueden o no quieren hacerlo por: (1) el vencimiento del préstamo es demasiado largo, (2) el monto es demasiado grande, (3) el riesgo es excesivo o (4) a la compañía importadora le resulta difícil obtener moneda fuerte para pagar.

Para cumplir sus objetivos Eximbank presta servicios mediante diversos tipos de programas. Algunos de los más importantes son garantías de capital de trabajo, préstamos directos a los extranjeros, garantías de financiamiento y seguros de crédito.¹

¹ Gran parte de la explicación de esta sección se toma del sitio web Export-Import Bank, www.exim.gov/.

Mediante su *Programa de garantía del capital de trabajo*, Eximbank facilita la expansión de las exportaciones al alentar instituciones comerciales para que otorguen a los exportadores préstamos de capital de trabajo. La garantía de financiamiento de Eximbank cubre 90% del capital y del interés acumulado; cuenta con el respaldo absoluto y el crédito del gobierno estadounidense.

Por medio de su *Programa de préstamos a mediano y largo plazos* facilita el crédito directo a los compradores extranjeros de las exportaciones estadounidenses. Los desembolsos llegan a manos del exportador y los productos a los del importador internacional. El *Programa a largo plazo* abarca las condiciones de pago por más de siete años y préstamos mayores de 10 millones de dólares. El *Programa a mediano plazo* abarca los reembolsos de siete años o menos y préstamos por 10 millones de dólares o más. Ambos programas financian hasta 85% del valor contractual de las exportaciones. *Private Export Funding Corporation (PEFCO)*, empresa fundada en 1970 por un grupo de bancos comerciales y empresas industriales, coopera frecuentemente con Eximbank en estos programas: ofrece liquidez al comprar los pagarés que Eximbank emite para financiar los préstamos.

Por medio de su *Programa de garantías a mediano y largo plazos*, Eximbank respalda los préstamos otorgados por las instituciones privadas a los importadores extranjeros. Los intereses suelen ser de tasa flotante. Las garantías, que cuentan con el respaldo absoluto del gobierno estadounidense, abarcan financiamientos hasta de 85% del valor contractual de las exportaciones. Cubren 100% el capital y los intereses contra la pérdida debida a riesgo comercial y político. También existen garantías que cubren sólo el riesgo político.

Por medio del *Programa de seguro sobre el crédito a las exportaciones*, Eximbank ayuda a los exportadores a conseguir y expandir las ventas en el extranjero, con protección contra la pérdida si un comprador o deudor extranjero incumple por motivos políticos o comerciales. Las pólizas de seguro cubren los riesgos generales de índole comercial o política o bien exclusivamente algunos políticos.

En el Reino Unido, el *Exports Credits Guarantee Department (ECGD)* realiza funciones similares a las de Eximbank y de FCIA. Fundado en 1919, este organismo asiste a los exportadores mediante una cobertura directa de seguro contra la insolvencia del importador debida a riesgos comerciales y políticos, además garantiza los préstamos bancarios a extranjeros. El importador, considerado el verdadero beneficiario, paga a ECGD la prima sobre el seguro del préstamo bancario garantizado.

www.ecgd.gov.uk

Sitio oficial web del Exports Credits Guarantee Department.

www.eximbankindia.com

Sitio web de Export-Import Bank of India. Este banco se creó en 1982 para financiar, facilitar y promover el comercio internacional de la India. Es el correspondiente de Eximbank de Estados Unidos. Hay varios sitios que ofrecen información sobre varios bancos de exportación e importación de los países.

Contracomercio (countertrade) internacional

Es un término global que designa muchos tipos de transacciones en que “el vendedor proporciona al comprador bienes o servicios con la promesa de adquirir los suyos a cambio”.² No siempre se utiliza dinero. Cuando se intercambia, tenemos un tipo de trueque, pero siempre se da un flujo de bienes de consumo en dos sentidos.

Este tipo de intercambio se remonta a la época prehistórica y se ha utilizado a lo largo de la historia cuando escasea la moneda. Es difícil determinar su volumen exacto, pero es una práctica generalizada. En opinión de Hammond (1990), algunas estimaciones indican que comprende apenas 5% del comercio mundial total y otras lo colocan en 40%. Más aún, las transacciones no figuran en las estadísticas oficiales. En el nuevo milenio el Fondo Monetario Mundial, el Banco Mundial y el Departamento de Comercio de EU calculan que la mitad de las transacciones a nivel internacional se efectuarán en esta modalidad.³ Más recientemente se observó un auge en la década de 1980, cuando la crisis del Tercer Mundo dejó a los países deudores sin suficientes reservas de divisas o línea de crédito para llevar a cabo un intercambio normal.⁴

www.countertrade.org/

Sitio oficial de Global Offset and Countertrade Association (GOCA). Esta asociación es un foro para las compañías que realizan contracomercio internacional y un recurso para las que exploran las posibilidades de esa clase de intercambio.

² Definición de Hennart (1989)

³ Consúltese esta estimación en Anyane-Ntow y Harvey (1995, p. 47).

⁴ En el capítulo 11 se explica el alcance y la severidad de la crisis de la deuda en el Tercer Mundo.

Tipos de contracomercio internacional

Hennart (1989) menciona seis formas: trueque, acuerdos de reciprocidad, comercio de intercambio, recompra, contracompra y compensación. Las tres primeras no incluyen el empleo de dinero; las tres últimas sí.

Trueque. Es el intercambio directo de bienes entre dos partes. Si bien el dinero no cambia de manos, se acostumbra valuar los bienes que se aportan en una moneda previamente acordada. A menudo es necesario asignarle a los bienes un valor monetario con fines contables, fiscales y de seguros.

Hammond (1990) describe el trueque como “una forma bastante primitiva de hacer negocios. Favorece el intercambio bilateral que a su vez —en las economías mercantilistas y bajo políticas imperialistas— fomentó un sistema rígido de dependencia colonial con mercados protegidos y fuentes cautivas de materias primas”. Continuó con su florecimiento hasta después de la Segunda Guerra Mundial cuando Bretton Woods estableció el sistema cambiario que impulsó la convertibilidad monetaria y el libre comercio.

Hoy, el trueque suele ser un intercambio que se realiza en una sola ocasión con mercancías cuando lo permiten las circunstancias. Schaffer (1989) da un ejemplo moderno que tuvo lugar entre General Electric y Rumania. La compañía se había comprometido a venderle en efectivo un generador de turbina. El financiamiento de Rumania no se realizó y para cerrar el trato la compañía aceptó a cambio productos de ese país, que posteriormente vendió por efectivo a través de su compañía comercial.

Acuerdo de reciprocidad (llamado también convenio de compensación bilateral). Es un tipo de trueque en el que las partes (gobiernos) firman un contrato para comprar cierto volumen de productos y servicios entre sí. Abren cuentas que se cargan siempre que un país importa productos del otro. Al final del periodo señalado, los desequilibrios de las cuentas se liquidan en moneda fuerte o con la transferencia de bienes. El convenio de compensación introduce el concepto de crédito en las transacciones: puede realizarse un intercambio bilateral que no necesariamente debe liquidarse de inmediato. Los saldos de las cuentas se calculan en forma periódica y los desequilibrios se liquidan con la moneda convenida. Anyane-Ntow y Harvey (1995) señalan que este tipo de arreglos se han efectuado usualmente entre países del Tercer Mundo, así como en los de Europa oriental. Citan como ejemplo el acuerdo de 1994 entre China y Arabia Saudita en una operación por 1 000 millones de dólares.

Comercio de intercambio. Un tercero compra el acuerdo de compensación de un país con moneda fuerte para venderlo después. El segundo comprador utiliza el saldo de la cuenta para adquirir bienes y servicios de la parte que presentaba el desequilibrio. Anyane-Ntow y Harvey (1995) dan un ejemplo del comercio de intercambio con la exportación de fertilizantes de Estados Unidos a Paquistán mediante un convenio de este tipo entre Rumania y Paquistán.

Recompra. Es la transferencia de tecnología mediante la venta de una planta manufacturera. El vendedor se compromete a comprar cierto volumen de la producción una vez construida la planta. Como observa Hennart (1989), el convenio maneja dinero en dos formas. Primero, el comprador obtiene un préstamo de moneda fuerte en el mercado de capitales para liquidar el importe de la planta. Segundo, el vendedor se compromete a comprar suficiente producción por un periodo a fin de que el comprador liquide los fondos obtenidos. Este tipo de operación es una forma de inversión directa en el país comprador. Algunos ejemplos son los contratos de Japón con Taiwán, Singapur y Corea para intercambiar equipo para fabricar chips de computadora por cierto porcentaje de la producción.⁵

Contracompra. Se parece a la modalidad anterior aunque con importantes diferencias. Las partes suelen ser un importador de tecnología de Europa oriental y un exportador de Europa occidental. La principal diferencia entre ambas modalidades es que en la contracompra la mercancía que el vendedor acepta comprar no se relaciona con el equipo exportado y no se produjo para ese fin. Se compromete a adquirir los bienes en una lista preparada por el importador a los precios que éste fije. Los que se incluyen en ella suelen ser bienes de difícil salida. Un ejemplo citado por Anyane-Ntow y Harvey (1995) es el contrato de intercambio de equipo industrial italiano por goma de Indonesia.

⁵ Consúltese a Anyane-Ntow y Harvey (1995, p. 48).



Fuerzas armadas, primer lugar en la lista del contracomercio internacional

Λας φυερζας αρμαδας δε Φιλπινας οχυπαν ελ πριμερ λυγαρ εν εστε τιπο δε τρανσαρχιονες δε τοδος λος οργανισμος γυβερναμενταλες, ρεπρεσενταρον υν τοπαλ δε 143.4 μιλλονες δε δ'λαρες εντρε 1989 ψ αγοστο δελ 2004, σεγ'ν εσταδ'στικας προπορχιοναδας πορ Πηλιπτινε Ιντερνατιοναλ Τραδινγ Χορπορατιον. Σον αχυερδος ρεχ'προχος ψ χομπενσατοριος θυε σε ρεφιερεν α λα χομπρα δε προδυχτος ο σερπιχιος αλ πενδεδορ, εν λος χυαλεσ'στε λε αηλυδα α ρεδυχιρ ελ χοστο νετο δε λα οπεραχι'ν μεδιαντε αλγυνα μοδαλιδαδ δε φινανχιαμειντο χομπενσατοριο.

Αμερ, λας φυερζας αρμαδας ανυνηχιaron θυε Φιλπινας σε βενεφιχι'ν ρεχιεντεμεντε χονδος τρανσαρχιονες δε χοντραχομερχιο χον λος μιλιταρες. Εν φεβρερο δελ α'ο πασαδο, οβτυπιερων Ξ2.1 μιλλονες δε δ'λαρες εν αρμας αυτομ'τικας Σθυαδ δε ΦΝ Ηερσταλ δε Β'λγ'για, χον υν δε χοντραχομερχιο πορ 1.8 μιλλονες δε δ'λαρες, ο σεα 85% δελ πρεχιο δελ χοντρατο.

Ελ προγραμμα πρεπαρ'ελ χαμ'νο αλας εζπορταρχιονες μυνδιαλες δε γομα σεμ'προχεσαδα πορ μεδιο δε υν εσθυεμα δε φινανχιαμειντο ελαβοραδο πορ Ρα'φεισεν Χεντροβανκ δε Αυστρια, ελ σοχιο χομερχιαλ δε ΦΝ Ηερσταλ χονφορμε αλ προγραμμα δε χοντραχομερχιο δε Φιλπινας.

Γροχιας α ελλο σε αβριερων λας πυερτας α τροσο μερχαδος, εντρε ελλος Ρεπ'βλ'για Χηεχα, Αυστραλια, Ιταλια, Αλεμανια ψ Νυεπα Ζελανδα, αγρεγαρον λος φυνηχιοναριος. Εν διχιεμβρε δελ 2003 ψ εν φεβρερο δελ 2004, λας φυερζας αρμαδας χομπραρον αδεμ'ς εν 7.6 μιλλονες δε δ'λαρες τρανσρεχεπτορες ΗΦ/ΣΣΒ ψ εθυιπο δε Μανπαχκ Χομμυνηχαιονς α Ηαρρις Χορπορατιον. Χομο βενεφιχιαριος διρεχτος δελ προγραμμα ρεχιβιερων χερχα δε 6.1 μιλλονες δε δολ'ρες εν αχτιπιδαδες χομπενσαδορας.

Ηαρρις Χορπορατιον σε χομπρομετι'α υνα χομπενσαχι'ν δε 80% δε απροξιμαδαμεντε 6.2 μιλλονες δε δ'λαρες ψ α υν χοντραχομεριο δε 20%, εστο εσ 1.5 μιλλονες δε δ'λαρες. Αλγυνος δε λος βενεφιχιος δε λα χομπενσαχι'ν ινχλυπεν αχτυαλιζαχι'ν δε σοφταρε δε 324 υνιδαδες δε Μανπαχκ Χομμυνηχαιονς, δοναχι'ν δε μ'ς βαπα'ιας Μανπαχκ, δοναχι'ν δε υν χονφυντο δε πρυεβας αυτοματιζαδας ψ δε μ'δυλος δε ρεπυεστο, σε'αλαν λος φυνηχιοναριος.

Ελ προγραμμα γυβερναμενταλ δε χοντραχομερχιο σε εσταβλεχι'ν πορ λα ορδεν αρεχτυπα 120. Εν ελλα σε εστιπυλα θυε τοδας λας χομπρας δελ γοβιερνο εθυιπαλεντε α υν μιλ'ν δε δ'λαρες ο μ'ς δεβεν τενερ υν ελεμεντο δε χοντραχομερχιο εθυιπαλεντε πορ λο μενος α 50% δελ παλορ δελ χοντρατο δε συμ'νιστρο. Ασ'πυεσ, ελ Δεπαρταμεντο δε Δεφενσα Ναχιοναλ εμιτι'λα χιρχυλαρ ν'μμερο 4 χον φερχα δε 20 δε φυλιο δε 2001, εν θυε εσταβλεχε θυε ελ χοντραχομερχιο φορμε παρτε δελ προγραμμα δε αδθυσιχιονες δε λας φυερζας αρμαδας εν τοδος λος προμηχτος χυψο χοστο συπερε ελ μιλ'ν δε δ'λαρες.

Δεσπυ'σ δε λας φυερζας αρμαδας πιενε λα Αυτοριδαδ Ναχιοναλ δε Αλιμεντος, χυψας τρανσαρχιονες δε χοντραχομερχιο συμαν υν τοπαλ δε 136.6 μιλλονες δε δ'λαρες. Μ'ς δε 300 μιλλονες δε δ'λαρες δε λος προδυχτος δε Φιλπινας σε ηαν εζπορταδο χον ελ Χουντερτραδε Προγραμ'οφ Γοπερνμεντ' δε συ προπεεδορ εν ελ εζτρανφερο.

Φυεντε: Καρλ Λαπερ Μ. Ψοπ, Βυσινεσα'Δορλαδ' 17 δε αγοστο δε 2004, π. 1.

Compensación. Es una especie de contrato comercial en el cual intervienen las industrias aeroespacial y de defensa. Es un convenio recíproco entre un país industrializado y otro que cuenta con industrias de defensa, aeroespacial o ambas. Hammond (1990) menciona el ejemplo de la venta de los “cazas” a propulsión F-16 fabricados por General Dynamics para Turquía y Grecia a cambio de aceitunas, proyectos hidroeléctricos, promoción turística y coproducción de aviones.

En el recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica” titulado “Las fuerzas armadas, primer lugar en la lista del contracomercio industrial” se explica cómo las fuerzas armadas de Filipinas se sirven de las transacciones de compensación y de las contracompras para conseguir equipo militar.

Algunas generalizaciones sobre el trueque internacional

El trueque internacional tuvo mucha importancia en las décadas de 1980 y 1990. Pueden aducirse razones en favor y en contra de él. Hammond (1990) advierte que un país tiene incentivos tanto positivos como negativos al respecto. Los incentivos negativos son los que imponen a una nación o empresa, sin importar si desea o no realizarlo, como la conservación de efectivo y de moneda fuerte, mejoramiento de los desequilibrios comerciales y mantenimiento de los precios de exportación. Entre los estímulos positivos, desde la perspectiva de la nación y de la empresa, cabe citar los siguientes: promoción del desarrollo económico, aumento del empleo, transferencia de tecnología, expansión del mercado, incremento de la rentabilidad, suminis-

tros menos caros, reducción del excedente de productos en inventario y mayor experiencia de mercadotecnia.

Los opositores afirman que el contracomercio internacional altera la actividad fundamental del libre mercado y que, por lo mismo, los recursos se utilizan en forma ineficiente: los costos aumentan, el comercio multilateral se restringe al favorecer los convenios comerciales y en general cuando no se utiliza dinero el desarrollo económico muestra un retroceso.

Hennart (1989) estudió empíricamente 1 277 contratos entre junio de 1983 y el 31 de diciembre de 1986, incluidos en *Countertrade Outlook*. De ellos 694 eran acuerdos de compensación, 171 trueques, 298 contracompras, 71 recompras y 43 compensaciones. Las naciones en cuestión fueron clasificadas en categorías del Banco Mundial: desarrolladas, miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), economías centralmente planificadas, de ingreso medio y de ingreso bajo.

Hennart, descubrió que cada grupo de naciones tenía la propensión a realizar cierto tipo de transacciones de contracomercio internacional. Los países exportadores de petróleo, los de ingreso mediano y los de ingreso bajo utilizaban más la contracompra; los de economías centralmente planificadas empleaban más la recompra; los países desarrollados y de ingreso medio realizaban más compensaciones. El contracomercio era más frecuente entre dos países de ingreso mediano, entre los desarrollados y los de ingreso medio, entre éstos y los de economías centralmente planificadas.

Según Hennart la alta frecuencia de recompras entre las economías centralmente planificadas concuerda con su empleo como sustitución de la inversión extranjera directa. Dos razones explican por qué ni estas economías ni los países de bajo ingreso efectúan transacciones de compensación, a las economías centralizadas no se les permite comprar armas de Occidente y los países de bajos ingresos no pueden darse el lujo de adquirir las que se venden a través de esta clase de operaciones. El trueque entre dos países de ingreso mediano (el caso más frecuente) se da entre dos países que desean evitar el pago de la deuda externa. Su ausencia entre los miembros de la OPEP y entre los países desarrollados se debe a que se utiliza para evitar los carteles y los convenios de mercancías básicas. El análisis de Marin y Schnitzer (1995) coincide con las conclusiones de Hennart.

Sin importar si las transacciones de contracomercio son buenas o malas para la economía global, una cosa parece cierta: aumentarán en un futuro cercano conforme se intensifique el comercio mundial.

RESUMEN

Las importaciones y exportaciones, así como el financiamiento del comercio, son los temas principales tratados en el capítulo.

1. Es más difícil realizar las transacciones del comercio internacional que las del comercio nacional. Intervienen riesgos mercantiles y políticos que no influyen en el comercio nacional. Sin embargo, un país no será muy competitivo en este ámbito si sus ciudadanos no tienen los bienes y servicios que necesitan y demandan.
2. Una transacción normal del comercio exterior requiere tres documentos fundamentales: carta de crédito, letra a plazo y conocimiento de embarque. La letra a plazo puede convertirse en un instrumento negociable en el mercado de dinero, llamado aceptación bancaria.
3. El descuento de pagarés a mediano plazo (*forfaiting*) es un tipo de financiamiento comercial, con el cual un banco compra con descuento, a un importador, una serie de pagarés en favor del exportador.
4. El Export-Import Bank (Eximbank) brinda asistencia competitiva a los exportadores estadounidenses al otorgarles préstamos directos a los importadores extranjeros, garantías de préstamos y seguro de crédito a los exportadores.
5. El contracomercio internacional gana terreno como instrumento para efectuar transacciones comerciales a nivel mundial. De las cuales existen varios tipos, sólo en algunas se utiliza dinero. En todos ellos el vendedor entrega al comprador productos o servicios a cambio de una promesa recíproca de que la otra parte se los comprará.

TÉRMINOS CLAVE

aceptación bancaria (A/B), 488	descuento de pagarés a mediano plazo (<i>forfaiting</i>), 490	letra a plazo, 488
conocimiento de embarque (C/E), 488	Export-Import Bank (Eximbank) de Estados Unidos, 491	letra de crédito (L/C), 488
contracomercio internacional, 492		

CUESTIONARIO

1. Comente algunas de las causas por las que el comercio internacional es más difícil y riesgoso que el nacional desde la perspectiva del exportador.
2. ¿Cuáles son los tres documentos básicos para realizar una transacción ordinaria de comercio internacional? Exponga brevemente el propósito de cada uno.
3. ¿Cómo una letra a plazo se convierte en aceptación bancaria?
4. Explique las formas en que el exportador puede recibir el pago en una transacción comercial a nivel mundial, una vez que el banco acepte la letra a plazo y ésta se convierta en aceptación bancaria.
5. ¿Qué es un descuento de pagarés a mediano plazo?
6. ¿Cuál es la función del Export-Import Bank?
7. ¿Piensa que el gobierno debería ayudar a las compañías privadas a efectuar el comercio internacional al otorgarles préstamos directos, garantías de financiamiento y/o seguro de crédito?
8. Explique brevemente los tipos de contracomercio internacional.
9. Exponga algunas ventajas y desventajas de este tipo de transacciones desde la perspectiva del país y de la empresa.
10. ¿En qué se distinguen una recompra y una contracompra?

PROBLEMAS

1. Suponga que una aceptación bancaria de dos millones de dólares vence en 90 días. Suponga además que la comisión del banco importador es 1.25% y que la tasa de mercado es 7% sobre una aceptación a ese plazo. Calcule cuánto recibirá el exportador si mantiene el documento hasta su vencimiento y también cuánto recibirá si lo descuenta con el banco del importador.
2. Una aceptación bancaria de un millón de dólares vence en 120 días. La comisión del banco del importador es 1.75% y la tasa del mercado es 5.75% a ese plazo. ¿Cuánto recibirá el exportador si mantiene la aceptación hasta su vencimiento? ¿Y si la descuenta con el banco del importador? Calcule además el rendimiento equivalente en bonos que el banco recibirá al descontar la aceptación con el exportador. ¿Debería el exportador descontar la aceptación o mantenerla hasta su vencimiento si su costo de oportunidad de capital es 11%?

EJERCICIOS DE INTERNET



En el capítulo se dijo que las aceptaciones bancarias son instrumentos negociables en el mercado de dinero. Quizá el lector desee incluirlas en su portafolio. El Fiscal Agents Financial Services Group es una empresa de asesoría en inversiones que se especializa en ayudar a los inversionistas a estructurar el portafolio para atender sus necesidades. Visite el sitio: www.fiscalagents.com y sabrá lo que los agentes fiscales piensan de la aceptación bancaria como inversión.

MINICASO**American Machine Tools, Inc.**

Εστα εμπρεσα, σιταδα εν ελ Μεδιο Οριεντε, φαβριχα εθυιπο παρα προδυχιρ ηερραμιεντασ ψ τρο-
 θελεσ. Υν ρεπρεσενταντε δελ γοβιερνο δε Εστονια λε πρεγυντ ία λα χομπα)ία λασ χονδιχιονεσ
 δε πεντα δε υν πεδιδο δε μαθυναρια πορ χινχο μιλλονεσ δε δ ίλαρεσ. Ελ γερεντε δε πεντασ
 ηαβλ ί χον ίλ, περο νο εστ(σεγυρο δε θυε ελ γοβιερνο λογρε ρευνιρ συφιχιεντε μονεδα φυερτε
 παρα ηαχερ λα οπεραχι ίν. Α διφερενχια δε λα εχονομία δε Εσταδοσ Υνιδοσ θυε ηα πενιδο εν
 χρεχιμιεντο, Αμεριχαν Μαχηνε Τοολσ νο ππο μυψ βυεν α)ο. Σιν δυδα θυε εστα οπεραχι ίν
 λε σερ(δε γραν υπιλιδαδ. Σι αλγο νο σαλε βιεν, προβαβλεμεντε σε περ(οβλιγαδα α δεσπεδιρ
 παρτε δε συ φυερζα χαλφιχαδα δε πεντασ.

¿Se le ocurre alguna forma con la cual American Machine Tools podría lograr la venta de
 maquinaria a Estonia?

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Anyane-Ntow, Kwabena y Santhi C. Harvey, “A countertrade primer”, *Management Accounting*, abril de 1995, pp. 47-50.
- Hammond, Grant T., *Countertrade, offsets and barter in international political economy*, St. Martin’s Press, Nueva York, 1990.
- Hennart, Jean-Francois, “Some empirical dimensions of countertrade”, *Journal of International Business Studies*, segundo trimestre, 1989, pp. 243-270.
- Marin, Dalia y Monika Schnitzer, “Tying trade flows: a theory of countertrade with evidence”, *The American Economic Review*, núm. 85, 1995, pp. 1047-1064
- Neumeir, Shelley, “Why countertrade is getting hot”, *Fortune*, 29 de junio de 1992, p. 25.
- Schaffer, Matt, *Winning the countertrade war*, John Wiley and Sons, Nueva York, 1989.

21 Ambiente de los impuestos internacionales

Los objetivos de la tributación

Neutralidad tributaria
Equidad tributaria

Tipos de tributación

Impuesto sobre la renta
Impuesto retenido
Impuesto al valor agregado (IVA)

El ambiente de impuestos nacionales

Tributación mundial
Tributación territorial
Créditos fiscales internacionales

Estructuras organizacionales para reducir las obligaciones fiscales

Ingreso de sucursales y de subsidiarias
Pagos hechos a filiales en el extranjero y recibidos de ellas
Paraísos fiscales
Empresa extranjera controlada

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: decisión para la ubicación de Sigma Corporation

Bibliografía y lecturas recomendadas

EN ESTE CAPÍTULO nos proponemos ofrecer una breve introducción al ambiente de impuestos internacionales que ayude a las multinacionales en su planeación fiscal y a los inversionistas en activos financieros mundiales. La regulación tributaria es un tema complejo a nivel nacional. Claro que es mucho más complejo en el nivel internacional. Por eso el capítulo se escribió para servir de introducción solamente.

El capítulo se inicia con una explicación sobre los dos objetivos fundamentales de la tributación: neutralidad y equidad impositiva. Una vez puestas las bases teóricas, se abordan los tipos principales de tributación. Luego se indica la forma de gravar los impuestos en el mundo, el propósito de los créditos fiscales internacionales y los tratados fiscales entre las naciones. El capítulo concluye con el examen de varios tipos de estructuras organizacionales cuyo fin es reducir las obligaciones fiscales. Dada la imposibilidad de estudiar en forma exhaustiva la tributación desde el punto de vista de los contribuyentes del país, se adopta necesariamente la perspectiva del contribuyente estadounidense cuando la explicación necesita ser acerca del país en específico.

Algunos problemas se abordaron antes en otros capítulos, por exigirlo así la exposición del tema en cuestión. Por ejemplo, en el capítulo 18 sobre la presupuestación del capital internacional se requería un conocimiento rudimentario de dos conceptos: la tributación mundial por los ingresos activos del extranjero y los créditos fiscales en el extranjero aplicados a una obligación doméstica de las multinacionales. El tema se revisa nuevamente en este capítulo para darle al lector un conocimiento más detallado y estructurado. Además, en el capítulo 19, dedicado a la administración del efectivo multinacional, se investiga la viabilidad de las estrategias de precios de transferencias para aminorar la obligación fiscal de las transnacionales. Este tema no se trata muy ampliamente en el capítulo, pues ya se expuso a fondo en el capítulo 19.

Los objetivos de la tributación

Es necesario estudiar dos objetivos básicos para que tengamos una idea cabal del ambiente de los impuestos internacionales: neutralidad y equidad tributaria.

Neutralidad tributaria

La **neutralidad tributaria** descansa en los principios de la eficiencia económica y de la equidad. La determinan tres criterios. El primero, la **neutralidad de capital-exportaciones** es el criterio de que un impuesto ideal debería recaudar fondos para el gobierno sin ejercer un efecto negativo sobre las decisiones económicas del contribuyente. En otras palabras, un buen impuesto logra captar recursos para el gobierno y no impide darles después el destino más apropiado, sin importar en qué parte del mundo se obtiene la tasa más alta de rendimiento. Por supuesto esta neutralidad se basa en la eficiencia económica mundial.

Un segundo criterio es la **neutralidad de nacionalidad**: el ingreso lo gravan en la misma forma las autoridades fiscales del país, sin importar en qué parte del mundo se percibe. En teoría es un objetivo encomiable, pues se basa en el principio de igualdad. En la práctica, es difícil de aplicar. Por ejemplo, en Estados Unidos el ingreso proveniente del extranjero se grava a la misma tasa que el percibido en el país y se otorga un crédito fiscal contra los impuestos pagados a un gobierno extranjero. Sin embargo, el crédito se limita al monto del gravamen que se pagaría si se percibiera en el país. Por lo tanto, una parte del crédito no se utiliza cuando la tasa pagada sobre el ingreso percibido en el extranjero es mayor que la de Estados Unidos.

Por supuesto, si las autoridades de Estados Unidos no limitan el crédito fiscal en el extranjero a una cantidad equivalente a la que pagan sus contribuyentes, éstos terminarían subsidiando parte del impuesto en que incurren las multinacionales estadounidenses con sus ingresos percibidos en el exterior.

El tercer criterio es la **neutralidad de capital-importaciones**. Significa que la carga fiscal que un país anfitrión impone a una subsidiaria extranjera de una multinacional debería ser igual, independientemente del país donde esta última se haya constituido e igual a la que impone a sus empresas. La implementación de esta neutralidad significa que, si la tasa impositiva de Estados Unidos fuera mayor que la del país donde la multinacional percibió el ingreso, *no* se incurriría en un impuesto adicional sobre un ingreso mayor pagado a la autoridad fiscal extranjera. A semejanza de la neutralidad nacional, este tipo se basa en el principio de la igualdad y su implementación crea un campo competitivo para todos los participantes en un mercado, por lo menos respecto a la tributación. No obstante, la implantación significa que un gobierno soberano aplica las políticas tributarias de las autoridades extranjeras al ingreso que sus multinacionales perciben allí y que los contribuyentes nacionales terminan con el pago de gran parte de la carga fiscal total. Claro que los tres criterios no siempre concuerdan.

Equidad tributaria

La **equidad tributaria** se basa en el principio de que todos los contribuyentes en situaciones similares deberían participar en el costo del funcionamiento del gobierno al acatar las mismas reglas. Desde el punto de vista operativo significa que se aplica la misma tasa fiscal sin importar el país donde la filial de una multinacional percibe el ingreso gravable. Un dólar ganado por una filial en el extranjero se grava con las mismas reglas que el ganado por una filial en el país. Es difícil aplicar el principio de la equidad tributaria, como veremos en una sección posterior la forma corporativa de la multinacional puede influir en el momento en que ocurra la obligación fiscal.

Tipos de tributación

En esta sección estudiaremos los tres tipos fundamentales que los gobiernos del mundo utilizan para generar ingresos: impuesto sobre la renta, impuesto retenido e impuesto al valor agregado.

Impuesto sobre la renta

En muchos países obtienen una parte importante de los ingresos fiscales mediante un **impuesto sobre la renta** a los ingresos personales y corporativos. Éste es un **impuesto directo**, es decir, lo paga directamente el contribuyente. Grava el **ingreso activo**, o sea el que proviene de la producción de una compañía o individuo o de los servicios prestados.

Una de las mejores guías para conocer las regulaciones del ingreso corporativo en la mayoría de las naciones es el anuario de PriceWaterhouseCoopers, *Corporate Taxes: Worldwide Summaries*. La ilustración 21.1 se basa en los resúmenes del PriceWaterhouseCoopers. Contie-

ILUSTRACION 21.1

Tasas porcentuales del impuesto corporativo en algunos países^a

Παίς	Τασα τριβυταρια	Παίς	Τασα τριβυταρια	Παίς	Τασα τριβυταρια	Παίς	Τασα τριβυταρια
Αλεμανια	26.38	Διναμαρχια	30	ΙσλασΣολομιον	30	Πολονια	19
ΑντιγαμΒαρβυδα	35	Εχραδορ	25	Ισλασσίργιενεσ	30	Πορτυγα	33
ΑντλλασΗολανδεσα	34.5	Εσλοπενι	25	Ιγγλεσασβ	15/0	ΦυεροΡιχο	39
ΑραβιαΣαυδιτα	30	Φσπαγα	35	Ισραε	36	ΡεινοΥνιδο	30
Αργεντινα	35	ΕσταδοσΥνιδοσ	35	Ιταλι	33	Ρεπ βλιγαΧηεχα	25
Αυστραλι	30	Εστονια	26	Φαμαια	33.33	Ρεπ βλιγαΧηεχα	28
Αυστρι	34	Φεδεραχι ΓνΡυσα	24	Θαπ Γν	46.2	Ρεπ βλιγαΔομινιχανα	25
ΑζερβαϊχΓν	24	Φιφ	31	Καζαριστ(	30	Ρυμανια	27.5
Βαριαμασ	0	Φιλιππινα	32	Κενια	30	ΣανταΛυχία	33
Βαρηειν	0	Φινλανδι	29	Κετονια	15	Σιγαπυρ	20
Βαρβαδοσ	36	Φινλανδι	35.46	Λιεχτηενστειν	20	ΣριΛανκα	39.5
Βιλιγια	33.99	Φρανχι	32.5	Λιτυανια	15	Συδφριχα	30
Βερμυδοσ	0	Γρεχια	35	Λυξεμβυργο	22.88	Συεχια	28
Βολιπι	25	Γυατεμαλα	31	Μαχαο	15.75	Συιζα	30
Βοστωανα	25	Γυψανα	35	Μαλασι	28	Σωαζιλανδια	30
Βρασι	33.76	Ηονδυρασ	30	Μιαλα	35	Ταηιτ	40
ΒρυειΔαρυσαλαμ	30	ΗονγκΚονγ	17.5	Μαυριτανια	25	Ταιλανδι	30
Βυλαρια	19.5	Ηυγγρία	16	Μιξιχο	33	ΦατωΓν	25
Χαμβονα	20	Ινδια	35.875	Μοζαμβιθε	32	Τανζανια	30
Χαναδ(	33.1	Ινδονεσια	30	Ναμιβια	35	ΤρινιδαδνΓοβαγο	30
Χηιλε	17	ΙρΓν	25	Νορυεγα	28	Τυρθυί	33
Χηινα	33	Ιρλανδα	12.5	ΝυεπαΧαλεδονια	30	Ψχρανια	25
Χηιπε	15	ΙσλαδελΗομβρε	18	ΝυεπαΖελανδα	33	Υγανδα	30
Χολομβια	36.7	ΙσλασΧαμΓν	0	ΟμΓν	30	Υρφυραψ	35
Χονγο	40	ΙσλασδελΧαναλ	20	ΠαίσοσΒαφο	34.5	ΥζβεκιστΓν	18
Χορεα	29.7	, Γυερνεψ	20	Ριαναμ(	30	φενεζυελα	34
ΧοσταδεΜαρφιλ	35	ΙσλασδελΧαναλ	20	ΠαθβιστΓν	41	ζιετναμ	28
ΧοσταΡιχα	30	, Θερσεψ	20	Παραγυα	30	Ζαμβια	35
Χροαχια	20	ΙσλασΦαρο	20	Ψερ Γ	30	Ζιμβαβυε	30.9

^a Λαταβιλαχογιενελαστασαστριβυταριασμαργιναλ,εσνορμάλ,εσ,εστ(νδαρορεπροεσεντατιπασδελεξ,τρεμοσπυροραπλ,ιχαβλ,εσάλ,εσασεμπερεσασνοφινανχιε

^β Εξωσλασσίργιενεσνοαχομπα)ι,απολ,οχα,χογιστινιδαχομοτρασναχιονάλ,εσ(εξενταδεμπεεστος.

Φυενη:υλοστραχι ΓνβασαδανΠριχεΩατιετηρηουσε:Χοοπερσ,Χορπορατε:Ταξεσ:Αορλ,δωιδε:Συμμαριασ,2004.

ne las tasas normales, estándar o representativas marginales del extremo superior de las empresas domésticas no financieras en 113 países. Como se aprecia, varían desde un porcentaje cero en los paraísos fiscales (Bahrein, Bermudas, Islas Vírgenes e Islas Caimán) hasta un porcentaje de 40% en algunas naciones. La tasa marginal actual de 35% en Estados Unidos se sitúa hacia el extremo superior de las establecidas por la mayor parte de las naciones.

Impuesto retenido

El impuesto retenido grava el ingreso pasivo que un individuo o una empresa de un país obtiene bajo la jurisdicción fiscal de otro. El **ingreso pasivo** incluye los dividendos e intereses, las regalías, patentes y derechos de autor percibidos por el contribuyente. Este tipo de gravamen es un **impuesto indirecto**: el impuesto lo paga un contribuyente que no generó directamente el ingreso que sirve de fuente del ingreso pasivo. El impuesto se retiene de los pagos que la empresa hace al contribuyente y que entrega a la autoridad fiscal local. Garantiza a la autoridad que recibirá el impuesto correspondiente al ingreso pasivo ganado dentro de su jurisdicción.

[www.taxsites.com/
international.html](http://www.taxsites.com/international.html)

www.taxup.com

Estos sitios web ofrecen información fiscal y contable por país.

Muchos países tienen **tratados fiscales** que estipulan la tasa de retención que se aplica a diversas clases de ingreso. La ilustración 21.2 contiene las tasas *básicas* que Estados Unidos impone a otros países mediante esos tratados. En algunos tipos de ingreso pasivo, las tasas no siempre coinciden con las de la ilustración.¹ Las tasas especificadas en los tratados son bilaterales, es decir, dos países acuerdan las tasas que aplicarán a varias categorías del ingreso pasivo, mediante una negociación.

En la ilustración 21.2 se indica que, según la categoría del ingreso pasivo, las tasas del impuesto retenido fluctúan entre 0 y 30%. Conviene puntualizar que las tasas varían mucho entre los países dentro de una categoría. Por ejemplo, en Estados Unidos se retiene 0% sobre el ingreso por intereses de los contribuyentes que residan en la mayoría de los países de Europa occidental y 30% a los que residan en Paquistán. Se observa, asimismo, que se retiene 30% del ingreso pasivo a los que residan en naciones donde no existen los tratados correspondientes. En la ilustración 21.2 se observa que conforme al tratado de retención en un país, la tasa *general* sobre los dividendos pagados a beneficiarios con la inversión en portafolio de una compañía estadounidense, suele ser mayor que la tasa *directa* de dividendos aplicada a los inversionistas que poseen una parte importante de la propiedad.

Impuesto al valor agregado (IVA)

[www.eurunion.org/legislat/
VATweb.htm](http://www.eurunion.org/legislat/VATweb.htm)

En este sitio web se exponen los aspectos prácticos del impuesto al valor agregado en la Unión Europea.

Es un impuesto nacional indirecto sobre el valor agregado en la producción de un bien (o servicio) a medida que pasa por las etapas de producción. Se implementa de varias formas. El “método de sustracción” se aplica normalmente en la práctica.

El impuesto al valor agregado se ha convertido en una importante manera de gravar a los particulares en muchos países de Europa (especialmente los que pertenecen a la Unión Euro-

EJEMPLO 21.1

Cálculo del impuesto al valor agregado (IVA) A manera de ejemplo del método de sustracción con que se calcula, supongamos un IVA de 15% sobre un bien de consumo que pasa por tres etapas de producción. Supongamos que la etapa 1 es la venta de las materias primas al fabricante, con un costo de €100 por unidad de producción. En la etapa 2 el producto terminado se embarca a los detallistas a un precio de €300. En la etapa 3 se vende al consumidor final en €380. Se agregó un valor de €100 en la etapa 1, lo que da por resultado un IVA de €15. En la etapa 2 el IVA es 15% de €300 (€45), con un crédito de €15 contra el valor agregado en la etapa anterior. En la etapa 3 el IVA adicional es €12 sobre los €80 del valor agregado por el detallista. Puesto que el consumidor final paga €380, en realidad paga el IVA total de €57 (€15 + €30 + €12), que equivale a 15% de €380. Claro que el IVA equivale a imponer un impuesto nacional a las ventas. El cálculo del IVA se resume en la ilustración 21.3

¹ Consúltense un ejemplo de las tasas de impuestos retenidos en 2004 PriceWaterHouseCoopers, *Corporate Taxes: Worldwide Summaries*.

ILUSTRACIÓN 21.2

Tasas porcentuales de impuestos retenidos de los tratados fiscales de Estados Unidos con algunos países^a

Παίς	Ιντερψ παγαδο πορ χοντριβυπεντες δε Εσταδος Υνιδος: γενεραλ	Διπιδενδος ^β		
		Παγαδο πορ εμπρεσας δε ΕΥ: γενεραλ	Συφετος α λα τασα διρεχτα δε διπιδενδος	Ρεγαλίσ ^α
Αλεμανια	0	15	5	0
Αυστραλια	10	15	5	0
Αυστρια	0	15	5	0
Βαρβαδος	5	15	5	5
Βίλγχα	15	15	5	0
Χαναδ	10	15	5	0
Χηνα, Ρεπ βλιχα Ποπωλαρ δε Εσταδος Ινδεπενδιεντες	10 0	10 30	10 30	10 0
Χηπρε	10	15	5	0
Χορεα, Ρεπ βλιχα δε	12	15	10	15
Διναμαρχα	0	15	5	0
Εγιπτο	15	15	5	0
Εσλοπενια	5	15	5	5
Εσπα)α	10	15	10	8
Εστονια	10	15	5	5
Φίλιπινος	15	25	20	15
Φινλανδια	0	15	5	5
Φραγκια	0	15	5	5
Γρεχια	0	30	30	0
Ηυγγρ)α	0	15	5	0
Ινδια	15	25	15	10
Ινδονεσια	10	15	10	10
Ιρλανδα, Ρεπ βλιχα δε	0	15	5	0
Ισλανδια	0	15	5	0
Ισραελ	17.5	25	12.5	15
Ιταλια	15	15	5	10
Θαμαιχα	12.5	15	10	10
Θαι βν	10	10	5	0
Καζαριστ)ν	10	15	5	10
Λετονια	10	15	5	5
Λιτωανια	10	15	5	5
Λυξεμβουργο	0	15	5	0
Μαρρυεχος	15	15	10	10
Μίξιχο	15	10	5	10
Νορνεγα	0	15	15	0
Νυεπια Ζελανδα	10	15	15	10
Παίσεσ Βαφος	0	15	5	0
Παίσεσ σιν τραταδο	30	30	30	30
Παθυστ)ν	30	30	15	0
Πολονια	0	15	5	10
Πορτογαλ	10	15	5	10
Ρεινο Υνιδο	0	15	5	0
Ρεπ βλιχα Χηεχα	0	15	5	10
Ρεπ βλιχα Εσλοπαχα	0	15	5	10
Ρουμανια	10	10	10	15
Ρυσια	0	10	5	0
Συδ)φριχα	0	15	5	0
Συεχια	0	15	5	0
Συιζα	0	15	5	0
Ταιλανδια	15	15	10	8
Τρινιδαδ ψ Τοβαγο	30	30	30	15
Τινεζ	15	20	14	10
Τυρθ)α	15	20	15	5
Υχρανια	0	15	5	10
Φενεζυελα	10	15	5	5

^a Λα ιλυστραχι βν χοντιενε λασ τασασ β)σιχας δε ρεπνεχι βν δε λος τραταδος; χονσ)λτενσε εν λα φυεντε ορηνωλ λασ ε)χεπχιονεσ ψ λασ τασασ απ)χοβ)εσ α)χασοσ εσπεχιαλεσ.

^β Εν Εσταδος Υνιδος νο σε γραπαν)λος διπιδενδος παγαδος πορ υνα εμπρεσα εσταδουνιδενσε θυε ρεχ)βε πορ λο μενοσ 80% δε συ ινγεροσ βρυτο δε υνα τρανσναχιονωλ αχ)πια εν ελ περιοδο δε 3 α)οσ αντεσ δε λα δεχ)λαραχι βν δε διπιδενδος.

^γ Ρεγαλ)ασ: λα τασα εσ δισπιντα σι προπινεν δε ινδυστριωλ)χινεματογραφ)α ψ τελεπισι βν)οτροσ.

Φυεντε: Πριχε)λατερηουσε Χοοπερσ, Χορπαρε Ταξεσ)Ορολ)δοιδε Συμμ)αριεσ, 2004, π. 899-903. Ρε ιμπρεσα χονατοριζ)αχι βν.

ILUSTRACIÓN 21.3**Κάλυλο το ιμυετο αλ
υαλο αγροαδο**

Εταπα δε προδυχι (ν	Προχι δε υεντα	αλοο αγροαδο	ΙαΑ ιυχιρομενταλ
1	€100	€100	€15
2	€300	€200	€30
3	€380	€80	€12
			ΙαΑ τουλ €57

pea) y también en las de América Latina. Los economistas lo prefieren al impuesto sobre la renta, porque éste desincentiva el trabajo, mientras que el impuesto al valor agregado desalienta el consumo superfluo. Además, impulsa el ahorro nacional y en cambio el impuesto sobre la renta tiene el efecto contrario porque grava los ahorros. Para las autoridades fiscales es más fácil recaudarlo que el impuesto sobre la renta porque se dificulta más la evasión. Además, las etapas del proceso productivo cuentan con un incentivo para obtener la documentación de la etapa anterior en que pagaron el IVA, a fin de conseguir el mayor crédito fiscal posible. No falta quienes señalen que el costo de llevar los libros significa en este caso una carga económica para la pequeña empresa.

Un problema del impuesto al valor agregado —especialmente en la Unión Europea— radica en que no todas las naciones imponen la misma tasa. Por ejemplo, en Dinamarca es 25% y en Alemania apenas 16%. En consecuencia, los consumidores que viven en una nación con tasa alta pueden adquirir productos más baratos con sólo comprar en un país donde el impuesto sea menor. En efecto, *The Wall Street Journal* publica que los daneses a menudo *exigen* el IVA más bajo de Alemania en sus compras.² El problema terminará por resolverse o al menos mitigarse en los países de la Unión Europea, pues se prevé que las tasas se armonizarán entre ellos. En el recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica” titulado “El terrible espectro de la TRIBUTACIÓN” se da una explicación interesante sobre la implantación del IVA en Estados Unidos como un instrumento de la reforma fiscal.

El ambiente de los impuestos nacionales

El ambiente internacional que enfrentan una multinacional o un inversionista internacional depende de la jurisdicción fiscal creada por el país, donde la multinacional opera o donde el inversionista tiene sus activos financieros. Hay dos tipos fundamentales de jurisdicción: la *mundial* y la *territorial*. Si no se establecen algunos mecanismos para evitarla, habría una doble tributación si en todo el mundo se aplicaran ambos al mismo tiempo.

Tributación mundial

El método **mundial** o **residencial** de declarar una jurisdicción nacional consiste en gravar el ingreso mundial de los habitantes del país, sin importar en que país lo obtengan. La autoridad fiscal, de acuerdo con este método, declara su jurisdicción sobre los individuos y las empresas. Se gravará en el país de origen el ingreso que en el interior o en el exterior consigue una multinacional con muchas filiales en el extranjero. Obviamente, si los países anfitriones también gravan el que se obtiene dentro de sus fronteras, existe la posibilidad de doble tributación salvo que se cree un mecanismo para evitarlo.

Tributación territorial

El método **territorial** o de **fuentes** con que se declara una jurisdicción fiscal consiste en gravar todos los ingresos percibidos dentro del país por un contribuyente nacional o extranjero. Así pues, sin importar la nacionalidad del contribuyente, ese país los gravará cuando se obtienen dentro de las fronteras. La autoridad fiscal declara su jurisdicción sobre las transacciones

² Consúltese a Horwitz (1993).



El terrible espectro de la TRIBUTACIÓN

Σι ελ λεχτορ πυδιερα χρεαρ υν σιστεμα τριβυταριο ναχιοναλ, Γστε σε παρεχερά μψ ποχο αλ δε Εσταδος Υνιδος. Παρμιτιρά α λασ περσονας ψ α λασ εμπρεσας χαλχυλαρ ρ(πιδα ψ φ(χιλμεντε συσ μι- πνεστος σιν νεχεσιδαδ δε αχυδιρ α υν χονταδορ, α υν αβογαδο ο υν προγραμα δε χομπυταχι Γν. Γενεραρά λος μισμοσ ινγρεσος θυε ελ σιστεμα αχταλ παρα θυε λος γαστος δελ γοβιερνο νο σε ρεδυφεραν δρ(στιχαμεντε δε ινμεδιατο ο εν αβσολυτο, σεγ Γν συ πρεφερενχια περσοναλ. Περο αηορραρά ταντο αλ γοβιερνο χομο α λος χοντριβυπεντες λος μιλεσ δε μιλλονες θυε γασταν χαδα α)ο εν λα πλανεαχι Γν φισγαλ, εν λα πρεπαραχι Γν δε χομπλερασ δεχλαραχι- νες, εν αυδιτοριασ ψ φυιχιος.

¿Qué es lo justo?

Ελ λεχτορ προχυραρά θυε ελ νυεπο σιστεμα σιμπλιφιαδο φυεσε φυ- στο, περο προντο δεσχυβριρά θυε λα ιδα δε λο εθυιτατιπο εσ εντερ- αμεντε συβρεπια. Αλγυνος πιενσαν θυε λα τριβυταχι Γν προγρεσιπα □ιμπνεστος μ(σ αλτος α ινγρεσος μαψορεσ □ εσ λα εσενχια δε λα εθυιδαδ φισγαλ. Οτροσ πιενσαν θυε σιγνιφια γραπωρ χαδα δ Γλαρ χον λα μισμα τασα. Θυιζ(παρα υστεδ σιγνιφιθυε χαργαρ ελ μισμο ιμπνεστο αλ ινγρεσο προχεδεντε δε διπερσας φυεντες. Περο ηαψ θυιενεσ χρεεν θυε ελ ινγρεσο δε λα ινπερσι Γν δεβερά α παγαρ υνα τασα μ(σ αλτα ο μ(σ βαφα θυε ελ θυε σε οβτιενε δε συελδος ψ σαλαριος.

Εν οπινι Γν δε αλγυνος, υν χ Γδιγο φισγαλ φυστο οφρεχε αβυνδαν- τες ινχεντιπος α λα χονδυχα θυε φυζγαν σοχιαλμεντε αχεπταβλε: χασαρσε, προχεαρ, ποσεερ υνα χασα, δαρ δονατιπος παρα οβρασ δε χαριδαδ, ινπερτιρ ψ αηορραρ παρα λα φυβιλαχι Γν. Λο μισμο παλε εν ελ χασο δε λασ εμπρεσας: λος ινχεντιπος παρα χομπαραρ εθυιπο νυε- πο, παρα χοντραταρ μ(σ περσοναλ, παρα περφοραρ υν ποζο πετρολερο ο παγαρ υν σεγυρο δε γαστος μ Γδιχοσ. Σ Γλο πορ χιαρ αλγυνος εφεμπλος. Περο οτροσ εστ Γν χονπενχιδος δε θυε υν χ Γδιγο φυστο περμιτε α λος ινδιπιδος ψ α λασ εμπρεσας γασταρ ελ δινερο χομο λεσ πλαζχα. Πορ λο ταντο, δεβερά αν αβολιρσε τοδασ λασ δεδυχιονες πορ βιεν ιντενχιοναδασ θυε σεαν.

Αλγυνος ρεφορμαδορεσ αμβιχιοςος ασεγυραν θυε ελ ινγρεσο σοβρε λα ρεντα δεβερά ρεμπλαζαρσε (ο ρεδυχιρεσ ψ χομπλε- μενταρσε) χον υν ιμπνεστο ναχιοναλ σοβρε λασ πεντας αλ δεταλλε χοβραδο πορ λος χομερχιαντες. Ασι σε εστιμυλαρά ελ αηορρο αλ γραπωρ ταν σ Γλο ελ χονσυμο. Λα χαργα δε λα χλασε μεδια ψ δε λος ποβρες σε αληγαρά αλ ρεδυχιρ αλγυνος ιμπνεστος σοβρε πεντας

ο αλ εξενταρ λος αλιμεντος, λα ροπα ψ λα μεδιχίνα. Οτροσ πρεφιερην υν ΙζΑ αλ εστολο ευροπεο: σε γραπαν λος βιενεσ ψ σερπιχιος εν λασ εταπασ δε προδυχι Γν ψ σε ιντεγραν εν υν πρεχιο φιναλ. Αλ τραπαρε δε υνα εχονομί α εν χρεχιμιεντο, ελ ΙζΑ ποδρά α γενεραρ ενορμεσ χαντιδαδσε δε δινερο εν υνα φορμα χασι ινπισβλε παρα λος χοντρι- βυπεντες: σερά αραχτιπο παρα αλγυνος μιεμβροσ δελ Χονγρεσο περο αταρρα α οτροσ.

Υν ιμπνεστο Γνχο δε 16% ο 17% εν Εσταδος Υνιδος ποδρά α αχομπα)αρσε δε υνα αλτα δεδυχι Γν γενεραλ θυε εξενταρα α λασ περσονας δε εσασος ινγρεσος ψ ταμβι Γν α μιλλονες δε φαμίλιασ δε ινγρεσος βαφορ ψ μεδιανος. Περο ελ Χονγρεσο νο θυισο αβολιρ τοδασ λασ δεδυχιονες δεταλλαδασ, εντρε ελλασ αλγυνας ταν πο- πυλαρεσ χομο λα δεδυχι Γν δε λος ιντερεσεσ ηιποτεχαριος ψ λος δονατιπος παρα οβρασ δε χαριδαδ; ασι θυε λα τασα Γνχα προβαβλε- μεντε σε υβιχαρά εν ελ ρανγο ιντερμεδιο δε 20% παρα προδυχιρ ελ νιπελ αχταλ δε ινγρεσος. Ιρ Γνιχαμεντε, λος χονσερπαδορεσ λε ρεσταν προβαβιλιδαδσε α συ ρεφορμα πρεφεριδα □ελ ιμπνεστο Γν- χο □ χαδα πεζ θυε χονπενχεν αλ Χονγρεσο παρα θυε ρεδυζχα λος ιμπνεστος δελ χ Γδιγο πιγεντε. Υν εφεμπλο δε ελλο εσ λα ρεχι Γν απροβαδα τασα δε 15% σοβρε διπιδενδος.

Σεγυραμεντε ελ λεχτορ ψα αδιπιν Γ πορ θυ Γ παρα λος εσταδου- δενσεσ λα ρεφορμα φισγαλ α φονδο εσ υν βυενα ιδα εν τεορά περο νο σαβεν χυλ αχεπταρ.

Consecuencias funestas

Αλ επάλυαρ λασ περσπεχτιπασ δε υνα ρεφορμα τριβυταρια α φονδο, ρεχυερδε θυε ηαχε απενασ 25 α)οσ λασ τασασ μ(ξιμασ μαργι- νολασ δε 70% ψ λασ μ(σ αλτασ εραν χομυνες εν λασ δεμοχραχιασ οχχιδενταλεσ. Σε ενχυεντραν ρεδυχιδασ α λα μιταδ, λογορ πολί χχο ρεαλμεντε ενχομιαβλε. Περο λασ σιγνιεντες ιδαεσ ρεφορμαδορασ □ελ ιμπνεστο Γνχο, ελ ιμπνεστο ναχιοναλ α λασ πεντας ψ ελ μι- πνεστο αλ παλορ αγρεγαδο □ τιενεν εφεχτος εχον Γμιχοσ μυχηο μ(σ οσαδος ψ ατερραδορεσ θυε λασ ρεδυχιονες δε λα τασα δυραντε λα δ Γχαδα δε 1980. Εν χονχλυσι Γν, εν χασο δε πρεσχινδιρ αηορα δε συσ μ Γριτος εσ μψ ποχο προβαβλε θυε λασ απρυεβεν. Λα μα- ψορ παρτε δελ πνεβλο εσταδουνιδενσε πρεφιερε ελ δεμονιο θυε χονοχεν α υνο θυε ταν σ Γλο πυεδεν ιμαγιναρ.

Φυεντε: Κνιητ Κιπλινερ, *Κιπλινερσ Παρσοναλ Φινανζε*, νοπιεμβρε δε 2004, εφεμπλαρ 11 δελ σπολυμεν 58, π. 58.

efectuadas en su territorio. En consecuencia, se grava el ingreso en el país *fuentes* tanto de las empresas locales como de las filiales de las multinacionales. Por supuesto, cuando el país de origen también grava el ingreso a nivel mundial, existirá la posibilidad de la doble tributación salvo que se cree un mecanismo para evitarlo.

el extranjero.³ En términos generales, los créditos fiscales se clasifican en directos e indirectos. Los créditos *directos* en el extranjero se calculan a partir de los impuestos directos sobre el ingreso activo de una sucursal que una multinacional estadounidense tenga en el exterior o sobre los impuestos indirectos retenidos del ingreso pasivo distribuido por la subsidiaria a la compañía matriz. En las subsidiarias que la multinacional estadounidense tenga en el exterior, se calcula un crédito *indirecto* para los impuestos que se *juzguen pagados* por la propia subsidiaria. El crédito fiscal ya pagado corresponde a la parte de la distribución de las utilidades disponibles que realmente se repartieron. Por ejemplo, si una subsidiaria de participación extranjera total paga dividendos equivalentes a 50% de los impuestos que la subsidiaria paga sobre el ingreso obtenido en el exterior.

En un año fiscal cualquiera, una *limitación global* se aplica a los créditos fiscales internacionales; el máximo total del crédito depende del monto del impuesto que se cargue al ingreso procedente de fuentes extranjeras, en caso de que se hubiera obtenido en Estados Unidos. El crédito máximo se calcula sobre el ingreso mundial de fuentes externas, las pérdidas en un país se compensan con las utilidades conseguidas en otro. El exceso del crédito de un año fiscal puede trasladarse dos años atrás y cinco años adelante. En la siguiente sección se dan ejemplos de cómo se calculan los créditos fiscales de una sucursal de Estados Unidos en el extranjero y también sus operaciones. No es necesario incluir el impuesto al valor agregado al calcular el crédito, pero se gastan indirectamente como parte del costo de un bien o servicio.

Los inversionistas estadounidenses pueden recibir un crédito por los impuestos retenidos que se dedujeron de los dividendos y del ingreso por intereses devengados de los activos financieros internacionales de su portafolio.

Estructuras organizacionales para reducir las obligaciones fiscales

Las naciones gravan el ingreso procedente del exterior de sus multinacionales en forma diferente. Además, independientemente de los objetivos comunes de la neutralidad y la equidad fiscal, las formas de estructurar una multinacional en un país pueden originar diversas obligaciones. Por lo tanto, los ejecutivos deben familiarizarse con varias estructuras que les ayuden en las etapas del ciclo de vida de la empresa para disminuir las obligaciones fiscales. Lo que en seguida diremos sobre las estructuras se relaciona con las normas tributarias de Estados Unidos.

Ingreso de sucursales y de subsidiarias

Una filial internacional de una multinacional de Estados Unidos puede organizarse como sucursal o como subsidiaria. Una **sucursal internacional** no es una compañía independiente ni separada de la compañía matriz; realmente es una extensión de ella. En consecuencia, el ingreso activo o pasivo que la compañía matriz recibe del exterior debe repatriarse. Una **subsidiaria internacional** es una filial de la multinacional constituida independientemente en el extranjero y en la cual la multinacional posee por lo menos 10% de las acciones comunes con derecho a voto. Recibe el nombre de *subsidiaria internacional minoritaria* o *transnacional no controlada* cuando la multinacional estadounidense posee más de 10%, pero menos de 50% de dichas acciones. Un ingreso activo y pasivo del exterior procedente de fuentes externas se grava en Estados Unidos sólo cuando se envía a la compañía matriz mediante un dividendo. La *empresa extranjera controlada* es aquella en que la multinacional posee más de 50% de las acciones con derecho a voto. El ingreso activo obtenido así de una empresa controlada se grava en Estados Unidos sólo cuando se remite a la multinacional; en cambio, el ingreso pasivo se grava al ganarse, a pesar de que no haya sido repatriado. Más adelante en esta sección hablaremos con mayor detenimiento de las empresas extranjeras controladas.

³ En general, Kuntz y Peroni (1994) señalan que Estados Unidos ejerce una “jurisdicción fiscal limitada sobre los no residentes y las transnacionales. Los residentes pagan impuestos únicamente sobre el ingreso que tenga un nexo bastante estrecho con el país”.

EJEMPLO 21.2

Κάλculos del crédito fiscal internacional La ilustración 21.4 contiene ejemplos de estos cálculos en el caso de una sucursal en el extranjero y de una subsidiaria completamente propiedad de una multinacional estadounidense ubicada en Finlandia y Paquistán. Se utilizan las tasas del actual impuesto nacional sobre la renta que se incluyen en la ilustración 21.2, así como las de los tratados referentes a los impuestos retenidos respecto a Estados Unidos. Finlandia y Paquistán gravan el ingreso de las sucursales internacionales a la misma tasa que el ingreso gravable nacional. Los ejemplos muestran una obligación fiscal total de 100 dólares sobre el ingreso gravable extranjero cuando puede o no utilizarse el exceso de los créditos fiscales internacionales. Por lo regular se trasladan dos años hacia atrás y cinco hacia adelante. Los ejemplos suponen que *todos* los ingresos del exterior disponibles para enviarse se remiten de inmediato a la compañía matriz en Estados Unidos.

La ilustración 21.4 indica que, cuando la multinacional de Estados Unidos, puede utilizar íntegramente el exceso del crédito fiscal, la obligación tributaria global es 35 dólares por 100 del ingreso internacional gravable (35%), la misma cantidad adeudada sobre 100 dólares del ingreso gravable obtenido en Estados Unidos. Esto es así: (1) sin importar en qué país se halle la filial internacional, (2) sin importar si se fundó como sucursal o como subsidiaria y (3) sin el impuesto sobre la renta y las tasas de impuestos retenidos. Una multinacional que habitualmente genera un exceso de créditos fiscales internacionales nunca podrá utilizarlos en el tiempo permitido. Así pues, la situación más común es que prescinda de ellos.

Cuando eso sucede, la obligación fiscal internacional de una sucursal es mayor que la que se incurre en Estados Unidos cuando la tasa tributaria del exterior es más alta que la de 35% en ese país. En el caso de una subsidiaria internacional la obligación será mayor que la obligación correspondiente en Estados Unidos cuando: [obligación fiscal en el extranjero tasa de impuestos retenidos (tasa tributaria sobre la renta en el extranjero tasa de impuestos retenidos)] es mayor que la tasa del impuestos sobre la renta de 35% vigente en Estados Unidos. Pongamos un ejemplo, una subsidiaria internacional en Paquistán cuyo exceso de crédito no puede utilizarse tiene una obligación fiscal total de 0.41 0.0375 (0.41 0.0375) 0.4321, o sea 43.21% frente a 35% en Estados Unidos.

ILUSTRACIÓN 21.4

Ejemplos de cómo calcular en Estados Unidos los créditos fiscales en el extranjero de las sucursales y de las subsidiarias

	Φινλανδία		Παθυστ(ν)	
	Συγχουσαλ	Συβσιδιαρια	Συγχουσαλ	Συβσιδιαρια
Τασα τριβυταρια εν ελ εξτρανφερο	29%	29%	41%	41%
Τασα δε ιμπευστος ρετενιδος	N/A	5%	N/A	3.75%
Ινγρεσο γραψαβλε	100	100	100	100
Ιμπευστο σοβρε λα ρεντα εν ελ εξτρανφερο	29	29	41	41
Νετο διασπονιβλε παρα εντῆο	71	71	59	59
Τασα δε ιμπευστος ρετενιδος ^α	0	4	0	2
Εφεχτισπο νετο α λα ματριζ Εσταδος Υνιδος	71	67	59	57
Ινγρεσο βρυτο: ιμπευστο σοβρε λα ρεντα	29	29	41	41
Ινγρεσο βρυτο: ιμπευστο ρετενιδο	0	4	0	2
Ινγρεσο γραψαβλε εν Εσταδος Υνιδος	100	100	100	100
Ιμπευστο σοβρε λα ρεντα εν Εσταδος Υνιδος αλ 35%	35	35	35	35
Μενος χριδιτο φισχαλ ιντερναχιοναλ:				
Ιμπευστο σοβρε λα ρεντα	29	29	41	41
Ιμπευστο ρετενιδο	0	4	0	2
Ιμπευστο νετο Εσταδος Υνιδος (εξχεσο δε χριδιτο)	6	2	(6)	(8)
Τοταλ ιμπευστο: εξχεσο δε χριδιτο υσαδο	35	35	35	35
Τοταλ ιμπευστο: εξχεσο δε χριδιτο νο υτιλιζαδο	35	35	41	43

^α Σε συπνε θυε σε δεχλαρα χομο διπιδενδο ελ 100% δε λος φονδος διασπονιβλεσ παρα ενπιαρσε.

El ejemplo anterior indica que los directivos de una multinacional deben tener conocimiento de las tasas actuales que imponen los países anfitriones al decidir donde instalar sus filiales. Más aún, en la ilustración se muestra que puede haber una diferencia en la obligación fiscal debido al ingreso de fuentes extranjeras, según la estructura organizacional que se elija para la filial. De esta forma, los directivos tienen que conocer las diferencias fiscales de un país en particular cuando decidan si estructuran la compañía como sucursal o como subsidiaria. Por ejemplo, a menudo las filiales de creación reciente arrojan pérdidas operativas en los primeros años. En caso de que esa situación sea la esperada, quizá convenga que para una multinacional de EU establecer en el extranjero una sucursal, pues las pérdidas operativas de ésta se consolidan con las ganancias de la multinacional con fines fiscales. De manera alternativa, cuando el ingreso procedente del exterior debe reinvertirse allí para ampliar las actividades, quizá convenga más organizarse como subsidiaria minoritaria si la tasa tributaria internacional es menor que la de Estados Unidos, porque la obligación fiscal en ese país puede diferirse hasta que la subsidiaria envíe un dividendo.

Pagos hechos a filiales en el extranjero y recibidos de ellas

En el capítulo 19 se presentaron las estrategias de precios de transferencia que ayudan a una multinacional estadounidense a reducir al mínimo sus obligaciones fiscales globales. Expusimos a fondo el tema, de modo que en este capítulo nos limitaremos a resumir los puntos principales. Recuérdese que un *precio de transferencia* es el valor contable asignado a un producto o servicio al ser trasladado de una filial a otra. Dijimos que, cuanto más alto sea el precio, mayor será la división de la transferencia respecto a la división receptora. De ahí la utilidad de aplicar una política del margen de ganancia en los productos y servicios trasladados de la compañía matriz a la filial internacional, cuando el impuesto sobre la renta del país anfitrión sea más grande que la del país de la compañía matriz, ya que quedará menos ingreso gravable en el primero. Pero cuando el país de la compañía matriz tiene una tasa más elevada, no se advierte claramente que una política de margen pequeño de ganancia sea lo más conveniente. Como se grava el ingreso mundial de las multinacionales estadounidenses, las utilidades repatriadas de un país de impuestos bajos deberían acrecentar el monto adicional gravable en Estados Unidos. En cambio, si se necesitaran las utilidades retenidas procedentes del exterior para reinvertirlas en el país anfitrión, con una política de margen bajo se obtendrían ahorros fiscales (al asumir, naturalmente, que no se grave con tasas altas las utilidades no repartidas).

En el capítulo 19 dijimos que las autoridades gubernamentales conocen bien los esquemas de precios de transferencia, mediante los cuales las multinacionales reducen sus obligaciones fiscales en todo el mundo; la mayoría de las naciones tienen normas que controlan dichos precios. Esas regulaciones señalan que los precios deben reflejar el *precio de libre competencia*, esto es, el que la filial debería cobrar por el bien o servicio a un cliente ajeno a ella. Sin embargo, a menudo es difícil establecer ese precio y evaluarlo. Existe, pues, una ventana de oportunidad y posibilidad de cierto manejo para que una multinacional aplique las estrategias de precios de transferencia a fin de disminuir su obligación fiscal a nivel mundial.

Paraísos fiscales

Una nación de **paraísos fiscales** tiene una tasa baja de impuestos corporativos y de utilidades retenidas sobre el ingreso pasivo. Algunas de las que aparecen en la ilustración 21.1 son Bahamas, Bahrein, Bermudas, Islas Vírgenes, Islas Caimán, Islas Canal (Guernsey y Jersey), Hong Kong y la Isla del Hombre. Además, el ingreso procedente del exterior está exento en Hong Kong y Panamá.

En Irlanda y Antillas Holandesas se conceden incentivos fiscales o exenciones especiales a las empresas que obtengan moneda fuerte o que desarrollen mercados de exportación. En Puerto Rico, a algunas empresas se les otorga una tasa reducida de 7% aplicable al ingreso del desarrollo industrial; en algunos casos la disminución puede llegar a 0%. A las compañías matrices se les exige de ciertos impuestos sobre la renta en Liechtenstein y muchas veces en Suiza.



Mientras en Estados Unidos fracasan las compañías de comercio electrónico, registran un verdadero auge en las Bermudas

Ηαμίλτον, Βερμυδάς. Οπερανδο δεσδε υν χεντρο δε χοντρολ α πρνεβα δε ηυραχανεσ εν υνα εξ βασε μιλιταρ δε Εσταδοσ Υνιδοσ, Παπεν Βρατχη εσ λα πεσαδιλλα δελ αυδιτορ φισαλ .

Πλαψχεντριχομ τιενε λα εστρυχωρα δε υνα μυλιναχιοναλ αν-θνε συ χομπα)ί α δε ιντερνετ, δε μ(σιχα ψ πιδνεο χυεντα απενας χον 10 εμπλεαδοσ; εμπεζ(α φυνηγοναρ εν σεπτιεμβρε ψ τοδαπ(α νο γενερα υπλιδαδεσ. Συσ σεπιδορεσ ινφορμ(τιχοσ σε σιτ(αν εν Βερμυδάσ, εν ταντο θνε συ υνιδαδ(οπεραπια σε ηαλλα εν Βαρβαδοσ ψ τιενε υν χοντρατο δε διστριβυχι(ν χον υνα γραν χαδενα δε τιενδασ δε δισχοσ εν Τοροντο. Βρατχη, δε 36 α)οσ δε εδαδ, εστ(χονπενχιδο δε θνε εστα οργανιζαχι(ν λε περμιτιρ(αφορρα ταντο δινερο εν λοσ ιμπυεστοσ χορπορατιποσ ψ εν στροσ γαστοσ θνε λογραφ(ρεβαραρ εν μ(σ δε 45% ελ πρεχιο δε Αμαζον.χομ Ινχ. ψ τοδαπ(α λε θνεδαρ(υνα φυερτε γαναναχια.

□Υνα χουα θνε σιεμπρε με σορπρενδε εσ «πορ θυ(αλγυιεν θνε πλανεα οβτενερ υπλιδαδεσ σε ινσταλα εν υνα φυρσιδ(αχι(ν χον ταντο ιμπυεστοσ?□, σε)αλα.

‘Primera generación’

Λα μισμα περγυντα σε ηαχεν εν εστοσ δ(ιασ μυχηασ χομπα)ί ασ δε χομερχιο ελεχτρ(νιχο. Δοχενασ δε ελλασ εμπιεζαν α απαρεχερ εν λοσ παρ(α)σοσ φισαλεσ δελ μυνδο, ινδιφερεντεσ αντε λοσ φραχ(σοσ χρεχιεντεσ ψ χον λα εσπεραζα δε σερ υνα δε λασ ποχασ θνε προσπερεν.

Εν Βερμυδάσ παν δεσδε υνα πεθνε)α εδιτοριαλ ΣΙ Πυβ(ι)λα-πινοσ Ατδ., θνε πενδε λιβροσ δε νεγοχιοσ διφ(ι)λεσ δε ενχοντραρ βαρο ελ δομινιο Βοοκσονβιζ.χομ, ηαστα Ε*Γραδε Γρουπ Ινχ. □ελ γραν χορρεδορ δε αχχιονεσ εν λ(νεα□ θνε εσταβλεχι(αθυ(συσ οπεραχιονεσ δε χομερχιο ιντερναχιοναλ. Μ(σ αλ συρ, εν λα Ισλα δε Αντιγυα εν ελ Χαριβε, υν χομερχιαντε εσταδουνιδενσε εσταβλεχι(Ινδεξτραδε.χομ παρα θνε λοσ ινπερσιονιστασ πεθνε)οσ πυεδαν αποσταρ α λασ φλυχωαχιονεσ δε λοσ ινδιχεσ δελ μερχαδο; εν Χηι-πρε υν εξ χανταντε βριτ(νιχο δε φαζζ ρεαλιζα νεγοχιοσ ρ(πιδοσ αλ χοπ(ζαρ εν Σηη(σ-φορ-σαλεχομ εμβαρχαχιονεσ χομο υν συβμαρινο δε λα ερα σοπ(ι)τα.

□Εστοσ χομερχιαντεσ σον λα πριμερα γενεραχι(ν θνε πυεδε εσταβλεχερσε πρ(χι)ταμεντε εν χυαλθυερ λυγαρ(, ασεγυρα Ανδρεα Ωιλσον, πρεσιδεντε αρεχυτιπο δε Φιρσι Ατλαναχ Χομμερχε Ατδ., χον σεδε εν Βερμυδάσ, θνε οφρεχε α λασ χομπα)ί ασ δε χομερχιο ελεχτρ(νιχο σιστεμασ δε παγο χον ταρρετα δε χρ(ι)το. □Ιυεδε οπ-ταρ πορ χονπερτιρσε εν υνα εμπρεσα πιρτυαλ σι λο δεσεαν.□

Λα τενδενχια ινιχι(χον λασ χομπα)ί ασ δε φυεγοσ δε αζαρ πορ ιντερνετ, θνε σε ρεφυγιαρον εν ελ Χαριβε παρα επιταρ ελ λαργο βρα-ζο δε λα λεψ δε Εσταδοσ Υνιδοσ. Περο αφορα εμπιεζαν α εμιγραρ χομπα)ί ασ μ(σ λεγ(ι)μασ, γραχιασ α λα εζπλοσι(ν δε λασ νεπιασ χονεξιονεσ δε τελεχομυνηαχιονεσ α σιποσ τωλεσ χομο Βερμυδάσ

ψ λασ Ισλασ δελ Χαναλ, ασ(ι) χομο, α υν αμβιχιοσο ιμπυλοσ δε λοσ προμοτορεσ εν ναχιονεσ χομο Παναμ(παρα εσταβλεχερ ινσταλα-χιονεσ χαπαχεσ δε αλβεργαρ χιεντοσ δε μιλεσ δε σιποσ ωεβ χαδα υνα.

Una gran ambigüedad

Σε δυδα σεριαμεντε δε θνε αλγυνας εστρυχωρασ εστ(ν αλ χορριεν-τε χον ελ Ιντερναλ Ρεπενυε Σερπιχε (ΙΡΣ) ψ χον συσ χορρεσπονδιεν-τεσ εν ελ εξτρανερο. Περο μυχηοσ χονταδορεσ πιενσαν θνε λοσ χ(ιδιγοσ φισαλεσ δελ μυνδο ινδυστριαλ σον ταν αμβιγυοσ θνε δυ-ραντε α)οσ λασ χομπα)ί ασ δε χομερχιο ελεχτρ(νιχο ποδρ(αν □εν τορ(α πορ λο μενοσ□ αχυμυλαρ υπλιδαδεσ λιβρεσ δε ιμπυεστοσ αντεσ δε θνε λασ δεσχυβραν λασ αυτοριδαδεσ.

Λοσ προβλεμασ σον μ(σ χονψυσοσ θνε ελ δε ρεφυγιο φισαλ νορ-μαλ εν ελ εξτρανερο, πορθνε ινχλυμεν ιννοπαχιονεσ τεχνολ(ι)γιασ θνε ελ Τεσορο δε ΕΥ νο ποδρ(α ηαβερ πρεπιστο χυανδο εν λα δ(χα-δα δε 1960 εμπεζ(α εσταβλεχερ λασ ρελασ φυνδαμενταλεσ δε λα τριβυταχι(ν εν ελ εξτρανερο. Παρ ερεμπλο, ναδιε εσταβα τοταλμεν-τε σεγυρο δε χ(ι)μο γραπω λασ υπλιδαδεσ δε υν προγραμαδορ θνε πενδε ελ σοφτωαρε αλ περμιτιρ α λοσ χομπραδορεσ δεσχαργαρο δε υν σιπο ωεβ ινσταλαδο εν υν σερπιδορ δεντρο δε υνα φυρσιδ(αχι(ν θνε νο χοβρα ιμπυεστοσ.

Εν οπινη(ν δε αλγυνοσ αβογαδοσ φισαλεσ, λασ πεντασ σε ρεα-λιζαν εν ελ σιπο δελ σερπιδορ ψ ελ νεγοχιο νο ιχυρρε εν νιγ(ν ιμπυεστο θνε εν ελ πα(σ)δελ χομπαρορ σε χαργα α λασ εμπρεσασ ο α λασ πεντασ. □Σαρ(α)χομο συβρι α υν απι(ν, πολαρ α λασ Βαηαμασ ψ χομπραρ υνα χαμισετα εν υν ηοτελ□, ασεγυρα Λαζαρ Μυρ, αβογαδο φισαλ δε Μιαμι.

Γραχιασ α λασ νεπιασ οπχιονεσ δε λασ τελεχομυνηαχιονεσ, Βερμυδάσ ψ γραν παρτε δελ Χαριβε εστ(ν αφορα μ(σ χερχα θνε υν πυελο εν απι(ν. Εμπιεζα α δεσαπαρεχερ ελ μονοπολιο τελεφ(νι-χο δε Χαβλε & Ωιρελεσ ΠΛΧ εντρε λασ εξ χολονιασ βριτ(νιχασ δε λα ρεγι(ν; νεποσ χομπετιδορεσ συμοσ εμπιεζαν α χονεχταρ ελ Ατλ(νιχο χον μοδερνασ λ(νεασ δε φιβρα(ι)πιτα, παρα δερριβαρ ασ(ι) λασ πιερασ βαρραρασ τεχνολ(ι)γιασ δελ τραβαρο εν ελ εξτεριορ.

Ασιμισμο, λασ γραφιασ δε σερπιδορεσ □βοδεγασ χονστρυδασ παρα ινσταλαρ σερπιδορεσ δε χομπυταδορα υνο τρασ στρο□-εμ-πιεζαν α προλιφεραρ παρα ρεχιβιρ λασ ιλιμασ νοπεδαδεσ δε αλτα τεχνολογ(α). Εν Φορτ Χλαμπον, εξ βασε μιλιταρ δε Εσταδοσ Υνιδοσ εν Παναμ(, λοσ εμπρενδεδορεσ λογαλεσ προνεχταν ιναυγοραρ υν □ηοτελ δε αλτα τεχνολογ(α□ δε απροξιμαδαμεντε 15 200 μ² δον-δε σε ινσταλαρ(ν 1.2 μυλλιονεσ δε σιποσ ωεβ.

Ελ α)ο πασαδο ΗαπενΧο, υν αυτοπροχλαμαδο □παρ(ο)σο ινφορ-μ(τιχο□, ανυνη(ι) θνε πλανεα ρεχιβιρ σιποσ ωεβ δε υνα πλαταφορμα αντιαπιονεσ αβανδοναδα πορ λοσ ινγλεσεσ δεσπυ(σ δε λα Σεγυν-δα Γυερρα Μυνδιαλ. Εστα πλαταφορμα δελ Μαρ δελ Νορτε τιενε

υνα ιστορία φασχιναντε: εν 1996, υν μαγορ φυβιλαδο δελ εφρχιτο βριτ(νιχο σε αποδερ(δε ελλα ψ λλεπα α)οσ οπερ(νδολα χομο ελ σοβερανο □Πριγκιπατιψ οφ Σεαλανδ□.

Ρψαν Λαχκαμ, φαε τ(χνιχο δε ΗαπεΧο, ασεγυρα θυε λα χομπα)α □θυε πασ(ελ περανο περφεχχιονανδο λα ενεργ(α ψ ελ αιρε αχονδιχχιοναδο εν Σεαλανδ□ χυεντα χον μ(ς δε 50 σερπιδορες ισταλαδος ψ εν φυνχιοναμειντο, χονεχταδος α περα φιρμε πορ σα(τ(λιτε ψ υν σερπιχο ιναλ(μβριχο; πορ λο προντο, εσπερα εξπανδιρσε ησασα χον χιγχο μιλ σερπιδορες.

Λα χομπα)α ηα χοντεσταδο □μιλες□ δε χονσουλτασ δε χομπαρ, σεγ(ν χομεντα Λαχκαμ. □λο θυε λα γεντε θυιερε ρεαλμεντε σον σερπιδορες δε χορρεο ελεχτρ(νιχο, πορθυε αντεριορμεντε ηαβ(α ρεχιβιδο συ χορρεο ελεχτρ(νιχο χον χιατοριος φυδιχιαλες(, σε)α(λα Α)αδε θυε ΗαπενΧο σ(λο ατενδερ(λο θυε εμιτε λα Χουρτ οφ Σεαλανδ. □Περο εσ μυψ ποχο προβαβλε, πυεσ αλλ(νο εξιστεν τριβουαλες.□

Λοσ αηορροσ φυσχαλεσ σον ελ γραν ινχεντιπω δε πεντα παρα μυ(χιασ δε λασ ισταλαχιονεσ. □Εξετεριορ χομερχιο ελεχτρ(νιχο παρα(σο φυσχαλ(, προχλαμια υν ανυνχιο δε βανδερ(ν εν Βαηαμιασ. νετ, θυε οφρεχε ισταλαχιονεσ παρα σερπιδορες εν λασ Βαηαμιασ πορ υνα ταριφα ινχερ(βλε: 2 200 δ(λ(ραρεσ μενσουαλεσ.

Βερμυδασ, θυε τιενε υνα αμπλια ιστορια δε αιηδα α λοσ εξ(τρανεροσ παρα ρασυραρ ιμπυεστοσ, ηαχε λο ποσιβλε πορ αλενταρ λα εμιγραχι(ν ηαχια αλλ(. Συσ δοσ βανχοσ μ(ς γρανδεσ □Βανκ οφ Βερμυδασ Λτδ. ψ Βανκ οφ Ν.Τ. Βυτερφιελδ & Σον Λτδ.□ λανζαρον γρανδεσ ινχιαπασο δε χομερχιο ελεχτρ(νιχο, ισταλαρον σιστεμασ θυε περμιτεν α λοσ χομερχιαντεσ εν λ(νεα φαχυραρ εν παριασ μο(νεδασ ιμπορταντεσ. Υν διχηρο μυψ χονοχιδο, εντρε λοσ ηομβρεσ δε νεγοχιοσ δε εστα ισλα ταν διμινυτα, διχε θυε Βιλλ Γατεσ σερ(α ηοψ μυχηρο μ(ς ριχο, δε ηαβερεσε εσταβλεχιδο Μιχροσοφτ αθ(.

Ελ ανυνχιο σιρπι(παρα πεσχαρ α Ροβερτ Εδωαρδο, χαριχαριστα εδιτοριαλ θυε πιπε εν Χαντερβυρψ (Ινγλατερρα). Νο ηαχε μυχηρο πιδι(αιηδα παρα ισταλαρ υν σιπο ωεβ δονδε πενδερ(α συσ οβρασ ψ λασ δε στροσ 30 αριασασ δε τοδο ελ μυνδο. Αλ εντεραρεσε δε λασ φαχλιδαδεσ φυσχαλεσ δε λασ Βερμυδασ πορ υνα δελεγαχι(ν δε ηομ(βρεσ δε νεγοχιοσ, ρειστρ(συ χομπα)α ελεχτρ(νιχα πορ μεδιο δε Απ(λεβψ, Σπωρλινγ & Κεμπε, βυφετε λεγαλ δε εστε πα(σ ψ προντο λο ενπιαρον α λοσ δισε)αδορεσ δε ωεβ, αυν σιπο ψ αυν ιντερμεδιαριο δε ταρετασ δε χρ(διτο, Φιρστ Ατλαντιχ.

Α φινεσ δελ α)ο πασαδο, χον υν χοστο τοαλ μενορ δε 200 μιλ δ(λ(ραρεσ ιναγυρ(Δραωνανδθυαρτερεδ.χομ, θυε οφρεχε 4 000 οβρασ δε αρτε ψ θυε πυεδεν □δεσχαρηαρσε□ εν λ(νεα χον υνα ταρ(φα δε χρ(διτο πορ 200 δ(λ(ραρεσ εν αδελαντε. Συ χομπα)α νο παγα ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα νι σοβρε πεντασ ψ(λ σ(λο παγα ελ ιμπυεστο σοβρε συ σαλαριο. Ασεγυρα θυε(λ □εσ υν ερεμπλο περ(φεχο δε χ(μο ηαχερλα□.

Ελ σε)ορ Βρατχη δε Πλαηχηντριχ, εξγερεντε δε Προχτερ & Γαμ(βλε, διχε θυε σιρπι(ελ χονσαρο δε υν αβογαδο φυσχαλ ιντερναχιοναλ αλ εστρυχυραρ συ νεγοχιο εν λ(νεα, θυε πενδερ(δισχοσ χομπαχ(τοσ, πιδεοσ ψ Δ(Δ εν παρτε πορ μεδιο δε φαβριχαντεσ δε βιενεσ εμπαχαδοσ θυε δεσεαν προμαρ α λοσ χλιεντεσ λεαλασ. Βρατχη, υν χιυδαδανο ηαναδιενεσε, ισταλ(συ υνιδαδ οπεραπια εν Βαρβαδοσ θυε, α διφερενχια δε Βερμυδασ, τιενε υν τραταδο φυσχαλ χον Χαναδ(, χον ελ προπ(σιτο δε απροπεχηρα λα τασα δε απενασ 2% δελ ιμπυεστο χορπορατιπω.

Σε)αλα θυε εσταβλεχι(συσ οπεραχιονεσ δε χομπυταδορασ εν εσα ναχι(ν δελ Χαριβε πορ συ εξεχλεντε εστρυχυρα δε βανχα ψ δε τελεχομυνιχαχιονεσ. Εντρε λοσ απραχταποσ χαβε μενχιοναρ υν σερ(πιχο δε μοδερνοσ σερπιδορες χονστρυιδοσ εν υνα αντιγυα βασε ναπαλ δε Εσταδοσ Υνιδοσ πορ λα υνιδαδ δε ΤελεΒερμυδα Ιντερ(ναπιοναλ δε 360Νετωορκσ Ινχορπορατεδ, εμπρεσα θυε εν 1997 तेन्दि(βαφο ελ μαρ υν χαβλε δε εφβρασ(παχιασ Α Εσταδοσ υνιδοσ.

Λασ χονσιδεραχιονεσ φυσχαλεσ σιρπιερον παρα απραερ Α Βερμυ(δασ Α Τοδδ Μιδδαγη, πρεσιδεντε αρεχυταπο δε Ορηγιαλοσ Ον(ινε Λτδ. Συ γραν αχιερτο: υν σιπο θυε περμιτιρ(α ιμπορταδορες, εξ(πορταδορες ψ χομπα)ασ ναπιαρασ ιντερχαμβιαρ λεγαλμεντε δο(χυμεντοσ χομερχιαλεσ εν λ(νεα εν λυγαρ δε περδερ τρεσ δ(ασ χον λοσ τρανσπορτισιασ. □Εσ υν προδυχοτο διγिताλ, δε(νδολε γλοβαλ, θυε φυνχιονα λασ 24 ηορασ δελ δ(α εν τοδο ελ μυνδο□, σε υφανα ελ σε)ορ Μιδδαγη, θυε ψα δεσεπερ(ελ ιντερ(σ δε αλγυνασ γρανδεσ χομπα)ασ δε τρυο χομο Αρχιερ Δανιελσ Μιδ(λανδ Χο.

□Χον ελ τιεμπο παμοσ α εσταρ προ(χτιχαμεντε εν τοδασ λασ φυρσιδιχχιονεσ□, ασεγυρα. Μιεντρασ ταντο, εστε ναπιω δε Χαναδ(πρεσιδιρ(λα χομπα)α δεσδε συ ρεσιδενχια αθ(, χον υνα προχιοσα πιστα αλ Ατλ(ντιχο.

Σχοπτ Ρυβμαν, αβογαδο δε βιενεσ ρα(χεσ εν Λογγ Ισλανδ (Νυεπο Μ(ειχο) χυια φαμιλια λλεπα α)οσ εν ελ χομερχιο δε πιελεσ, οργαηιζα Φυρσ.χομ, σιπο δε λασ Βερμυδασ θυε π(αναεα χονεχταρ α λοσ χυλπαδορεσ δε μινκ εν □διγαμοσ□ Νορνεγα χον λοσ φαβρι(χαντεσ δε αβριγοσ δε πιελεσ εν Εσταδοσ Υνιδοσ ψ Χηινα. Εσταδο(υνιδενεσε δε ναχιμειντο, Ρυβμαν θυιζ(τενγα σεριοσ προβλεμασ παρα προτεγερ λασ υτιλιδαδεσ δελ εξτρανερο χοντρα λοσ ιμπυεστοσ. Α διφερενχια δε λοσ ιμπυεστοσ δε μυχηασ στροσ ναχιονεσ, Εσταδοσ Υνιδοσ γραπα ελ ινγρεσο θυε συσ χιυδαδανοσ περχιβεν εν χυαλ(θυιερ παρτε δελ μυνδο.

□Σι υνο εμιγρα εξ(χλυσιπιαμεντε παρα επαδιρ ιμπυεστοσ, ελ γοβιερνο εσταδουνιδενεσε εσταρ(σιεμπρε μυψ ατεντο□, σε)αλα Ρυβμαν, θυιεν ρεχιβε αχτυαλμεντε μυψ βυενα ασεσορ(α δε λοσ εξπερτοσ φυσχαλεσ δε συ πα(σ. □Χυανδο υνο τιενε υν προπ(σιτο λεγ(τιμο παρα ηαχερ νεγοχιοσ εν ελ εξτεριορ, χρεο θυε νυεστρο γοβιερνο δεβερ(α απομιαρνοσ.□

□Ψ α νο λο ηαχε? Ελ χριπτ(γραφο ζινχε Χατε πιενσα ηαβερ εν(χοντραδο λα ρεσπυεστα. Εν 1998 εστε εξχανδιδατο αλ δοχτοραδο εν Χαρνεγε(Μελλοσ Υνιπερσιτηψ εντρ(εν λα εμβαραδα δε Εσταδοσ Υνιδοσ εν Βαρβαδοσ ψ ρενυνη(α συ χιυδαδαν(α, δεχλαρ(θυε α παρτηρ δε εσε μομεντο σερ(α χιυδαδανο δε Μοζαμβιθυε, γραχιασ α υν δοχυμεντο θυε χομπρ(πορ ιντερνετ εν 5 000 δ(λ(ραρεσ.

Δεσπυ(σ ρεγρεσ(α λα ισλα χαριβε)α δε Ανγυιλα, δονδε σε χρε(λα ρεπιταχι(ν δε υν πσιποναριο δε λα ενχριπταχι(ν. Εντρε συσ μυ(χιασ αχτιπιδαδεσ, ινιχι(οπεραχιονεσ εν υνα χομπα)α εν λ(νεα εσπεχιαλιζαδα εν ινφορμαχι(ν σοβρε λυχενχιασ δε μανερο θυε δι(ριγε φυνο χον υν βυφετε φυρ(διχο εν Τεζασ. Χατε π(αναεα χρεαρ ελ νεγοχιο σιν παγαρ υν χενταπω δε ιμπυεστοσ.

□Χομο νο σοψ χιυδαδανο εσταδουνιδενεσε, νο πιπο εν Εσταδοσ Υνιδοσ ψ εν Ανγυιλα νο σε παγαν ιμπυεστοσ, χρεο θυε νο तेन्दρ(προβλεμασ□, ασεγυρα.

Φοιντε: Μιχηαελ Αλλεν, *Τηε Οαλλ Στρεετ θουρναλ*, 8 δε ενερο δε 2001, π. Α1 ψ Α8. Τεξτο ρειμπρεσο χον αποριζαρι(ν δε *Τηε Οαλλ Στρεετ θουρναλ*, ♥2001 Δοω θονεσ & Χομπαηψ, Ινχ. Τοδοσ λοσ δερεχηροσ μυνδιαλεσ ρεκερποδοσ.

Antaño, los paraísos fiscales fueron un medio que les permitía a las transnacionales establecer una subsidiaria de “papel”, la cual a su vez sería la propietaria de las subsidiarias que se establecieran allí. De este modo, cuando las tasas tributarias en el país anfitrión eran más bajas que la del país de origen, los dividendos podrían enviarse a través de la filial para que los utilizara la transnacional; pero los impuestos causados en este país podían seguir diferidos hasta que la subsidiaria declarase un dividendo. En el momento actual el beneficio de una subsidiaria ubicada en un paraíso fiscal ha disminuido mucho a causa de dos factores. Primero, la tasa tributaria de las empresas en Estados Unidos no es muy alta en comparación con las naciones que no son paraísos fiscales, de esta forma desaparece la necesidad del diferimiento. Segundo, las normas que rigen a las corporaciones extranjeras controladas (tema que veremos en seguida) han logrado abrogar la facultad de aplazar el ingreso pasivo en una subsidiaria situada en un paraíso fiscal. Pero como se indica en el recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica” titulado “Mientras en Estados Unidos fracasan las compañías de comercio electrónico, registran un verdadero auge en las Bermudas”, obtienen algunas ventajas fiscales las compañías ubicadas en países con paraísos fiscales que alientan ese tipo de comercio.

Empresa extranjera controlada

La Tax Reform Act de 1986 creó un nuevo tipo de subsidiaria internacional llamada empresa extranjera controlada. La reforma se proponía evitar el diferimiento de impuestos sobre ciertos ingresos en los paraísos fiscales y aumentar los impuestos al reducir el beneficio que las multinacionales del país recibían de los créditos fiscales en el exterior. Una **empresa extranjera controlada** es una subsidiaria que posee más de 50% de las acciones con derecho a voto en manos de los accionistas estadounidenses. Son ciudadanos, residentes, sociedades, corporaciones, fideicomisos o Estados que poseen (o que controlan indirectamente) 10% o más de dichas acciones. Por lo tanto, el requisito fundamental de este tipo de corporación es que haya seis accionistas estadounidenses no afiliados, cada uno de los cuales tenga exactamente 10% de las acciones. A esta categoría pertenece también una subsidiaria cuya propiedad completa esté en manos de una multinacional de ese país.

El impuesto al ingreso no distribuido de una subsidiaria minoritaria de una multinacional estadounidense se difiere hasta que se envía como dividendo. Esta norma se modifica en caso del **ingreso de la subparte F**, sujeto a una tributación inmediata. Es fácil transferirlo entre naciones y está supeditado a un bajo impuesto en el exterior. Se aplican reglas especiales al calcular el crédito fiscal de las empresas extranjeras controladas. Gran parte del ingreso de la subparte F puede clasificarse en cuatro categorías o “canastas”: ingreso pasivo, interés alto del impuesto retenido, ingreso por servicios financieros e ingreso de embarques. En cada canasta se determina el crédito fiscal permitido. El ingreso operativo de una empresa extranjera controlada se deposita en la canasta global. De ese modo, los impuestos altos que se paguen en un país sobre el ingreso clasificado en una canasta no pueden destinarse a compensar los impuestos bajos que se paguen en otro país sobre el ingreso clasificado en una canasta diferente. Con este procedimiento se genera un exceso mayor de créditos fiscales que difícilmente se utilizarán en su totalidad.

RESUMEN

En este capítulo se da una breve introducción al ambiente fiscal internacional que enfrentan los inversionistas y multinacionales en sus activos financieros.

1. Los dos objetivos de la tributación son la neutralidad y la equidad fiscal. La neutralidad se basa en los principios de la eficiencia económica y la justicia. La equidad fiscal se basa en el principio de que todos los contribuyentes en situaciones similares tienen la obligación de participar en el costo del funcionamiento del gobierno al observar las mismas reglas.
2. Los tres tipos fundamentales de la tributación son el impuesto sobre la renta, los impuestos retenidos y el impuesto al valor agregado. Se incluyeron y se compararon las tasas de ingreso corporativo vigentes en muchos países. Lo mismo se hizo con las tasas retenidas en algunas naciones de varios tipos de ingreso procedente del exterior que se ajustan a los tratados bilaterales de Estados Unidos.

3. Las naciones a menudo gravan el ingreso mundial de los residentes y también el de los extranjeros que hacen negocios dentro de su territorio. Si aplican simultáneamente ambos métodos, habrá una doble tributación a menos que se establezca un mecanismo para evitarla. Se expuso el concepto de crédito fiscal internacional como medio para eliminarla. Se dieron ejemplos desde la perspectiva de una multinacional estadounidense, en los cuales se mostró el cálculo de ese crédito en el caso de una sucursal y de una subsidiaria que operen en tres países con distintas tasas al ingreso corporativo.
4. Las modalidades de la estructura organizacional pueden incidir en la obligación fiscal de una multinacional. En concreto, se observan diferencias de tributación entre una sucursal y una subsidiaria. También se definieron y explicaron las estrategias de precios de transferencia, las operaciones de una subsidiaria en países con paraísos fiscales, las empresas extranjeras controladas y las empresas internacionales de ventas.

ΤÉΡΜΙΝΟΣ ΚΛΑΒΕ

créditos fiscales en el extranjero, 504	ingreso activo, 499	subsidiaria internacional, 505
empresa extranjera controlada, 510	ingreso de subparte F, 501	sucursal en el extranjero, 505
equidad fiscal, 499	ingreso pasivo, 501	tratado fiscal, 501
impuesto al valor agregado (IVA), 50	neutralidad de capital-exportaciones, 499	tributación de ingresos procedentes del exterior, 503
impuesto directo, 499	neutralidad de capital-importaciones, 499	tributación mundial, 503
impuesto indirecto, 501	neutralidad fiscal, 499	tributación residencial, 503
impuesto retenido, 501	neutralidad nacional, 499	tributación territorial, 503
impuesto sobre la renta, 499	paraísos fiscales, 507	

ΚΥΕΣΤΙΟΝΑΡΙΟ

1. Explique los dos objetivos de la tributación. Asegúrese de definir los términos clave.
2. Compare y contraste los tres tipos básicos de tributación que utilizan los gobiernos dentro de su jurisdicción.
3. Muestre cómo se produciría la tributación si todos los países gravasen el ingreso mundial de sus residentes y el obtenido dentro de sus fronteras.
4. ¿Qué métodos aplican las autoridades hacendarias para eliminar o mitigar la injusticia de la doble tributación?
5. Existe una diferencia entre la obligación fiscal impuesta al ingreso del exterior, según se elija para una filial internacional una estructura organizacional de sucursal o de subsidiaria. Favor de comentar esta afirmación.

ΠΡΟΒΛΕΜΑΣ

1. Se requieren tres etapas de producción para que un par de esquís producidos por Fjord Fabrication se vendan al menudeo en 2 300 coronas noruegas. Llene la tabla anexa para mostrar el valor agregado en cada etapa del proceso de producción y el IVA l y total. En Noruega se cobra un IVA de 24%.

Νίπελ δε προδυχχι Γν	Πρεχιο δε πεντα	γαλορ αγρεγαδο	ΙςΑ ινχρεμενταλ
1	NOK 450		
2	NOK1 900		
3	NOK2 300		

ΙςΑ τοπαλ

2. Docket Company de Asheville (Carolina del Norte) planea abrir una filial en la ciudad de Wellington, en la isla de Nueva Zelanda. No sabe si establecerla como sucursal o como una subsidiaria de propiedad completa. En Nueva Zelanda se grava el ingreso de las em-

presas residentes y de las sucursales con una tarifa única de 33%. También se retienen los impuestos al 15% sobre los dividendos pagados por las empresas residentes a los receptores de Estados Unidos. Este país cobra una tasa de 35% sobre el ingreso percibido fuera de sus fronteras, pero ofrece un crédito fiscal por los impuestos pagados en otra nación. Con base en esta información, ¿la forma más conveniente de la filial es una sucursal o una subsidiaria?

EJERCICIOS DE INTERNET



El sitio www.taxsites.com/international.html es un sitio global que ofrece conexiones con muchos otros, clasificados en los siguientes temas: sitios propios del país, recursos del Internal Revenue Service (IRS), Unión Europea e IVA, estudiantes y académicos, asociaciones fiscales, otros recursos, tratados fiscales y gobiernos. Por ejemplo, si quiere conocer la historia de la tributación visite la sección worldwide-tax bajo el encabezado “other resources”.

MINICASO

Decisión para la ubicación de Sigma Corporation

Εστα εμπρεσα δε Βοστων εστυδια λα χονπενιενχια δε αφριρ υνα φιλιαλ εν ελ Μεδιτερρ(νεο. Δοσ παλ(σες θυε λε παρεχεν βυενος χανδιδατος στον Εσπα)α ψ Χηιπρε. Θυιερε ρεπατριαρ α Εσταδος Υνιδος τοδος λος ινγρεσοσ δεσπυ(σ δε ιμπυεστος. Εν εσσε μομεντο νο σαβε σιλο μ(σ χονπενιεντε εσ εσταβλεχερ υνα φιλιαλ χομο συχυρσαλ ο χομο συβσιδιαρια δε προπιεδαδ χομπλετα.

Εν Χηιπρε ελ ιμπυεστο χορπορατιω μαργιναλ εσ δε 15%. Λασ υπιλιδαδες δε λασ συχυρσαλεσ εξτρανερρασ παγαν λα μισμα τασα. Εν Εσπα)α, ελ ιμπυεστο χορπορατιω εσ δε 35%, ιγυαλ θυε ελ δε Εσταδος Υνιδος. Αδεμ(σ, υνα συχυρσαλ χον ελ μισμο ινγρεσο θυε εν ΕΥ παγα ελ μισμο πορχενταφε εν Εσπα)α. Λασ τασασ δελ τραταδο δε υπιλιδαδες ρετεινιδασ χον Εσταδος Υνιδος σοβρε ελ ινγρεσο πορ διπιδενδοσ προχεδεντες δε Χηιπρε εσ 0% ψ 10% σοβρε λος προχεδεντες δε Εσπα)α.

Ελ διρεχτορ δε φινανζασ δε λα χομπα)α λε πιδι(α υστεδ αφυδαρλε α δεχιδιρ δ(νδε αφριρ λα φιλιαλ ψ χον θυ(εστρυχτυρα οργανιζαχιοναλ. Λα δεχισι(ν δε πενδερ(φυνδαμενταλμεντε δε σι λα οβλιγαχι(ν φισχαλ τοταλ σερ)α μ(σ πεθυε)α εν ελ χασο δε υνα συχυρσαλ ο δε υνα συβσιδιαρια δε προπιεδαδ χομπλετα εν υνο υ οτρο παλ(σ.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Bischel, Jon E. y Robert Feinscheiber, *Fundamentals of international taxation*, 2a. ed., Practising Law Institute, Nueva York, 1985.
- Horwitz, Tony, “Continental shift: Europe’s borders fade and people and goods can move freely”, *The Wall Street Journal*, 18 de mayo de 1993.
- Isenberg, Joseph, *International taxation: U.S. taxation of foreign taxpayers and foreign income*, vols. I y II, Little, Brown, Boston, 1990.
- Kaplan, Richard L., *Federal taxation of international transactions: principles, planning and policy*, West, St. Paul, Minn., 1988.
- Kopits, George, ed., *Tax harmonization in the european community: policy issues and analysis*. Trabajo ocasional, núm. 94 del Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., junio de 1992.

- Kuntz, Joel D. y Robert J. Peroni, *U.S. international taxation*, vols. I y II, Warren, Gorham y Lamont, Boston, 1994.
- Metcalf, Gilbert E., “Value-added taxation: a tax whose time has come?”, *Journal of Economic Perspectives*, núm. 9, 1995, pp. 121-140.
- PriceWaterhouse Coopers, *Corporate Taxes: Worldwide Summaries*, John Wiley and Sons, Inc., Nueva York, 2004.
- U.S. Internal Revenue Code, parte III. Income from sources without the United States*, Commerce Clearing House, Chicago, 1993.

Glosario

A

- Aceptaciones bancarias (A/B)** Instrumento del mercado de dinero negociable que tiene un mercado secundario y que emite el banco del importador, una vez aceptados el conocimiento de embarque y la letra a plazos. Es esencialmente una promesa de que el banco liquidará el pagaré a su vencimiento.
- Acuerdo de Louvre** Tratado de 1987 impulsado por la caída del dólar, en que el Grupo de los Siete países más desarrollados se comprometieron *i)* a cooperar para lograr mayor estabilidad cambiaria y *ii)* consultar y coordinar sus políticas macroeconómicas.
- Acuerdo Smithsonian** En diciembre de 1971 los Diez Grandes aceptaron devaluar el dólar estadounidense contra el oro y la mayoría de las monedas más importantes con la intención de salvar el sistema de Bretton Woods.
- Administración de efectivo** Manejo de efectivo en una empresa; por ejemplo, la inversión en saldos de transacciones, fondos retenidos en saldos precautorios de caja, inversión del exceso de fondos a la tasa más favorable y préstamos a la tasa más baja cuando escasee el efectivo.
- Ajuste al mercado (marking-to-market)** Proceso de establecer las ganancias y pérdidas diarias del precio en el mercado de futuros con atención a la fluctuación del precio del contrato de futuros.
- Ajuste por conversión acumulativa (ACA)** Se utiliza en el método actual al convertir los estados financieros en moneda extranjera; esta cuenta de capital social permite equilibrar el balance general con sólo incluir las ganancias y las pérdidas por conversión.
- Análisis técnico** Método de predecir el comportamiento futuro del precio de los activos que se basa en sus patrones históricos.
- Apreciar** Dentro del contexto de una moneda, aumento (o reducción) de un tipo de cambio en relación con otra moneda en función de la nacional (extranjera).
- Arbitraje** Acción que consiste en comprar y vender simultáneamente activos o bienes de consumo idénticos o equivalentes con el propósito de obtener utilidades seguras y garantizadas.
- Arbitraje de intereses cubiertos** Situación que se da cuando no ocurre la diversificación internacional de cartera. Entonces se consiguen ciertas ganancias con el arbitraje, sin que el árbitro invierta dinero de su bolsillo ni corra riesgo alguno.
- Arbitraje triangular** Proceso de cambiar dólares estadounidenses por otra moneda y después cambiarlos por una tercera moneda. Esta última se cambia entonces por dólares. El objetivo es ganar una utilidad de arbitraje pasando de la segunda moneda a la tercera.
- Área monetaria óptima** Zona geográfica adecuada para tener una moneda común gracias a la gran movilidad de factores.

B

- Balanza de pagos** Registro de las transacciones internacionales de un país que incluye un tipo de contabilidad por partida doble.
- Banco Central Europeo (BCE)** Banco central de los 11 países que constituyen la Unión Monetaria Europea, que se encarga de mantener la estabilidad de precios mediante una política monetaria.
- Banco mercantil** El que realiza las operaciones comerciales tradicionales, lo mismo que actividades propias de la banca de inversión.
- Banco universal** El que ofrece algunos servicios como consultoría en estrategia de la protección cambiaria, en financiamiento de las tasas

de interés y de swaps de divisas, así como en la administración internacional de efectivo.

- Beta mundial** Medida de la sensibilidad de un activo o de un portafolio ante los movimientos del mercado mundial. Es una medida del riesgo sistemático universal.
- Bimetalismo** Sistema monetario establecido sobre dos patrones: oro y plata.
- Bono (acción) Yankee** Bono (acción) que las compañías extranjeras venden directamente a los inversionistas de Estados Unidos.
- Bono al portador** Aquel en que se demuestra la propiedad mediante la posesión.
- Bono convertible** Aquel que puede cambiarse por un número predeterminado de acciones de capital social del emisor.
- Bono de cupón cero** Aquel que no paga los intereses de cupón y simplemente devuelve el valor nominal al vencimiento.
- Bono de desempeño inicial** Depósito inicial colateral que se requiere para establecer una posición de activo.
- Bono de moneda dual** Bono de tasa fija que produce interés de cupón en la moneda de la emisión, pero que a su vencimiento paga el capital en otra moneda.
- Bono extranjero** Es aquel que ofrece un acreedor extranjero a inversionistas de un mercado nacional de capitales y que está denominado en la moneda de ese país. Por ejemplo, una compañía estadounidense que en Japón vende a los inversionistas locales bonos denominados en yenes.
- Bono ordinario de tasa fija (straight fixed-rate bond)** Bonos con una fecha de vencimiento que tienen pagos fijos de cupón.
- Bono por desempeño del mantenimiento** Garantía que se requiere para conservar una posición del activo.
- Bono registrado** Aquel cuya propiedad se demuestra relacionando el nombre del comprador con el bono en los registros del emisor.
- Bono sin cupón (stripped bond)** Bono sintético de cupón cero creado por un banco de inversión vendiendo los derechos por un pago específico o bono principal de un bono de cupón, generalmente un bono de tesorería.
- Bonos Brady** Préstamos convertidos en bonos colaterales con una menor tasa de interés, se diseñaron a fines de la década de 1980 para la crisis internacional de la deuda. Llamados así en honor de Nicholas Brady, secretario del tesoro.

X

- Cadbury Code** El Comité Cadbury fundado por el gobierno inglés emitió el *Código de Práctica Óptima* en el gobierno corporativo de las compañías de ese país, recomendaba entre otras cosas elegir por lo menos a tres directores externos del consejo de administración. También se hacía la recomendación de que dos personas ocuparan el puesto de presidente ejecutivo y de presidente del consejo de administración.

- Capital nacional** Monto de referencia del capital que sirve para calcular los pagos que se efectuarán en varios contratos de derivados.
- Capital suficiente de los bancos** Cantidad de capital fijo y de otros valores que un banco mantiene como reserva contra los activos riesgosos para disminuir la probabilidad de insolvencia.
- Centro bancario en el extranjero** País donde el sistema bancario está organizado para permitir cuentas externas ajenas a la actividad económica normal en su territorio. Su función primaria consiste en buscar

- depósitos y conceder préstamos en una moneda distinta a la del país anfitrión.
- Centro de redes** En las redes multilaterales, determina los pagos netos y cuáles afiliados los realizarán.
- Centro de refacturas** Subsidiaria financiera central de una multinacional donde protege la exposición a transacciones dentro de la compañía y se maneja la exposición residual.
- Certificado negociable de depósito (CND)** Depósito bancario temporal negociable.
- Coefficiente de exposición** Es el que se obtiene al retornar al valor del activo en moneda nacional, según el tipo de cambio en cuestión. Es una medida de la exposición económica de la compañía al riesgo cambiario.
- Comité de divisas** Forma extrema del régimen de tipo de cambio fijo, en que la moneda local se respalda por completo con el dólar estadounidense u otra moneda patrón elegida.
- Conocimiento de embarque** En las exportaciones, documento emitido por un transportista común donde especifica que recibió los bienes y que sirve también como título de propiedad sobre ellos.
- Consortio** Grupo de eurobancos que se unen para compartir el riesgo de otorgar eurocréditos.
- Contracomercio** Transacciones en que las partes intercambian bienes o servicios. Constituyen un tipo de trueque cuando no se intercambia dinero.
- Contrato cambiario de futuros** Celebrado entre bancos sirve para protegerse contra el riesgo de la tasa de interés en depósitos y créditos desiguales.
- Contrato completo** Aquel que especifica exactamente las partes y los compromisos en todas las posibles contingencias futuras.
- Corredores de swaps** Función de un banco que iguala las partes pero sin correr ningún riesgo del swap; sin embargo, sí recibe una comisión por este servicio.
- Costo de capital total accionario** Rendimiento requerido sobre las acciones de una compañía cuando no hay deudas.
- Costo todo incluido** El total de costos de un swap: costo de intereses, de transacciones y de servicios.
- Cotización cruzada** Acto de cotizar directamente los valores en bolsas del extranjero. Requiere cumplir con las normas de cotización y revelación que establezcan.
- Crédito fiscal en el extranjero** Sirve para evitar la doble tributación de una compañía matriz con subsidiarias en el exterior. Es el crédito otorgado a la compañía matriz contra los impuestos exigibles en el país anfitrión; se basa en los impuestos pagados a autoridades fiscales del extranjero sobre el ingreso proveniente del exterior.
- Cuenta corriente** Asiento de la balanza de pagos que representa las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, así como las transferencias unilaterales.
- Cuenta de capital** Asiento de la balanza de pagos que incluye las ventas y las compras de activos financieros, de bienes raíces y compañías.
- △
- Depósito central de efectivo** En una multinacional, fondo central que el exceso de efectivo procedente de las filiales se reúne y se invierte o se utiliza para compensar la escasez de efectivo en todo el sistema.
- Depreciación** Dentro del contexto de una moneda nacional, aumento (o disminución) del tipo de cambio en relación con otra moneda cuando se expresa en función de la moneda nacional (extranjera).
- Derechos de control residual** Derecho a tomar decisiones discrecionales en casos no incluidos explícitamente en el contrato.
- Derechos especiales de retiro (DER)** Reserva artificial a nivel internacional creada por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Es una canasta de monedas que actualmente abarca las cinco más importantes.
- Descuento de pagarés a mediano plazo (forfaiting)** Tipo de financiamiento a mediano plazo para cubrir las exportaciones, de este modo

el exportador vende pagarés a un banco con descuento, de manera que no tienen que asumir el financiamiento.

- Diferencia de la distribución de calidad (DDC)** La existente entre el diferencial de distribución de la tasa fija de interés y el de interés flotante de la deuda de dos partes con aceptabilidad desigual. Una diferencia positiva es un requisito indispensable para que se produzca un swap de intereses. Sólo así se garantiza que será benéfico para ambas.
- Diferenciación de productos** Crear entre los consumidores la percepción de que el producto o productos de una compañía no son iguales a los de los competidores, con lo cual se aminora la sensibilidad de la demanda ante los precios.
- Diversificación del mercado** Estrategia para manejar la exposición operativa en que una compañía diversifica el mercado de su producto. Por ejemplo, las fluctuaciones cambiarias en un país pueden compensarse por las que ocurren en otro.
- Diversificación del riesgo de portafolio** El riesgo de portafolio se reduce al mínimo invirtiendo en valores múltiples que no guarden estrecha correlación entre sí.

E

- Edge Act Bank** Subsidiarias constituidas a nivel federal de bancos estadounidenses, que pueden desarrollar un gran número de operaciones bancarias internacionales. Están ubicadas en Estados Unidos.
- Efecto competitivo** Es el que causa las fluctuaciones cambiarias en la posición competitiva de la compañía, ésta a su vez incide en sus flujos operativos de efectivo.
- Efecto de conversión** Hecho de que las fluctuaciones cambiarias afectan a la cantidad de dólares convertidos de un flujo de efectivo procedente de una operación en el extranjero.
- Efecto de la curva J** Designa el deterioro inicial y el mejoramiento de la balanza comercial tras depreciarse la moneda de un país.
- Efecto Fisher** Teoría según la cual la tasa nominal de interés es la suma de la tasa real más la tasa de inflación esperada.
- Efecto Internacional Fisher** Teoría según la cual las fluctuaciones previstas del tipo de cambio spot entre dos países son la diferencia que hay entre sus tasas de interés.
- Elasticidad de la demanda** Medida de la sensibilidad de la demanda de un producto respecto a su precio.
- Empresa extranjera controlada (EEC)** Subsidiaria en que los accionistas estadounidenses poseen más de 50% de las acciones comunes con derecho a voto.
- Equidad fiscal** Suposición de que los contribuyentes en condiciones similares deberían participar en el costo de operar el gobierno conforme a las mismas reglas.
- Especialista** En los mercados cambiarios de Estados Unidos, cada acción está representada por un especialista que crea un mercado conservando un inventario de ella.
- Especulador** El que trata de obtener una ganancia con una fluctuación favorable pero incierta del precio de un activo, obteniendo su posesión.
- Estrategia de aceleración/demora** Reducción de la exposición a las transacciones ya sea con el pago o cobro de obligaciones financieras internacionales antes (anticipación) o más tarde (retraso) según sea el caso si la moneda es dura o blanda.
- EURIBOR** Tasa a la que los depósitos interbancarios de euros se ofrecen por un banco principal a otro en los países integrantes de la Unión Monetaria Europea, lo mismo que los bancos más importantes en otros países de la Unión Europea no afiliados y por los bancos principales situados en otros países.
- Euro** Moneda europea común introducida en nueve de los 11 países de la Unión Europea que integran la Unión Monetaria Europea.
- Eurobono** Emisión de bonos denominados en una moneda particular pero que se venden a inversionistas en el mercado nacional de capitales que no sea el país emisor.

Euromoneda Depósito temporal de dinero en un banco internacional situado en un país que no sea el que emite la moneda.

Export-Import Bank (Eximbank) de Estados Unidos Fundado en 1945, es un organismo gubernamental independiente que promueve y financia el comercio internacional; cuando las instituciones privadas no pueden o no quieren ofrecer financiamiento a las exportaciones, éste lo realiza.

Exposición a la conversión Efecto que la fluctuación no prevista del tipo de cambio tiene en los informes financieros consolidados de una multinacional.

Exposición a las transacciones Fluctuación potencial en el valor de las posiciones financieras debido a las fluctuaciones cambiarias entre el inicio de un contrato y su cumplimiento.

Exposición contingente Riesgo debido a situaciones inciertas donde la compañía no sabe si en el futuro enfrentará un riesgo cambiario.

Exposición económica Posibilidad de que los flujos de efectivo y de que el valor de la compañía se vean afectados por fluctuaciones imprevistas del tipo de cambio.

Exposición operativa Grado en que los flujos de efectivo de una compañía se verán afectados por las fluctuaciones del tipo de cambio.

Φ

Flujo libre de efectivo Representa un fondo generado en la compañía mayor que la cantidad necesaria para financiar todos los proyectos de inversión con un valor positivo neto presente.

Fondo de país cerrado (FPC) Fondo (invertido exclusivamente en valores de un país) que emite cierto número de acciones negociadas en la bolsa del país anfitrión, como si fuesen una acción individual. No se redimen al valor básico neto establecido en el mercado nacional.

Futuros de divisas Contrato estandarizado con una fecha de entrega futura que se negocia en las bolsas organizadas.

Γ

Giro temporal Documento escrito que ordena al importador o a su banco pagar una suma específica en una fecha determinada. Se utiliza en el financiamiento de las exportaciones e importaciones.

Gobierno corporativo Modelo económico, legal e institucional en que el control corporativo y los derechos al flujo de efectivo se distribuyen entre accionistas, ejecutivos y otros interesados en la compañía.

H

Hipótesis del camino aleatorio Aquella según la cual en un mercado eficiente el precio de los activos fluctúa aleatoriamente (esto es, independientemente de las tendencias históricas) o sigue un “camino aleatorio”. Por tanto, la tasa cambiaria esperada en el futuro equivale a la vigente en ese momento.

Hipótesis del mercado eficiente Hipótesis de que los mercados financieros son eficientes desde el punto de vista de la información, en el sentido de que los precios del activo circulante reflejan todos los datos disponibles.

I

Imperfecciones del mercado Fricciones diversas, como los costos de transacción y las restricciones legales, que le impiden funcionar a la perfección.

Impuesto al valor agregado Impuesto nacional indirecto que se grava sobre el valor agregado en la producción de un bien o servicio, al pasar por las etapas de producción.

Impuesto de retención Impuesto indirecto sobre el ingreso pasivo ganado por un individuo o empresa de un país dentro de la jurisdicción fiscal de otro.

Impuesto directo El que paga directamente el contribuyente gravado.

Impuesto indirecto Grava el ingreso de los contribuyentes que no generaron directamente y que le sirve de ingreso pasivo.

Impuesto sobre la renta Impuesto que grava directamente los ingresos activos de un individuo o de una empresa.

Impuesto Tobin El que se cobra sobre el flujo internacional de dinero caliente. Lo propuso el profesor Tobin con el fin de desalentar la especulación financiera internacional.

Ingreso activo El que proviene de la producción o de los servicios ofrecidos por un individuo o una empresa.

Ingreso de la subparte F Ingreso de transnacionales controladas que está sujeto al gravamen inmediato de Estados Unidos. Incluye el ingreso relativamente fácil de transferir entre países y está sujeto a un bajo impuesto internacional.

Ingreso pasivo El que no genera directamente un individuo ni una empresa: intereses, regalías y derechos de autor.

Integridad del mercado Se cumple con esta condición cuando a cada estado de la economía corresponde un rendimiento equivalente de los valores.

Interés abierto Número total de contratos breves o largos vigentes durante un mes determinado de entrega en los mercados de derivados.

Intermediario de swaps Función de un banco que crea mercado en uno u otro lado de la moneda o de un swap de tasas de intereses.

Inversión extranjera directa La que se realiza en un país del exterior y que otorga un poco de control a la multinacional.

Λ

Letra de cambio Documento escrito en que se ordena al importador o a su agente que paguen la cantidad especificada en él.

Letra de crédito (L/C) Garantía de un banco de que obrará en favor del importador y pagará al exportador la mercancía, si todos los documentos están en orden.

Ley de Gresham Con un patrón bimetalico, el metal abundante se utilizaba como dinero y el metal escaso se sacaba de la circulación, con base en el hecho de que la razón de los dos metales se fijaba de manera oficial.

Ley de un solo precio Establece que los bienes de consumo o los valores similares han de intercambiarse a un precio igual o parecido.

Liquidez Capacidad de comprar y vender rápidamente al cierre los valores al precio cotizado en el momento.

London Interbank Offered Rate (LIBOR) Tasa interbancaria de interés a la cual un banco ofrecerá depósitos en euros a otro banco situado en Londres. A menudo sirve de base para fijar las tasas de préstamos en euromoneda. La tasa se calcula al sumar a la LIBOR una prima por riesgo.

M

Maximización de la riqueza de los accionistas Constituye el objetivo primordial de la administración que los ejecutivos deberían tener presente al tomar decisiones importantes. Pueden maximizarla si hacen lo mismo con el valor de mercado de su empresa.

Mecanismo de flujo precio-mercancía (price-specie-flow) Con el patrón oro, es la corrección automática de los desequilibrios de pago entre los países. Se basa en el hecho de que, con dicho patrón, las reservas monetarias disminuyen a medida que el dinero ingresa o sale del país.

Mecanismo del tipo de cambio (MTC) Procedimiento —antes de la introducción del euro— en que los miembros del sistema monetario europeo administraban de manera colectiva su tipo de cambio con base en un sistema de rejilla de paridad, es decir, un sistema de valores a la par entre las naciones que utilizaban el mecanismo.

Medida Sharpe del desempeño (MSD) Medida del desempeño ajustada al riesgo de un portafolio que produce un exceso de rendimiento

(por arriba de la tasa de interés libre de riesgo) multiplicado por el riesgo de desviación estándar.

- Mercado continuo** Aquel en que los pedidos de mercado y de límite pueden atenderse durante las horas hábiles.
- Mercado de agencias** Aquel en que el corredor recibe el pedido del cliente por medio de un agente, lo cual provoca conflicto de intereses. Son problemas especialmente difíciles para las compañías con propiedad de acciones muy difusa.
- Mercado de agentes** Aquel en que un corredor realiza la transacción a través de un agente, que participa en ellas como socio mayoritario.
- Mercado de futuros** El de contratos de divisas que se inician hoy pero que entran en vigor en una fecha futura.
- Mercado de opciones de compra** Aquel en que los pedidos de mercado y de límite se acumulan, ejecutándose a ciertos intervalos durante el día.
- Mercado informal (MI)** Aquel en que no existe un mercado central; más bien, tanto compradores como vendedores se conectan a través de una red de teléfonos y celulares, de sistemas de cómputo y de marcaje automatizado.
- Mercado primario** Aquel en que las nuevas emisiones de valores se venden a los inversionistas. En la venta los banqueros cumplen una función importantísima como corredores o intermediarios.
- Mercado secundario** Aquel en que los inversionistas compran y venden valores a otros colegas; el emisor original no interviene en esas operaciones. Ofrece negociabilidad y valuación de valores.
- Mercados de divisas** Son aquellos que incluyen la conversión del poder adquisitivo de una moneda en otra, depósitos bancarios de divisas y comercio spot de divisas, de futuros, de swaps y de opciones.
- Método actual/no actual** En la conversión de divisas, suposición de que el activo y el pasivo circulante se convierten al actual tipo de cambio, mientras que el activo y el pasivo no circulante se convierten al tipo histórico.
- Método de fuente de tributación** Véase Tributación territorial.
- Método del actual tipo de cambio** En la conversión de divisas, suposición de que todas las cuentas del balance general se convierten al actual tipo de cambio menos la participación de los accionistas, que se convierte al tipo vigente en la fecha de la emisión.
- Método monetario/no monetario** En la conversión de divisas, suposición de que las cuentas monetarias del balance general —entre ellas las cuentas por cobrar— se convierten al tipo actual de cambio, mientras que las cuentas de otra índole —entre ellas las de participación de los accionistas— se convierten al tipo histórico de cambio.
- Método temporal** En la conversión monetaria, suposición de que se convierte al tipo de cambio actual las cuentas monetarias corrientes y no corrientes, lo mismo que las que se incluyen en los libros a su valor presente. Las cuentas asentadas a su costo histórico se convierten en el tipo de cambio histórico.
- Moneda de los informes** Aquella en que una multinacional prepara los estados financieros consolidados. Suele ser la moneda que la compañía matriz usa en sus registros.
- Moneda funcional** En una subsidiaria de una multinacional, es la moneda del ambiente económico primario donde opera esta última. Suele ser la moneda local del país donde efectúa sus negocios.
- Multinacional** Designa la compañía que tiene actividades e intereses empresariales en varios países.

N

- Neutralidad de capital-exportaciones** Suposición de que la carga fiscal impuesta por el país anfitrión a una subsidiaria de alguna multinacional ha de ser igual sin importar la sede de esta última, prescindiendo de la que se imponga a las compañías nacionales.
- Neutralidad fiscal** Principio según el cual la tributación no debería tener efectos negativos en las decisiones de los contribuyentes.
- Neutralidad nacional** Suposición de que en teoría la autoridad hacen-

daria de un país gravará igualmente todos los ingresos, sin importar en qué parte del mundo se obtengan.

O

- Opción** Contrato que da al propietario el derecho —no la obligación— de comprar o vender determinada cantidad de activos a un precio especificado en alguna fecha futura.
- Opción de compra** Opción de adquirir un activo subyacente a un precio especificado.
- Opción de venta** Aquella que vende un activo a un precio previamente especificado.
- Opción estadounidense** Aquella que puede ejercerse en cualquier momento durante la vigencia del contrato.
- Opción europea** Es aquella que puede ejercerse sólo en la fecha de vencimiento del contrato.
- Opción real** Aplicación de la teoría de precio de las acciones a la evaluación de las alternativas de inversión en proyectos reales.
- Orden de mercado** Pedido ejecutado al mejor precio disponible (precio de mercado) cuando se recibe en el mercado.
- Organización Mundial del Comercio (OMC)** Institución internacional permanente creada por la Ronda de Uruguay para sustituir al GATT. Tendrá la facultad de hacer cumplir las reglas del comercio internacional.

Π

- Pagaré de tasa flotante** Bonos de mediano plazo cuyo pago de bonos está indexado a una tasa de referencia, por ejemplo, LIBOR de dólar estadounidense a tres meses.
- Paradoja de Triffin** En el patrón oro de intercambio, el país con moneda de reserva debería tener un déficit en la balanza de pagos, pero ello puede disminuir la confianza en la moneda y arruinar al sistema.
- Paraíso fiscal** País que tiene bajos impuestos al ingreso corporativo y bajas tasas de retención sobre el ingreso pasivo.
- Paridad de expectativas futuras** Teoría según la cual la prima o descuento es igual al cambio de valor que se prevé entre dos monedas.
- Paridad de las tasas de interés (PTI)** Condición del equilibrio de arbitraje según la cual la diferencia de las tasas entre dos países debería ser igual a la prima o descuento por tipo futuro de cambio. Su violación crea oportunidades rentables de arbitraje.
- Paridad del poder adquisitivo (PPA)** Teoría de que el tipo de cambio entre la moneda de dos países debería ser igual a la razón de sus niveles de precio de una canasta de bienes de consumo.
- Paridad no cubierta de la tasa de interés** Sostiene que la diferencia en las tasas de interés de dos países es igual a la fluctuación cambiaria esperada entre sus monedas.
- Parte** Una de los dos elementos de los contratos financieros que aceptan cambiar flujos de efectivo bajo ciertas condiciones.
- Pase del tipo de cambio (exchange rate pass-through)** Relación entre las fluctuaciones del tipo de cambio y los ajustes de precios de bienes que se venden a nivel internacional.
- Patrón oro del tipo de cambio** Sistema monetario en que los países tienen la mayor parte de sus reservas en la moneda de un país. Éste se basa en el patrón oro.
- Patrón oro** Sistema monetario en que las monedas se definen por su contenido de oro. El tipo de cambio entre un par de monedas depende de su contenido relativo de ese metal.
- Pedido límite** Es el que se aparta del precio de mercado y que se mantiene hasta que pueda realizar al precio deseado.
- Políticas flexibles de subcontratación** Estrategia de la administración de la exposición operativa que consiste en contratar en regiones donde los costos de los insumos es bajo.
- Precio de ejercicio** Precio previamente establecido o recibido cuando se ejerce una opción.

- Precio de oferta** Aquel al que un intermediario deberá vender un activo financiero.
- Precio de oferta** Aquel al que los intermediarios comprarán un activo financiero.
- Precio de transferencia** El que con fines contables se asigna a la división receptora para cubrir el costo de transferir bienes y servicios entre divisiones.
- Precio de venta** Véase Precio de oferta.
- Preferencia nacional** En la tenencia de bonos, tendencia de un inversionista a conservar un nivel mayor de valores del país de origen que el óptimo para diversificar el riesgo.
- Préstamo concesionario** El que por debajo de la tasa de interés de mercado ofrece el país anfitrión a una multinacional para estimular los gastos de capital en su territorio.
- Presupuesto de efectivo** En la administración de efectivo, se trata de tener un plan que detalle el momento y la magnitud de los ingresos y desembolsos esperados.
- Prima/descuento futuro** Nivel mayor (o menor) en que el tipo de cambio spot variará en una tasa futura que a menudo se expresa como la desviación porcentual anualizada respecto al tipo spot.
- Privatización** Acto por el cual un país vende la propiedad y deja en manos de particulares la administración de empresas estatales, entregándolas al sistema de libre mercado.
- Problemas de agencia** Los ejecutivos contratados como agentes que trabajan para los accionistas buscan a veces su propio bien a costa de sus clientes, por lo que surgen entonces conflictos de intereses. Los problemas de agencia son especialmente graves en compañías con propiedad difusa.
- Protección cruzada** Consiste en proteger una posición de un activo al tomar una posición en otro.
- Protección del balance general** Su finalidad es aminorar la exposición de una multinacional a la conversión, como la eliminación de la desigualdad del activo y del pasivo netos expuestos, denominados en la misma moneda.
- Protección del mercado de dinero** Método con que se protege la exposición a las transacciones obteniendo y otorgando préstamos en los mercados nacionales e internacionales.
- Protección del mercado de futuros** Método de protegerse contra el riesgo cambiario, en el cual un contrato de divisas se vende o se compra por anticipado.
- Protección del mercado de opciones** Uso de las opciones de compra y de venta para reducir el riesgo de exposición a las transacciones, conservando al mismo tiempo el potencial favorable. La prima por opción es el costo de este tipo de opciones.
- Protección mediante la moneda de la factura** Método de protegerse contra la exposición al riesgo cambiario, al facturarlos en la moneda del país de la compañía.
- Protecciones financieras** Protección de la exposición al riesgo cambiario mediante contratos como los de futuros y de opciones.
- Protecciones operacionales** Método de largo plazo para proteger la exposición cambiaria que incluyen una diversificación del mercado y subcontratación flexible.
- Protector** El que trata de eliminar el riesgo de una fluctuación desfavorable del precio de un activo, mediante una posición compensadora en otro activo, normalmente un contrato de derivados.

P

- Recibo estadounidense de depósito (RND)** Certificado de propiedad emitido por un banco estadounidense que representa un múltiplo de acciones del extranjero que se depositan en ellos. Puede negociarse en bolsas de Estados Unidos o del mercado informal.
- Redes bilaterales** Sistema en que un par de filiales deciden el monto neto que se adeudan y sólo él se transfiere.

- Redes de exposición** Protegen sólo la exposición neta de compañías que tienen cuentas por pagar y cobrar en moneda extranjera.
- Redes multilaterales** Sistema en que todos los miembros comparan sus recibos con los desembolsos, transfiriendo después el saldo o recibiendo según se trate de un pagador o receptor.
- Registro en estante** Permite al emisor de bonos registrar previamente una emisión que se efectuará más tarde.
- Riesgo cambiario** Es el que encara un futuro incierto de los tipos de cambio.
- Riesgo país** Se relaciona desde la perspectiva en la banca y la inversión, de la probabilidad de que los sucesos imprevistos de un país influyan en su capacidad de pago de los préstamos y de repatriación de los dividendos. Abarca los riesgos de carácter político y crediticio.
- Riesgo político** Pérdidas que puede sufrir una compañía matriz a causa de acontecimientos políticos adversos en el país anfitrión.

Σ

- Saldo de efectivo de las transacciones** Fondos que una firma destina a cobrar los egresos programados durante un periodo de presupuestación de caja.
- Saldo precautorio de efectivo** Fondos de emergencia que conserva una empresa por si subestima el saldo en efectivo de sus transacciones.
- Sarbanes-Oxley Act** Ley aprobada por el Congreso de Estados Unidos en el 2002 para fortalecer el gobierno corporativo. Requiere crear una comisión que supervise la contabilidad pública. También que el presidente ejecutivo y el director general aprueben los estados financieros de la compañía.
- Seguridad derivada** Aquella cuyo valor depende del que tenga el título en cuestión: contratos de futuros y de opciones.
- Serpiente (snake)** Versión europea de un sistema de tipo de cambio fijo, que aparece a medida que iba decayendo el sistema de Bretton Woods.
- Servicio bancario internacional (SBI)** Operación de los bancos estadounidenses que funcionan como un banco extranjero en ese país; así que no están sujetos a los requisitos de reserva ni a los de seguro establecidos por la FDIC. Capta depósitos de ciudadanos de otros países y puede prestarles a ellos exclusivamente.
- Sistema Bretton Woods** Sistema monetario internacional creado en 1944 a fin de promover la estabilidad cambiaria después de la guerra y de coordinar las políticas monetarias en el mundo. También llamado sistema de intercambio de oro.
- Sistema de flotación administrada** Creada por el Tratado de Louvre en 1987, permite al Grupo de los Siete intervenir de manera conjunta en el mercado accionario para corregir la subvaluación o sobrevaluación de la moneda.
- Sistema Monetario Europeo (SME)** Sustituyó al anterior en 1979. Su objetivo era lograr la estabilidad monetaria en Europa e impulsar su unificación económica y política.
- Sistema monetario internacional** Modelo institucional con que se efectúan los pagos, se ajustan los movimientos de capital y se determina el tipo de cambio entre las monedas.
- Subsidiaria en el extranjero** Filial de una multinacional que se incorpora independiente en un algún país.
- Sucursal en el extranjero** Filial en el exterior de una multinacional, que no es una compañía independientemente incorporada, sino más bien una ramificación de la empresa matriz.
- Swap de divisas** Una parte intercambia las obligaciones del servicio de la deuda de un bono denominado en una moneda por las obligaciones de otro país, denominadas en una moneda distinta.
- Swap de las tasas de interés con moneda cruzada** Generalmente llamado "swap cambiario". Una de las partes cambia las obligaciones del servicio de la deuda de un bono denominado en una moneda por las de la otra parte, que no están denominadas en la misma moneda.
- Swap de las tasas de interés de una sola moneda** Comúnmente conocida como "swap de la tasa de interés". Aunque existen muchas varian-

tes, todas incluyen cambio del pago de intereses sobre las obligaciones de la deuda que se denominan en la misma moneda.

Swap de pasivo por capital contable Venta de deuda soberana por dólares estadounidenses a inversionistas que deseen invertir capital social en la nación endeudada.

T

Teoría de cantidad del dinero Identidad según la cual en los países el nivel general de precios por la producción agregada debería ser igual a la oferta de dinero multiplicada por la velocidad de éste.

Teoría de la ventaja comparativa Argumento en favor de la existencia del mercado internacional; resulta mutuamente benéfico para los países especializarse en la producciones de bienes que pueden producir muy eficientemente y luego intercambiarlos.

Tipo de cambio cruzado Es aquel que se da entre un par de monedas, ninguna de las cuales es el dólar estadounidense.

Tipo de cambio spot Precio al que una divisa puede venderse o comprarse para entrega inmediata (en un lapso de dos días hábiles).

Tipo real de cambio Mide la desviación respecto al PPP durante cierto periodo a partir del que existe al inicio del periodo.

Transacción con swaps Venta (compra) spot simultánea de un activo contra una compra (venta) a futuro por una cantidad aproximadamente igual al valor del activo.

Transacción inversa La que se realiza en el mercado de futuros y que neutralizará una posición.

Tratado de Basilea Establecido en 1988 por el Bank for International Settlement, crea un modelo para medir el capital suficiente de los bancos en el Grupo de los Diez y en Luxemburgo.

Tratado de Jamaica Acuerdo monetario internacional firmado en enero de 1976, por el cual se aceptaron tipos de cambio flexibles y se abandonó el oro como activo de reserva internacional.

Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC) Creado en 1994, participan Estados Unidos, Canadá y México en un área de libre comercio. Se propone eliminar los aranceles y cuotas de importación en un plazo de 15 años.

Tratado de Maastricht Tratado firmado en diciembre de 1991, según el cual la Unión Europea fijará en 1999 tipos de cambio irrevocables entre los países miembros e introducirá una moneda común que reemplazará la de cada país.

Tratado general de comercio y aranceles (GATT) Contrato multilateral entre varios países con el fin de impulsar el comercio internacional. Contribuyó de manera importante a aminorar las barreras del comercio mundial.

Tratado Plaza Acuerdo firmado por los Cinco Grandes en 1985, según el cual la depreciación del dólar es una medida adecuada para corregir los déficits comerciales de Estados Unidos.

Tributación mundial Método de declarar la jurisdicción fiscal nacional en que se gravan los ingresos de los residentes de un país, sin importar dónde los hayan ganado.

Tributación residencial Véase Tributación mundial.

Tributación territorial Método de declarar la jurisdicción fiscal en que se gravan todos los ingresos obtenidos en un país por un contribuyente tanto nacional como extranjero.

Y

Unión Europea de Moneda (UEM) Moneda global obtenida de un promedio ponderado de las de los 12 miembros de la Unión Europea. Precursora del euro.

Unión Europea Integración económica regional de la Europa Occidental, actualmente cuenta con 15 estados miembros, en la que se eliminan todas las barreras del libre flujo de bienes, de capitales y de personas. Planea completar la unificación económica, entre otras cosas, con una sola moneda.

Unión Monetaria Europea (UME) Los 11 países de la Unión Europea que fijaban su tipo de cambio en forma irrevocable y que usaban el euro común.

S

Valor a la par Valor nominal de una acción o bono.

Valor de reclamación contingente Véase Seguridad derivada.

Valor intrínseco El valor del ejercicio inmediato de una opción estadounidense.

Valor presente ajustado (VPA) Técnica del valor presente en que se descuentan los flujos de efectivos a varias tasas, con atención al riesgo de los flujos.

Valor presente neto (VPN) Método de presupuestación de capital en que el valor presente de las salidas de efectivo se resta al valor presente de los ingresos esperados para calcular el valor presente neto de un proyecto de inversión.

Ventaja comparativa Concepto utilizado por David Ricardo para justificar el comercio internacional. En concreto, todo mundo saldrá ganando si los países especializan la producción de bienes y servicios en las industrias donde pueden hacerlo más eficientemente (en términos relativos) que en otros países y si realizan el comercio.

Ω

World Equity Benchmark Shares (WEBS) Son fondos negociados en la bolsa y de país abierto diseñados para seguir de cerca los índices del mercado nacional de acciones. Se negocian en la American Stock Exchange (AMEX).

Índice analítico

A

- AAC. *Véase* Ajuste acumulativo por traducción contable
- A/B. *Véase* Aceptación bancaria
- Abauf, N. 160
- ABN Amro, 113, 268, 305-306
- Accione(s). *Véase* Cotizaciones internacionales de acciones; Mercados de capitales
- al portador, comunes, 7
- sin derecho de voto, 438
- con derecho a voto, 438
- comunes, 7. *Véase también* Mercados accionario de, capital cruzadas, 93
- inversión extranjera directa, 397; *Véase también* Inversión extranjera directa (IED), acervos globales registradas (AGR), 332
- no restringidas, 439
- nominativa, 7, 438
- Yankee*, 327-328
- Accionistas. *Véase también* Mercados de capitales administradores como, 85-86
- adquisiciones en el extranjero y, 408
- beneficios personales del control y, 95
- empresas públicas, 79
- escándalos corporativos y, 9, 96
- gobierno corporativo y, 80
- índice de derechos de los, 89-90
- propiedad concentrada y, 85-86
- ACLP. *Véase* Administración de capital a largo plazo
- Activo(s)
- de capital, 435-437
- de oficiales de sus reservas, 66
- expropiación de, propiedad de extranjeros, 411-412
- intangible, 398, 401
- internacionalmente negociable, 435
- negociables internacionalmente, 435
- no negociable internacionalmente, 435-436, 448
- ponderado por riesgo, 272-273
- reserva oficial de, 66
- restricciones de propiedad de extranjeros, 440
- Acuerdo(s), bilaterales de compensación, 493
- de Jamaica, 32
- de licencia, 455
- del Plaza, 33
- General sobre Tarifas y Aranceles, 14
- ligados a tipos de cambio fijos convencionales, 34
- Louvre, 34
- Smithsoniano, 32, 35
- Adler, Michael, 145, 160, 225n, 333, 336, 386, 446
- Administración, de capital a largo plazo (ACLP), 49, 376-377
- descentralizada de efectivo, 474
- financiera internacional, 4
- Administración de efectivo, 467-486
- compensación bilaterales en la, 473
- fijación de precios de transferencia y, 476-483
- derechos de importación en, 479-480
- impuesto sobre la renta en, 477-478
- política de alto o bajo margen de ganancia, 476-477, 482-483
- regulaciones que afectan a la, 478-479
- restricciones cambiarias en la, 477
- separación de fondos de transferencia, 480-482
- fondos congelados y, 483
- saldos, internacionales y, 467-473
- precautorios de efectivos en, 473-475
- sistemas de, 475-476
- Administración del riesgo. *Véase también* Cobertura cambiario, 210-211
- futuros y opciones para, 162
- Administradores, problema de agencia y, 80-88
- Adquisición(es), en el extranjero, 395. *Véase también* Fusiones y adquisiciones en el extranjero; Inversión extranjera directa
- hostiles, 87-88, 327
- ADR. *Véase* Certificado estadounidense de depósito
- Aegon NV, 405
- AFPC. *Véase* Asociación francesa de Compañías privadas
- Aggarwal, R., 202, 221
- Agmon, Tamir, 150n
- AGR. *Véase* Acciones globales registradas
- Aharoni, Yair, 421
- AIG. *Véase* American International Group
- Airbus, Inc., 214
- AISYD. *Véase* Asociación Internacional de Swaps y derivados
- Ajuste acumulativo de traducción contable (AAC), 246, 258
- Alemania
- como país del G-5, 33
- costo de capital y, 426-431
- gobierno corporativo en, 83, 85
- reglas contables, 434n
- hiperinflación, en el periodo entre guerras, 28
- inversión extranjera directa y, 395-398
- métodos de traducción contable, 251
- multinacionales en, 18
- patrón oro y, 27
- tendencias de la balanza de pagos de, 72
- tradicón de ley civil, 88
- Alexander, Gordon, 437, 446
- Aliber, R., 160
- Allayannis, George, 210, 221, 223, 242
- Allen, Michael, 509
- ALMV. *Véase* Asociación Internacional de Mercados de valores
- Ambientes fiscales nacionales, 503-505
- Amazon.com Inc., 508
- América Latina
- concentración de la propiedad en, 85-86
- crisis de la deuda y, 281
- expansión de Detroit Motors en, 288-289
- impuesto al valor agregado en, 503
- American Express Bank, 348
- American & Foreign Power, 410
- American International Group (AIG), 348
- American Stock Exchange (AMEX)
- certificados de depósito en, 426
- como bolsa de valores de Estados Unidos, 319
- fondos de inversión cerrados de países en, 371
- iShares en, 323, 325
- WEBS en, 375
- AMEX. *Véase* American Stock Exchange
- Amihud, Yakov, 15n, 446
- Amoco, 404
- Amortización de swaps de divisas, 348
- Análisis de, gasto de capital, 483. *Véase también* Presupuestación de capital
- sensibilidad, 461
- valor justo de Bloomberg, 312, 335
- Ang, James S., 466
- Antigua, 508
- Antillas Holandesas, 298
- Anguila, 509
- Anyane-Ntow, Kwabena, 492 n, 493-494, 497
- Appleby, Spurling & Kempe, 509
- Apple Computer, 81, 84, 403
- Apreciación, en valor, 124, 223, 233, 247
- Arbitraje, 8
- apalancado en renta fija, 377
- con cobertura de tasas de interés, 135-137
- definición, 132
- internacional de mercancías básicas, 146
- mercancías básicas desagregadas, 144
- paridad de las tasas de interés y, 135-137
- transacciones de, 110
- triangular, 121
- Archer Daniels Midland Co., 509
- Área monetaria óptima, 43
- Arpan, Jeffrey S., 21, 250, 263
- Arthur Andersen Co., 84
- Asimetría de la información, 207
- Asistencia gubernamental a exportaciones, 491-492
- Asociación, de suscriptores, 303
- Francesa de Compañías Privadas (AFCP), 20
- Internacional de Mercados de valores, (ISMA), 306
- Internacional de Swaps y Derivados, 349
- Asprem, Mads, 333, 336
- AT&T, 296
- Atrinchamiento de los administradores, 81
- Aubey, R., 221
- Auhill, Richard, 207
- Aumento del precio del petróleo, 280
- Australia
- inversión extranjera directa y, 396, 398
- inversión en Nueva Zelanda por, 16
- Aversión al riesgo agregado, 435-436
- AXA Group (AXA-UAP), 405
- Ayasse, Manfred, 236-237
- Ayuda gubernamental, en exportaciones, 491-492

B

- Bacon, Louis, 376
- Bailey, Warren, 372n, 380, 386, 446
- Baker, Stephen A., 21
- Balance general, y consolidación de (EMN), 252-256
- Balanza de pagos, 59-77, 282
- acumulada, 65
- contabilidad de, 60-68
- cuenta de capital en la, 64-66
- cuenta corriente en la, 61-64
- cuenta de reserva oficial en la, 66-68
- contabilidad del ingreso nacional y, 77
- en México, 76
- igualdad de la (IBP), 68-70
- patrón oro y, 30
- tendencias en la, 70-73
- tipos de cambio flexibles y, 53, 69
- USA (2004), 62

- Banca de inversión, 267
- Banca interestatal, 270
- Banca internacional, 109, 266-274. *Véase también*
 Mercado de dinero
 crisis de la deuda y, 279-285
 bonos Brady en, 283-284
 en, Asia, 285
 Japón, 284
 historia de, 279-281
 swaps de deuda por capital, 281-283
 Glass-Steagall Act y, 10
 mercado internacional de dinero y, 274-279
 normas de adecuación de capital, 272-274
 razones de, 267-269
 relaciones bancarias corresponsales en, 111
 servicios de la, 266-267
 tipos de oficinas, 269-272
- Banca Intesa, 268
- BancAmerica Corp., 280
- Banco(s), Bilbao Vizcaya Argentaria, 268
 central. *Véase también Sistema de la Reserva Federal*
 diversificación de reservas, 68-69
 europeo (BCU), 11, 40-41, 67, 205
 intervención en el mercado de divisas, 110
 comerciales, 10, 267
 de Francia, 31
 de la ley Edge, 270-271
 de México, 282
 de servicios múltiples, 267
 filial, 270
 Industrial de Japón, 155
 Industrial y Comercial de China (BICCH), 2
 Internacional de Pagos (Bank for International Settlements) (BIS), 47, 106, 272
 estadísticas, 114
 Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (BIRD), 29
 Mundial
 contracomercio, 492, 495
 deuda pendiente de los países menos desarrollados, 280
 disminución de la producción industrial, 50
 primer swap de divisas, 338
 riesgo político y, 443
 sistema Bretton Woods, 29
 Nacional de Kuwait, 298
 preferencial (eurobanco), 275
 subsidiarios, 270
 universales, 267
- Bank of America, 101, 268, 305, 348
 Bermuda, Ltd., 509
 China, 268
 England, 27, 29, 162
 New York, 348, 427
 N.T. Butterfield & Son, Ltd., 509
- Banker's Trust NY Corp., 280
- Banque Paribas, 8
- Barclays Bank, 61, 155, 268, 305-306
 Capital, 301
 Global Investors, 323, 325
- Barings Bank, PLC, 162, 273
- Barone-Adesi, Giovanni, 183n, 184, 188
- Barreras comerciales, 6-7
- Barron's*, 288
- Bartov, Eli, 242
- Bartter, Brit J., 181n, 188
- Base de tasa flotante, 280
- Basel Accord, 272-273
- Bayer, 395
- BBC News, 79
- BCE. *Véase* Banco Central Europeo
- BDPI. *Véase* Balanza de pagos, igualdad de la Capacidad de endeudamiento, 455
- Bechtel Group, 419
- Beck, T., 96, 102
- Beckers, Stan, 333, 336
- Beecroft, Nick, 112
- Beneficios personales del control, 95
- Benet, B., 202, 221
- Benetton, 87
- Berkshire Hathaway, 84
- Bermuda, 508-509
- Beta(s) (volatilidad), 223, 361, 370, 424-425
 Forex, 223-224
 mundial, 361, 370n
- BIBOR. *Véase* Tasa interbancaria de oferta de Bruselas
- BICC. *Véase* Banco Industrial y Comercial de China
- Bienes no comerciables, 333
- Biger, Nahum, 182n, 188
- Billiton PLC, 405
- Bimetalismo, 26
- BIRD. *Véase* Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo
- BIS. *Véase* Bank for International Settlements
- Bischel, John E., 512
- Black, Fischer, 182n, 188, 446
- Blair, Tony, 57
- Blum, León, 29
- BM&F Exchange (Brasil), 167, 174
- BMW Motor Co., 17, 234, 237, 407
- BNP Paribas, 268, 305-306
- Bodie, Zvi, 21, 278n, 289, 446
- Bodnar, Gordon, 242
- Bodurtha James hijo, 184, 188
- Boeing Corporation, 60
- Bokos, W.J. 475, 486
- Bolsa, Automatizada de Estocolmo (SAXESS), 328
 de Corea, 167
 de Londres
 Cadbury Code y, 98
 certificados de depósitos globales y, 374
 cotizaciones cruzadas, 325, 430-431, 433-434
 miembros extranjeros, 10
 de Luxemburgo, 327
 de Madrid, 320
 de Nueva York (NYSE)
 certificados estadounidenses de depósito, 426
 como bolsa de Estados Unidos, 319
 cotizaciones cruzadas, 5, 422, 430-431, 433
 DaimlerChrysler GRS en, 332
 fondos de inversión cerrados de país en, 371
 globalización de los mercados y, 10
 medidas de protección al inversionista, 98
 Norex, 328
 de París, 320
 Frankfurt, 332
 Mexicana de Derivados, 167
 Singapur, 171
 Tel-Aviv, 174
 Tokio, 10, 422
 Singapur, 328
 Valores de Toronto, 320
 Zurich, 320, 439
- Bolsa/mercado de valores. *Véase también* Cotización internacional de acciones; Mercados de capitales
 caso, 335-336
 colapso de, en Japón, 284
 desregulación de, 10
 emergentes, 315
 europeos, 327-328
- estructura de mercado, 319
 prácticas de intercambio de, 319-320
 rendimientos de los 12 grandes, 359-360
 selección del portafolio óptimo, 359-369
 volatilidad del mercado, 359
- Bondi, Enrico, 101
- Bonos
 al portador, 295
 Brady, 283-284
Bulldog, 295
 con derecho a compra de acciones, 298
 convertibles, 298
 cupón cero, 298
 de, desempeño inicial, 163
 eurodólares, 465
 moneda doble, 298-299
 tasa fija, 297
 del Tesoro de Estados Unidos, 296
 denominaciones monetarias de, 293-294
 desempeño, de mantenimiento, 164
 inicial de, 163
 domésticos libres de riesgo, 380
 eurobono, 294
 eurodólar, 295, 465
 europagarés de mediano plazo, 297
 extranjeros, 294
 Gensaki, 140
 globales, 296
 moneda doble, 298-299
 ordinario de tasa fija; 297-299
 pagarés de tasa flotante, 297
 registrados o nominativos, 295
 relacionados con capital, 298
samurai, 295
 sin cupón (con separación de cupón), 298
 tenedores *kairitsu de*, 428
Yankee, 295, 296, 343
- Bonser-Neal, C., 372n, 386
- Booksonbiz.com, 508
- Boom de créditos, 49
- Boon, P., 95, 102
- Booth, Lawrence D., 453, 455n, 466
- Bowerman, Bill, 21
- BP. *Véase* British Petroleum Co. PLC
- BP Amoco PLC, 405
- Brady, Nicolas F., 283
- Brasil
 inversionistas extranjeros y, 356
 riesgo político de, 410
 tranvías eléctricos, 410
- Bratch, Paven, 508-509
- Brau-Beteiligung AG, 301
- Brauer, G., 372n, 386
- Breach, A., 95, 102
- Brealey, Richard A., 460n, 466
- Bridgewater Associates, 68-69
- Bris, Arturo, 40, 57
- British East India Company, 420
- British Petroleum Co. PLC (BP)
 acciones cotizadas internacionalmente, 10, 422
 como empresa pública, 79
 como multinacional, 17-18
 fusiones y adquisiciones internacionales, 404-405
- British Telecommunications PLC, 405
- Brunner, M., 243
- Brussels Interbank Offered Rate (BIBOR), 274
- Budapest Commodity Exchange, 167
- Buffet, Warren, 84
- Bundesbank, 40
- Bush, George H., 283
- Bush, George W., 20
- Bush, Robert, 206

X

- Cable & Wireless PLC, 508
 - Cadbury, Code (Reino Unido), 83, 98-99, 434n
 - Committee, 83, 98-99, 434n
 - Company, 98
 - Cadbury, Sir Adrian, 98
 - Calian, Sara, 5n
 - Calificación, crediticia, en mercado de bonos, 300-303
 - de crédito soberano, 302, 304
 - del grado de inversión, 300
 - California Public Employees Retirement System (CAPERS), 84
 - Cámara de compensación
 - en el mercado de, eurobonos, 170
 - futuros, 165
 - Cambio incremental, en presupuestación de capital, 450
 - Campbell, Bill, 84
 - Canadá
 - inversión directa extranjera y, 395-398
 - métodos de traducción contable, 251
 - Canadian Fund, 396
 - Canal de Suez, 411
 - Canasta de mercancías básicas estandarizadas, 141
 - Cantor, Fitzgerald, 113
 - Cap Gemini SA, 405
 - Capital; 422-448. *Véase también* Presupuestación de capital
 - básico de nivel I, 272
 - complementario de nivel II, 272
 - costo de, 423-431
 - en, mercados segmentados frente a integrados, 424-426
 - varios países, 426-43
 - cotización internacional de acciones y, 431-444
 - propiedad de capital extranjero y, 437-442
 - valuación de activos con, 435-437
 - de deuda de nivel III, 272
 - estructura financiera subsidiaria en, 442-444
 - Internacional del Tesoro de los EU (TIC), 69
 - principal, 338
 - suficiente de los bancos, 272
 - Capitalización de los países, 313-316
 - del mercado en países, desarrollados, 314
 - subdesarrollados, 315-316, 318
 - Características estandarizadas en contratos de futuros, 163
 - Carlsberg, 301
 - Carnation, Inc., 64, 439
 - Carnegie-Mellon University, 509
 - Carta a plazo, 488
 - de crédito (L/C), 488, 490
 - Magna, 20
 - Cassel, Gustav, 141
 - Cast Consultants, 113
 - Castro, Fidel, 411
 - Catálogo Mac Warehouse, 84
 - Cate Vince, 509
 - CATS. *Véase* Certificates of Accrual for Treasury Securities
 - Caves, Richard, 401, 421
 - Cedel International, 306
 - CEE. *Véase* Comunidad Económica Europea
 - Center for Strategic and International Studies, 224
 - Centro(s), bancario extraterritorial, 271
 - de compensación, 470
 - de refacturación, 206
 - financieros internacionales, 267
 - Certificado de depósito, 328. *véanse también* Certificado estadounidense de depósito; Certificado de depósitos global
 - de Singapur, 328
 - de la Tesorería Estados Unidos, 298
 - europeos, 426
 - global (CDG), 328, 374, 426-427
 - negociable (CDN), 275
 - estadounidenses de depósito no patrocinados, 331
 - Certificado estadounidense de depósito (ADR)
 - diversificación internacional con, 370, 374
 - en hojas rosas, 377
 - en mercado extrabursátil, 430
 - estudios sobre, 331-332
 - los más rentables, 376
 - patrocinados, 331
 - reportados en hojas rosas, 377
 - tipos de, 331
 - ventajas de, 328-330, 374
- Certificates of Accrual of Treasury Securities (CATS), 298
- Chan, K. C., 425, 446
- Chan, K. H., 221
- Chan, Kalok, 377, 380, 386
- Chang, E., 371n, 373n
- Chaplinsky, Susan, 433n, 446
- Chase Manhattan Bank, 60, 208
- Chase Manhattan Corp., 280
- Checkpoint Systems, Inc., 207
- Cheetham, Stephen, 236-237
- Cheil Chedang, 93
- Chemical New York Corp., 280
- Cheung Kong Holdings, 93
- Chicago Mercantile Exchange (CME), futuros de divisas, 165-166, 174, 215
 - contratos en eurodólares, 171
 - productos de divisas internacionales, 109
- Chile, 51
- China
 - como acreedor de Estados Unidos, 73
 - compra de valores norteamericanos por, 69
 - concentración de la propiedad y, 85
 - crisis monetaria asiática y, 51
 - en Organización Mundial de Comercio (OMC), 14-15
 - inversión extranjera directa y, 395-398
 - tendencias de la balanza de pagos, 72
- Chinn, Menzie David, 122, 131
- CHIPS. *Véase Sistema de compensación de pagos interbancarios* (Clearing House Interbank Payments System
- Choi, Jongmoo, 223, 242
- Choque, asimétrico, 40, 43-44, 231
 - de costos, 233
- Chrysler Corp.
 - adquisición por Daimler-Benz, 332, 404, 406
 - exposición operativa y, 232
 - swap deuda por capital, 281
- Chuppe, T., 386
- Churchill, Winston, 29
- Ciclo de vida del producto, 398, 403
- CIF. *Véase* Confederación de la Industria Francesa
- Cifra, grande, 117
 - pequeña, 117
- Circon Corp., 207
- Citibank, 282, 348, 427
- Citicorp., 280
- Citigroup Inc.
 - como, banco más grande del mundo, 268
 - suscriptor de bonos, 305-306
 - eurobono a 10 años, 301
 - operaciones de fusiones y adquisiciones internacionales, 405
 - riesgo de gobierno corporativo y (caso Parmalat), 79, 101
- Claes, A., 301-305, 312
- Claessens, S., 102
- Clarif Software, 84
- Clearstream International, 306
- Client-Knowledge, Inc., 108, 113
- Cliffe, Mark, 69
- Clinkard, Anne P., 475, 486
- Clinton, William J., 46-48
- CLS Services Limited, 111
- CME. *Véase* Chicago Mercantile Exchange
- CML. *Véase* Línea de mercado de capitales
- CND. *Véase* Certificado de depósito negociable
- CNN Financial New Network, 20
- Coase, Ronald, 81n, 102
- Cobertura(s)
 - a través del mercado de dinero, 196-198
 - análisis de los ingresos en riesgo por, 261
 - balance general, 257
 - cambiaría cruzada, 201-202
 - con, contratos a plazo, 228, 258
 - derivados, 208-209, 258
 - contratos de futuros en eurodólares, 171-172
 - cuentas por pagar en moneda extranjera, 200-201
 - de futuros del eurodólar, 172
 - del balance general, 257
 - derivados, 258
 - de divisas, 210
 - en el mercado, de opciones, 198-200
 - forward o a plazo, 194-196
 - Ex ante/ex post*, 304-305
 - exposición operativa y, 232-233
 - exposición por transacción, 207-210
 - cobertura cruzada cambiaría, 201-202
 - contable, 257
 - contingente, 203
 - contratos swap, 203-204
 - decisiones sobre, 207-210
 - mercado a plazo y, 194-196
 - mercado de dinero, 196-198
 - mercado de opciones, 198-200
 - moneda de facturación, 204-205
 - opción de divisas, 216
 - pagos acelerados y demorados, 205
 - financiera, 237
 - formas comúnmente usadas, 210-211
 - incorporadas, 225
 - inversión en portafolio como, 370, 375-377
 - operacional, 237
 - por, Merck & Co., 237-239
 - Porsche AG, 236
 - procedimiento de cinco pasos de la, 238-239
 - riesgo cambiario, 388-389
 - sesgo doméstico en inversión como, 380
 - tesis de Miller-Modigliani, 208
 - transacciones de, 164, 170, 172
- Coca-Cola Co.,
 - como vendedor de bonos corporativos, 312
 - inversión extranjera directa por, 64, 395, 401
 - políticas de administración del riesgo, 242
- Code Napoleon, 90
- Code of Best Practice (Caldbury Committee), 83, 98-99, 434n
- Codificación de reglas legales, 88
- Código justiniano, 90
- Coefficiente(s), de exposición, 226
 - del pase, 234
- Cohn, Richard, 425n, 446
- Coinage Act de 1792, 26
- Coler, Mark, 377
- Collins, Daniel P., 166
- Collins, J. Markham, 475, 486
- Columbia University, 44
- Comercio. *Véase también* Finanzas del comercio Internacional

- balanza comercial, 62
barreras comerciales, 6-7, 398-400
de, activos internacionales, 435
divisas, 108-109. *Véase también* Mercado de divisas
mercancías, 62
déficits comerciales, 413
electrónico, 108-109
en mercado al contado FX, 117-118
en orden inverso, 165
especulativo, 110, 122, 125
intangibles, 62
internacional. *Véase* Comercio
instrumentos derivados, 273
liberalización del, 4, 13-15
malintencionado de derivados, 273
moneda contra moneda, 119
operación de reapertura, 165
sistema GLOBEX del, 165
ventaja, comparativa. *Véase* Teoría de la ventaja
comparativa
absoluta, 22
- Comisión
de corretaje fijo, 10
del mercado de futuros, 165
del Mercado de Valores (SEC)
informe anual (10-K), 242
presentación de estados financieros y, 377
protección a accionistas por la, 87
reforma del gobierno corporativo y, 96-98
registro de emisiones con (144A), 427
requisitos, contables y de divulgación, 327
de reglas contables, 434
Securities Exchange Act of 1934, 295
del suscriptor, 303
fija de corretaje, 10
por corretaje, 10
- Comité de Basilea para la Supervisión de la Banca, 51
Commerzbank Overseas Finance B.V., 155, 298
Compañías en línea, 508-509
Compensación, entre filiales, 467-473
multilateral, 470, 475
Competencia, 404
Compra total apalancada (CTA), 86n
Comprador institucional calificado (CIC), 427
Computer Assisted Trading System (CATS), 320
Comunidad Económica Europea (CEE), 35
Concentración, de mercado, 318-319
Confederación de la Industria Francesa (CIF), 20
Conferencia de Comercio y Desarrollo de las Naciones
Unidas (UNCTAD), 17
Conjunto de oportunidades expandido, 7-8
Connolly, Robert, 243
Conocimiento (nota) de embarque, 488
Consejo, de administración, 79, 83
monetario, 34
colapso de Argentina, 52-53
- Consolidación
del mercado automotriz, 406
del balance general, 252-255
de estados financieros, 193
Consorcio financiero, 276
- Contabilidad
balance de pagos, 60-68
cuenta corriente, 61-64
cuenta de capital, 64-66
cuenta de reserva oficial, 66-68
de asiento doble, 60, 63
de partida doble, 60, 63
ingreso nacional, 77
transparencia de, 86
- Contracomercio, 487, 492-495
Contracompra, 493-494
- Contraparte, 337
calificación crediticia de la contraparte, 302
- Contrato(s)
a plazo o forward, 200-201, 206, 228, 258
cobertura con, 200-201, 206, 228, 258
popularidad de, 210
cobertura. *Véase* Cobertura
completos, 81
con incentivo, 83-84
con tasa de interés a plazo (o forward), 266,
277-279
cumplimiento de, 6
de, futuros ajustados al mercado (*marked-to-market*),
163
de futuros conciliados (*settled-up*), 163, 171
opciones, 172-173
cambiarías, 201
retiro voluntario de 1981 (Japón), 394
vencimiento cercano, 167
swap, 203-204, 349
- en eurosuizos, 171
en euroyenes, 171
futuros, 163-165
de euromoneda, 171
de mercancías básicas, 202
negociables en la bolsa, 163
de tasas de interés, 171-172
más cercano, 167
monto, en futuros, 163
popularidad de, 210
- Control(es) corporativo, 87-88
de capital, 139n
derecho residual del, 81
propiedad y, 91-95
- Convención de la Organización para la Cooperación y el
Desarrollo Económico, 479
- Convenios de compensación, 493
- Convergencia de las economías, 38, 170
- Convertibilidad, de moneda, 413
- Coolidge, Calvin, 15
- Cooper, Ian, 377, 378n, 380, 386
- Cooper, Richard N., 57
- Core Principle of Effective Banking Supervision* Comité
de Basilea para la Supervisión de la Banca (Basel
Committee on Banking Supervision), 51
- Corea. *Véase también* Corea del Sur
desregulación y, 356
emisión de bonos globales en, 296
gobierno corporativo en, 78
- Corea del Sur. *Véase también* Corea
análisis del riesgo político, 414
- Corporación(es), 505, 510. *véanse también* Gobierno
corporativo; Mercados de patrimonio;
Multinacionales; Impuestos
Federal de Seguros de Depósito (Federal Deposit
Insurance Corporation, FDIC), 270
Financiera Internacional (IFC), 348, 443
- Corporate Taxes: Worldwide Summaries*
(PricewaterhouseCoopers), 499-500
- Corredor(es)
central, 319
de, bolsa, 319
capital internacional, 319
divisas, 110. *Véase* corredor FX
swaps, 338
del corredor, 319
en mercado de, eurobonos, 306
swaps, 338
FX, 110
- Correlación, entre países, 358
intrapais, 358
- Corrupción, 417
- Costo de capital
cotizaciones internacionales, 431-435
de subsidiarias, 443-444
definición, 423
deuda y, 427-430
contra capital, 429
diferencias entre países, 426-431
en mercados segregados frente a integrados, 424-426
empresa financiada totalmente con acciones,
423-424
modelo de fijación de precios del activo de capital,
424-426
fijo, 442, 448
promedio ponderado de, 423, 452, 455
total, 341
restricciones de propiedad de participación, 437-442
tasa interna de rendimiento y, 423
total accionario 465
empresa financiada sólo por acciones, 451
valuación de activos no negociables, 448-449
- Costo(s), de oportunidad, 23
- de transacciones
diferenciales, 207
inversión extranjera y, 380
reducidos, moneda común y, 42
- de transporte, 460
laborales, 400
por incumplimiento, 208
- Cotización(s), a plazo, 123, 138, 150
cruzada, 325-327
de acciones en el extranjero, 87, 435-444. *Véase
también* Cotizaciones Internacionales de acciones
estructura financiera de subsidiarias en, 442-444
fijación de precios del activo de capital, 435-437
futuros, 169
mecanismo de gobierno corporativo y, 87
precios de, 331
propiedad de capital extranjero de, 437-442
tipo de cambio cruzado, 118-119, 125
swaps, 339-340
ventajas de la, 10-11, 325, 327
- de tipos de cambio cruzados, 118-120, 125
directa, 114
en el mercado a plazo, 123
indirectas, 114
mercado al contado de divisas, 114-116
- Countertrade Outlook*, 495
- Courtadon, George, 184, 188
- Covrig, Vicentiu, 377, 380, 386
- Cox, John C., 169n, 181n, 188
- Cramer, R., 221
- Creación de exportaciones, 483
- Creador de mercado, 282, 306, 338
- Credit Suisse First Boston, 301, 305-306, 405-406
- Credit Suisse Group, 268
- Crédito, directo por pago de impuestos en el extranjero,
505
fiscal supuestamente pagado, 505
indirecto por pago de impuestos en el extranjero, 505
- Créditos por pagos de impuestos en el extranjero
cálculo, 506
definición de, 504-505
empresa extranjera controlada y, 510
límites de, 499
tipos de, 504-505
- Crisis, de deuda del Japón, 284
del peso, 46-48, 76, 224
internacional de la deuda, 279-284
monetaria de Asia, 48-52, 285
- Crisis por la deuda, 279-285
bonos Brady en, 283-284
en Asia, 285

en Japón, 284
 en el Tercer Mundo, 492
 historia de las, 279-281
 swaps de deuda por capital en, 281-283
 Crowd trading (mercado de viva voz), 320
 CTA. Véase Compra total apalancada
 Cuenta(s), corriente, 61-64, 71-73
 de capital, 61, 64-66, 71
 de reserva, 61, 66-68
 del balance general, 245
 oficial de las reservas, 61, 66-68
 por pagar en moneda extranjera, 200-201
 patrimonial de ajuste por traducción, 246
 Culp, Christopher, 208-209
 Cumbre Económica del Grupo de los Siete, 33-34
 Cumby, R., 387

▲

Daehan Telecom, 97
 Daewoo Group (Corea)
 fracaso de, 78, 87, 96
 interés de GM en, 406
 Dahya, Jay, 98n, 99, 102, 434n, 446
 Daimler-Benz AG, 93, 234, 404-405, 434
 DaimlerChrysler AG
 cotización cruzada por, 5
 coberturas cambiarias y, 236-237
 como, empresa pública, 79
 resultado de fusión, 332, 406-407
 en la Bolsa de Nueva York, 10
 euro y, 12
 inversión extranjera directa por, 395
 Datos macroeconómicos, 46
 Davidson, Paul, 72-73
 DeBeers Consolidated Mines, 405
 Deber, de lealtad, 79
 fiduciario, 81
 Debido cuidado, 413
 DeCeuster, Marc J. K., 301-303, 312
 Deducciones, de impuestos, 504
 Déficit, comercial, de Estados Unidos, 31, 62
 de la balanza de pagos, 30-31
 Deflactor de precios, 11
 DeGeorge, Francois, 20n
 Deloitte & Touche, 224
 Deloitte Touche Tohmatsu, 101
 Delta Airlines, 214
 DEG. Véase Derechos especiales de giro
 Demanda elástica, 231-232
 Demaskey, A., 221
 Demsetz, H., 102
 Deng Xiaoping, 14
 Denis, D., 80n, 102
 Departamento de Comercio de Estados Unidos, 11, 492
 Energía de Estados Unidos, 420-421
 Depósito, central de efectivo, 428, 471-473
 de efectivo centralizado, 470, 472
 Depreciación, 49
 ahorros fiscales con la, 452, 458
 cobertura de derivados y, 258
 de monedas, 28
 efecto de conversión y, 230-231
 métodos de traducción y, 247
 tipos de cambio a plazo o forward y, 123
 sesgo doméstico y, 376
 sin cobertura, 258
 Deprimir la economía, 235
 Derecho(s), consuetudinario inglés, 88, 95
 de importación *ad valorem*, 479-480
 especiales de giro (DEG), 31, 66
 residual de control, 81

Desbordamiento de la volatilidad, 434
 Descubrir los precios, 169
 Descuento
 a plazo, 126-127
 de pagarés a mediano plazo, 490-491
 en fondo de inversión cerrado del país, 372
 prima a plazo o forward, 126-127
 Desequilibrio, 72
 de la balanza de pagos, 53, 69
 Desregulación de los mercados financieros, 10-11, 356
 Desviación de comercio, 493
 Desviación estándar
 del portafolio, 475
 Deuda, 65. Véanse también Mercado de bonos; Bonos
 como remedio al problema de agencia, 86-87
 costo de la, 427-428
 creencias islámicas y, 491
 del Tercer Mundo. Véase crisis de la deuda
 en costo promedio ponderado de capital, 423
 excesiva, 86
 servicio de deuda a tasa fija por tasa fija (swap), 338, 345
 ventajas y desventajas de, 86-87
 Deutsche Bank
 clasificación mundial, 268
 como las hojas rosas de los Certificados
 estadounidenses de depósito, 377
 como suscriptor de bonos, 305-306
 Daimler-Benz y, 93
 DaimlerChrysler y, 406
 Metallgesellschaft y, 209
 Parmalat y, 102
 Trust Company Americas, 348
 Deutsche Börse Clearing, 306
 Deutsche Telekom AG, 296, 405
 Devaluación monetaria, 47
 Dhia, D., 21
 Diferenciación, del producto, 236
 Diferencial
 de Costos de transacción, 207
 entre precio de compra y venta, 116-117
 primas por calidad (DDC), 340-341, 348, 350
 prima por riesgo de incumplimiento, 341
 de Gault, Charles, 31
 tasas del impuesto sobre la renta, 477-478
 Dinámica general, 494
 Dinero. Véase también Administración de efectivo;
 Monedas; tipo de cambio; Sistema Monetario
 Internacional
 ley de Gresham, 26
 poder adquisitivo del, 106
 teoría de cantidad del, 161
 velocidad del, 161
 Diocleciano, Caio, 39
 DIP. Véase Diversificación internacional de portafolio
 Diversificación. Véase también Inversión de portafolio, 65
 concentración de mercado y, 318
 de reservas del banco central, 68-69
 del mercado, 235-236
 del riesgo de portafolio, 357-359
 ganancias de la, 358, 364-365
 internacional del portafolio (DIP), 316. Véase también
 Cotización cruzada
 certificados de depósito estadounidenses (ADR),
 374-375
 coeficientes de concentración y, 318-319
 diversificación del riesgo, 357-359
 fondos de, cobertura y, 375-377
 país y, 371-374
 ganancias de la, 365
 mercados emergentes, generalizados, 316
 World Equity Benchmark Shares y, 375

inversión extranjera directa como, 398, 403-404
 para reducir la exposición cambiaria, 235-236
 requisitos de Internal Revenue Service para la, 323
 riesgo de portafolio y, 357-359
 Dividendo de certificados estadounidenses de depósito,
 328
 como pago de la subsidiaria, 505, 507
 deuda como sustituto de, 86
 flujos de efectivo disponible como, 81
 tasa tributaria general sobre, 501, 504
 Djankov, S., 102
 Doidge, Craig, 87, 102, 433, 446
 Doble tributación, 504
 Dólares
 crisis cambiaria asiática y, 48-49
 como, denominación de bonos, 249-295
 moneda global, 12
 contratos de futuros de tasas de interés en, 171-172
 déficit de cuenta corriente y, 72-73
 en, el sistema monetario de Bretton Woods, 30
 mercado, a plazo, 123
 interbancario, 114-115
 reservas mundiales, 67-69
 estadounidense
 como moneda dominante global, 12
 déficit de la balanza de pagos y, 72-73
 diversificación de la reserva del banco central y,
 68-69
 en el sistema Bretton-Woods, 30-32
 euro y, 11, 39, 41, 44-45
 fluctuaciones del, desde 1965, 33
 paridad, de las tasas de interés y, 133-141
 poder de compra, 141-147
 peso, argentino y, 52
 mexicano frente al, 47
 tasa de interés en Estados Unidos y, 65
 yen frente al, 64
 Dominguez, Kathryn M., 122, 131
 Dominio de operaciones, 11
 Dooley, John, 207
 Dornbusch, Rudiger, 243
 Dorchester, Ltd., 465
 Doukas, John, 408, 421
 Dow Jones Company (DJ), 323
 Drawnandquartered.com, 509
 Dubashi, Jay, 420
 Dufey, Gunter, 221, 243, 279n, 289
 Duffy, Terry, 166
 Duisenberg, Willem, 40
 Dullum, Kare, 430, 431n, 447
 Dumas, Bernard, 225n, 242, 386
 Dunn, Noel, 312
 Dunning, John, 421
 Dutch National Bank, 40
 Dyck, Alexander, 95, 97n, 102

E

E*Trade Group, Inc., 508
 EAFE. Véase European, Australasia, Far East (EAFE)
 Index
 Eaker, Mark, 243
 Eaton, Robert J., 406-407
 EBS. Véase Electronic Broking Services
 ECGD. Véase Exports Credits Guarantee Department
 ECHO. Véase Exchange Clearing House Limited
 Economía(s), altamente inflacionaria, 250-256
 centralmente planificadas (ECP), 495
 de escala, 17-19
 mundial, 4
 Economist, The, 73, 141-143, 157
 ECP. Véase Economía centralmente planificada

- ECU (European Currency Unit). *Véase* unidad monetaria europea
- Edge, Walter E., 270
- Edwards, Robert, 509
- Edwards, Sebastian, 63, 76
- EEC. *Véase* Empresa extranjera controlada
- Efecto, atrincheramiento, 85-86
- boomerang*, 401
- competitivo en el flujo de efectivo, 230
- conversión, 230
- de, alineación, 85-86
- Fisher, 147-149
- internacional (EFI), 148
- la curva J, 63
- Eficiencia relativa, 23
- Eichengreen, Barry, 57
- Ejecutivo principal, en venta de bonos, 303
- Electronic Broking Services (EBS), 108, 110, 112
- Elgar, Edward, 73
- Eli Lilly & Co., Inc., 430
- Ellison, Larry, 84
- Emerging Market Database, 315
- Emerging Market Government Bond Index (EMBI), 308
- Emisor de calificación crediticia, 302
- Empresa, extranjera no controlada, 505
- pública, 79. *Véase también* Gobierno corporativo que maximiza el valor, 423
- Endleson, Michael E., 466
- Enfoque, basado en la calificación interna del riesgo crediticio, 273
- bursatilización del riesgo de crédito, 273
- mercados segmentados frente a integrados, 424-426, 436
- de aditividad del valor, 452
- del precio de reventa, 478
- estandarizado de riesgo de crédito, 273
- fundamental para pronosticar el tipo de cambio, 150-151
- monetario (pronóstico del tipo de cambio), 150, 161
- técnico (pronóstico del tipo de cambio), 151-152
- Enron Development Corporation, 6, 411
- Enron Corporation
- escándalo corporativo, 9, 20, 78
- fraude contable y, 86
- políticos de Bombay y, 419-421
- quiebra de, 96
- Entrada/salida de capitales, 64
- Equidad tributaria, 499
- Equilibrio(s), del mercado internacional de capitales, 442, 448
- por arbitraje, 132-133, 138
- Ernst & Young, 480-481
- Errunza, Vihang, 387, 446
- Escándalos corporativos
- administradores frente a accionistas y, 9
- Bush (George W.), ideas de, sobre, en el Reino Unido, 98
- reforma del gobierno corporativo y, 96
- transparencia contable y, 86
- Escuela de Economía de Chicago, 161
- Esser, Klaus, 9
- España, inversión extranjera directa y, 395-398
- Especialista, en bolsa de valores, 319
- Especulador
- mercado de futuros, 164
- opciones, 187
- Estado de resultados, 245-247
- Estados Unidos. *Véase también las entradas de las agencias gubernamentales de Estados Unidos*
- balanza de pagos déficit de la, 61, 72-73
- en el 2004, 62
- tendencias de la, 70-71
- bimetalismo de, 26
- costo de capital en, 426-431
- entradas de capital a, 64
- exposición al tipo de cambio, 223
- gobierno corporativo en, 83, 85
- mercados de capital
- ADR. *Véase* Certificados estadounidenses de depósito
- bolsas de valores, 319
- continuos, 320
- cotizaciones cruzadas, 327
- oferta de acciones *Yankee*, 227
- inversión extranjera, 356
- mercado extrabursátil, 319
- medida Sharpe del desempeño, 361-362, 365
- regulación de los valores, 296
- neutralidad de capital-importaciones en, 499
- reglas de contabilidad, 434
- salidas de capital de, 64
- superávit de capital, 64
- Esterilización del oro, 29
- Estrategia, de aceleración/demora, 205, 483
- de inversión adaptadas a los principios de Shari'ah, 491
- defensiva, al detalle, 268
- del mayoreo, 268
- Estructura de capital. *Véase también* Costo de capital de subsidiarias, 442-444
- internacionalización, 430
- multinacional, 422
- óptima, 423
- razón deuda/capital, 427
- Estructura, de correlación internacional, 358
- financiera subsidiaria, 442-444
- óptima de capital, 423
- piramidal corporativa, 91, 93
- Eun, Cheol S., 12n, 153, 154n, 160, 333, 336, 366n, 368, 369n, 371n, 373n, 379, 387, 409, 421, 437, 440, 446
- EURIBOR; 275
- Euro
- adopción del, 25, 39
- beneficios del, 12-13, 41-42
- bonos Heineken en, 301
- como moneda internacional, 11-13
- denominación de bonos, 294
- dólar frente al, 44-45, 72-73
- dominio del, en las transacciones, 11
- efecto del, en el mercado de bonos, 368
- en, reservas internacionales, 67
- de divisas, 67
- sistema monetario, 39-41, 43-46
- fuerte, 236
- historia del, 39-41
- perspectivas del, 43-45
- Reino Unido y, 57
- swaps y, 343
- tasas de conversión, 40
- tipo de cambio dólar-euro, 41
- y contratos de futuros de tasas de interés, 171-172
- Eurobanco, 274-277, 279-280
- Eurobono, 294-296
- clasificación, 299-300
- definición, 294
- estructura y prácticas de mercado, 303-307
- financiamiento de deuda con, 429-430
- suscripción de, 267
- Euroclear, 307
- Eurodólar, 274
- creación de, 290-292
- depósitos de la OPEP, 280
- Euromoney*; 413
- Euronext N.V. Shareholders, 174, 320, 328
- Euronotas, 266, 279
- Europagarés de mediano plazo (EuroMTN), 297
- European, Australasia, Far East (EAFE) Index, 322
- Exceso de capacidad, 406
- Exchange Clearing House Limited (ECHO), 111
- Exoneración temporal de impuestos, 507
- Expansión del conjunto de oportunidades, 7-8
- Expectativas, de la paridad a plazo, 148
- en tasas de interés, 138, 148
- Export Credits Guarantee Department (ECGD), 492
- Export-Import Bank (Eximbank) de Estados Unidos, 487, 491-492
- Export-Import Bank, 487, 491-492
- adquisiciones hostiles, 87
- carga de la deuda en el extranjero, 71
- cómo área monetaria óptima, 43
- correlación intrapaís/entre países de los rendimientos, 358
- datos macroeconómicos del, 46
- déficits comerciales, 31, 62
- inversión, de portafolio en, 65
- extranjera directa y, 395-398
- multinacionales en, 18
- neutralidad tributaria, 499
- patrón oro y, 27, 29
- Sarbanes-Oxley Act, 86, 97-98
- sitios de manufactura en el extranjero, 294-295
- tasa de interés preferencial, 276
- Exportaciones
- aceptación bancaria, 488-490
- asistencia gubernamental en, 491-492
- carta a plazos, 488
- de, mercancías, 13
- servicios, 62
- USA (2004), 62
- ventas a consignación, 488
- Exposición. *Véase* Exposición económica; Exposición a transacciones; Exposición a traducciones
- contable, 244
- contingente, 203
- del activo, 229
- económica, 192-193, 222-243
- exposición operativa en, 228-239
- administración de la, 234-239
- definición, 228-229
- determinantes de, 232-234
- ejemplo de, 229-232
- ejemplo de valor del peso, 224
- medición, 225-228
- neta, 205-207
- operativa, 228-239
- administración de, 234-239
- definición, 228-229
- determinantes de, 232-234
- ejemplo de, 229-232
- exposición por traducción frente a, 258-259
- por traducción contable, 193, 244-263
- administración de, 256-259
- determinación de la, 245-247
- FASB Statement 8 y, 248
- FASB Statement 52 y, 248-256
- FASB 8 y, 259
- en economías altamente inflacionarias, 250-256
- proceso de, 249-250
- por transacción, 192-221
- administración del riesgo de, 210-211
- cobertura, 207-210
- cambiaría cruzada, 201-202
- contingente de la, 203
- de cuentas por pagar en moneda extranjera, 200-201

en los mercados, a plazo, 194-196
 de dinero, 196-198
 de opciones, 198-200
 mediante anticipación y retraso, 205
 compensación, 205-207
 exposición, económica y, 227
 operativa frente a, 232
 por traducción contable frente a, 256-257
 moneda de facturación, 204-205
 swaps y, 203-204, 343
 tipos de, 192-194
 Expropiación, 410-411, 415
 Extorsión, 417

Ø

Fabozzi, Frank J., 259, 263
 FAF. *Véase* Fuerzas Armadas de Filipinas
 Faircloth, Lauch, 51
 Fama, Eugene, 149n, 380n, 387
 Familia Li Ka-Shing, 93
 Familia Guinles, 410
 FASB Statement 8, 245, 248, 259
 FASB Statement 52
 en economías altamente inflacionarias, 250-256
 FASB Statement 8 frente a, 259
 proceso de, 249-250
 FASB Statement 133, 258
 FCPA. *Véase* Foreign Corrupt Practices Act
 FCRP. *Véase* Foreign Credit Restraint Program
 FDPC. *Véase* Fondos de inversión cerrados de país
 Fecha de vencimiento de futuros, 163
 Fedwire, 111
 Feinscheiber, Robert, 512
 Fenómeno de múltiples precios de mercado, 438-440
 Ferrarotti, Franco, 9
 Fiat Motors, 10, 241, 335, 406
 Fijación de precio del activo de capital, 435-437
 Filial extranjera, 507
 Financial Accounting Standards Board (FASB), 216.
Véase también FASB Statement 52
Financial Times, 97, 309, 310
 Finanzas del comercio internacional, 487-497
 ayuda gubernamental a la exportación y, 491-492
 contracomercio, 492-495
 descuento de pagarés a mediano plazo en, 490-491
 transacción típica, 488-490
 Finanzas internacionales, globalización y, 5-10
 Finlandia, costos de la unión monetaria y, 42-43
 Fiorani, Sam, 406
 First Atlantic Commerce Ltd., 508-509
 First Chicago Corp., 280
 First Interstate Bancorp., 280
 Fisher, Irving, 160
 FitchRatings, 300, 303, 348
 Flood, Eugene, 243
 Flotación, independiente, 34-35
 intracompañías, 475
 Flujo de efectivo
 cambios incrementales del, 450
 cobertura para proteger, 237-239
 contractual, 192, 227-228
 de operación después de impuestos, 458
 disponible, 81
 para los inversionistas, 453
 en exceso, 472
 entre filiales, 469
 exposición operativa y, 228-232
 fondos restringidos, 454
 interno/externo, 473
 modelo de valor presente, ajustado, 453-460
 neto descontado, 449-451

para fondos de inversión cerrados del país, 372
 pérdida de ventas y, 454
 remesas restringidas, 459
 swaps de divisas, 346
 sistemas de compensación, 469-470
 Flujo incremental de efectivo, 450
 Flujos de inversión extranjera directa, 395. *Véase también* Inversión extranjera directa (IED)
 FN Herstal de Bélgica, 494
 FNB. *Véase* Fondos negociados en la bolsa
 Folks, William, 210-211, 221
 Fondefer Robert, 259, 263
 Fondo(s), ASA, 369
 congelados, 483
 de Inversión cerrados de países (FICP), 371-373
 de país, 370-374
 Español, 371
 GAM International, 377
 Janus Worldwide, 377
 mal asignados, 472
 México, 372
 movilización de, 472
 mutuos, 4-5, 368-370
 internacionales, 4-5, 368-370
 negociables en la bolsa (FNB), 375
 restringidos, 454
 Fondo Monetario Internacional (FMI)
 acuerdos, cambiarios, 34
 de Jamaica, 32
 Artículos del Acuerdo del, 29
 centros bancarios en el extranjero extraterritoriales, 271
 contracomercio, 492
 crisis, del peso mexicano, 47
 monetaria de Asia, 50
 derechos especiales de giro, 31
 posición de reserva, 66
 Ford Motor Co.
 euro y, 236
 peso mexicano y, 224, 232-233
 retención de flujos de efectivo, 82
 riesgo cambiario y, 261
 Foreign Corrupt Practices Act (FCPA), 417
 Foreign Credit Restraint Program (FCRP), 31
 Fort Clayton (Panamá) como paraíso fiscal, 508
 Fortis(NL)NV, 405
Fortune 500, compañías de
 contratos a plazo y, 210
 propiedad concentrada y, 86
 France Telecom SA, 405
 Francia
 bimetalismo en, 26
 gobierno corporativo en, 85
 inversión extranjera directa y, 395-395
 métodos de traducción contable, 251
 multinacionales en, 18
 patrón oro y, 27
 Frankle, Alan, W., 475, 486
 Franks, Julian R., 93n, 94n, 102
 Franquicias, 402
 French, K., 377, 387, 425, 446
 Frenkel, Jacob, 145-146, 160
 Friedman, E., 95, 102
 Friedman, Milton, 45, 57
 Froot, Kenneth, 208
 Fuerzas Armadas de Filipinas (FAF), 494
 Fung, William, 387
 Furman Selz, 407
 Furness, Chris, 113
 Furs.com, 509
 Fusiones y adquisiciones
 en, extranjero, 395, 404-410. *Véase también* Inversión
 extranjera directa

grandes negocios (1998-2003), 405
 industria automotriz, 406-407
 Unión Europea, 11
 fusiones hostiles, 87-88, 328
 grandes negocios (1998-2003), 405
 Futuros. *Véase también* Mercado cambiario, futuros y
 opciones en el
 contratos de futuros, 163-165
 divisas, 165-170, 196, 219-220
 German Bund, 377
 futuros de divisas, 165-170
 opciones de futuros de divisas, 174
 tasa de interés de eurodólares, 171-172
 FXAII, 108-109

Γ

G-5 los países, 33
 Gagnon, Louis, 331, 336
 Ganancias, de capital, 298
 de la diversificación internacional, 358, 365
 en el análisis de riesgo, 261
 sinérgicas, 408, 418
 y pérdidas no realizadas, 251
 Gande, Amar, 303, 312
 Garantía de capital (warrant), bono con, 298
 Garlicki, T. Dessa, 259, 263
 Garman, Mark, 182n, 188
 Gasto por depreciación, 451
 Gates, Bill, 509
 GATT. *Véase* Acuerdo General sobre Tarifas y
 Aranceles
 General Electric Company (GE)
 como, empresa pública, 79
 multinacional, 17-18
 socio de Enron en India, 419
 ejemplo, brasileño de tranvías, 410
 de trueque, 493
 enfoque global de, 8
 General Motors Corp. (GM)
 como multinacional, 17-18
 cotización cruzada por, 10
 en el mercado automotriz mexicano, 232
 interés de, en Daewoo, 406-407
 inversión extranjera directa por, 395
 Gemon, Helen, 21
 Ghandour, Osman, 166
 Giddy, Ian, 221, 279n, 289
 Gill, Phupinder, 166
 Glaesser, E., 90, 102
 Glass-Steagall Act, 10
 Glassman, Debra, 377, 387
 Glaum, Martin, 243, 434, 446
 Glaxo, 10
 Gleason, Eric S., 410
 Glen, J., 387
 Glickenhau, Seth M., 407
 Glickenhau & Co., 407
 Global Crossing Ltd., 9, 78, 405
Global Portfolio, 377
Global Stock Markets Factbook (Standard & Poor's
 Corp.), 322
 Globalización, 4-24
 de mercados, de acciones, 325-327
 financieros, 5-11
 euro y, 11-13
 liberalización comercial y, 13-15
 multinacionales y, 16-19
 privatización y, 15-16
 Globalizarse, 5
 GM. *Véase* General Motors Corp.
 Gobierno. *Véase* Gobierno corporativo

Gobierno corporativo, 9-10, 78-103
 cotización en bolsas internacionales y, 433-434
 definición, 9, 78
 ley y, 88-96
 en beneficios personales del control, 95
 en mercados de capitales y en valuación, 95-96
 en propiedad y control, 91-95
 norma de, en Reino Unido, 434n
 orientado a bancos frente a orientado al mercado, 96
 problema, de agencia en. *Véase* Problema de agencia
 principales en, 79-80
 reforma de, 96-99
 Goldberg, Lawrence G., 270n, 289
 Goldman Sachs & Co., 236-237, 305, 312, 406
 Goodyear Tire & Rubber Co., 224
 Gorton, G., 102
 Grabbe, J. Orlin, 76, 131, 174, 182n, 188, 215
 Grace, Peter, 84
 Gran Bretaña. *Véase también* Reino Unido
 patrón oro y, 27-28
 período entre guerras, 28-29
 Gran Depresión, 29
 Granjas de servidores, 508
 Grant Thornton, 101
 Greenleaf, James, 221
 Greenspan, Alan, 73
 Greenwich Associates, 109
 Gresham, ley de, 26
 Grieson, Grant and Co., 430
 Griffin, John M., 333, 336
 Grosse, Robert, 270n, 289
 Groupe Credit Agricole, 268
 Grubel, H. G., 379, 387
 Grupo, de los Diez (G-10), 272
 de venta, en venta de bonos, 303
 directivo, en ventas de bonos, 303
 Guinness, 427

H

Haerter, Holger, 236
 Hammond, Grant T., 492, 493, 494, 497
 Haried, Andrew A., 250, 263
 Harris Corp., 494
 Harris, Robert, 408, 421
Harvard Business Review, 78
 Harvey, Campbell, 425, 446
 Harvey, Santhi C., 492n, 493-494, 497
 Hashim, Al, 21
 HavenCo., 508
 Haworth, H., 386
 HBOS, 268
 Heenan, David, 421
 Heineken, 300-301
 Hekman, Christine R., 243
 Hennart, Jean-Francois, 492n, 493, 495, 497
 Henry, Petrer, 11n
 Heston, Steven L., 333, 336
 Hietala, Pekka, 439, 446
 Hillary, John, 221
 Himmel, H., 243
 Hiperinflación, 28, 141
 Hipótesis, eficiencia de los mercados, 149
 expectativas insesgadas, 278
 senda aleatoria, 149-151
 Hoechst, 404
 Hoffmeister, J. Ronald, 331, 336, 374, 387
 Hogan, Ken, 387
 Holland, John, 466
 Holstrom, B., 102

Honda Motors
 inversión extranjera directa, 64, 394-395
 motivada por barreras comerciales, 399
 producción en el extranjero, 7
 Hong Kong, tipos de cambio en, 51-52, 93
 Hooft Graafland, Rene, 301
 Horwitz, Tony, 503n, 512
 HSBC Holdings PLC, 268, 305-306, 405
 Hsieh, David, 387
 Huang, Roger D., 131
 Hughes, Jennifer, 109
 Hull, John, 182n, 188
 Hultman, Charles W., 269n, 271n, 289
 Hume David, 28, 71n, 281-283
 Hungría, análisis del riesgo político en, 415
 Husted, Steven, 21
 Hutchison Whampoa (Hong Kong), 93
 Hymer, Stephen, 398, 421

I

Iacocca, Lee, 407
 IAPM. *Véase* Modelo de fijación de precio del activo internacional
 IBA. *Véase* Ley de la Banca Internacional de 1978
 IBF. *Véase* Servicios de la banca internacional
 IBM
 acciones cotizadas cruzadas, 5, 10, 422
 como, empresa pública, 79
 multinacional, 17-18
 exportación de computadoras personales por, 403
 inversión extranjera directa por, 395
 swap de divisas por, 338
 IED. *Véase* Inversión extranjera directa
 IFC. *Véase* Corporación Financiera Internacional
 III. *Véase* Impuesto de igualdad de intereses
 Imdieke, Leroy F., 250, 263
 Imperfecciones del mercado, 6-7, 207, 398
 Importaciones, 487-490
 USA (2004), 62
 Impuesto(s), 498-512
 a nivel mundial, 503
 al valor agregado, 501-503
 ambiente nacional, 503-505
 certificados estadounidenses de depósito y, 328
 corporativos progresivos, 208
 créditos por pago de impuestos en el extranjero e, 504-505
 sesgo doméstico en inversión y, 380
 de igualdad de intereses (III), 31
 deducibilidad de, 423
 pago de intereses de los, 451-452
 directo, 499
 en precios de transferencia, 480-482
 flujos de efectivo operativo después de, 458
 indirecto, 501
 objetivos de los, 498-499
 progresivos, 208, 504
 reducción de, 505-510
 corporaciones extranjeras controladas por, 510
 filiales extranjeras y, 507
 ingreso de sucursales y de subsidiarias, 505-507
 paraísos fiscales para, 507-510
 retención de, 295-296, 501
 riesgo político e, 410
 sobre, ganancias de capital, 298
 la renta, 477-478, 499-501
 territoriales, 503-504
 Tobin, 51
 uniforme, 504
 Incentivos, 494, 504, 507

Incumplimiento
 de subsidiarias, 442
 en emisión de bonos, 300

India
 crisis monetaria de Asia y, 51
 cumplimiento de contratos, 6
 desregulación, 356
 Enron e, 6, 411, 419-424
 subcontratación en, 14-15
 tamaño de la economía de la, 147

Indicadores, del flujo de efectivo, 249
 de gastos, 249
 financieros, 249
 mercado de ventas, 249
 precio de venta, 249
 transacciones y acuerdos entre compañías, 249

Indices, Big Mac, 142-143
 Bonos Gubernamentales Globales, 308
 Compuesto de Merrill Lynch ADR, 376
 de bonos gubernamentales domésticos, 308
 de bonos gubernamentales de la Unión Europea, 308
 de rentabilidad, 450
 europeos, 322
 Lejano Oriente, 322
 mercado de, bonos, 308-310
 capitales, 322-325
 Mundial (Morgan Stanley Capital International), 322
 Países Nórdicos, 322

Indonesia, crisis monetaria de Asia e, 48-52

Industria farmacéutica, 237-239

Inflación, 461
 economías en, 250-256
 efecto Fisher e, 147-149
 hiperinflación, 28
 paridad poder de compra y, 380
 riesgo de, 380
 tasas de, 147

Informe de exposición por traducción contable, 454

ING Group, 69, 162, 268

Ingersoll, Jonathan E., 169n, 188

Ingreso(s)
 activo, 499
 de, subsidiaria, 505
 sucursal, 505
 factoriales, 63
 pasivo, 501
 productivo, 499
 Subparte F, 510

Integración vertical, 398, 401-402

Intel Corp. 229

Intermediario financiero, en el mercado de swaps, 338
 no bancarios, 110

International Accounting Standards Board, 248

International Business Machines. *Véase* IBM

Instrumentos, derivados o de créditos contingentes, 163
 financieros derivados, 163, 164, 273

Interés, abierto, 167
 hipotecario, 504

Intermediario financiero de swaps, 338

Internal Revenue Service (IRS), 323, 466, 478

Internalización hacia atrás, 408-409

Intervención, en el mercado cambiario, 110

Inventarios, traducción contable, 248

Inversión(es). *Véase también* Inversión de portafolios
 beneficios de, 7-8
 de capital en el extranjero, 316
 de portafolio, 65, 356-391
 bonos en la, 367-368
 certificados estadounidenses de depósito en la, 374
 en cuenta de capital, 65
 fondos de, cobertura en la, 375-377
 país en, 371-374

fondos mutuos en, 368-370
 óptima, 359-365
 sesgo doméstico en, 377-380
 tipos de cambio e, 365-367
 WEBS en la, 375
 directa. 493. Véase también Inversión extranjera directa
 en, contabilidad de balanza de pagos, 64-65
 el extranjero, 61. Véase también Inversión extranjera directa
 países menos desarrollados, 279-284
 institucional. Véase Inversión en portafolio internacional en portafolio. Véase Inversión de portafolios
 redominada, 133
 regla del hombre prudente, 380
 totalmente nuevas, 395, 404, 406, 408
 vertical hacia adelante, 402
 vertical hacia atrás, 402
 Inversión extranjera directa (IED), 64, 394-421
 adquisiciones en el extranjero como, 404-410
 activo intangible e, 401
 barreras comerciales e, 399-400
 ciclo de vida del producto e, 403
 diversificación de accionistas e, 403-404
 integración vertical e, 401-402
 mercados de trabajo e, 400
 riesgo político en la, 410-417
 administración del, 414-417
 macro, 410
 medición, 411-414
 micro, 411
 tendencias de la, 395-398
 Investec, 325
 Investigación y desarrollo, 236
Investment Companies Yearbook 2001 (Thompson Financial), 316
 Investment Company Act, 375
 IRS. Véase Internal Revenue service
 Isenberg, Joseph, 512
 ISI Publications Ltd., 508
 iShares MSCI, 323-324, 325
 Islam, inversiones e, 491
 Islas Anglonormandas, 508
 Italia
 emisiones globales de bonos en, 296
 inversión extranjera directa y, 396, 398
 ley civil e, 88
 métodos de traducción contable, 251
 Ito, Takatoshi, 122, 131

9

Jacobs, Andreas, 446
 Jacque, Laurent, 243
 Jacquillat, B., 387
 Jaffee, Jeffrey F., 21, 447, 460n, 466
 Jagtiani, Julapa, 446
 Jaguar, 61
 Funds, 376
 Janakiraman, S., 437, 440, 446
 Jang, Hasung, 97
 Japan Airlines, 60, 235
 Japan Fund, 369
 Japón
 adquisiciones internacionales y, 409
 bonos de moneda doble, 299
 colapso del mercado accionario en, 284
 concentración de la propiedad y, 85
 controles de capital en, 140-141
 costo de capital, 426-430
 crisis bancaria en, 284

datos macroeconómicos del, 46
 desregulación y, 356
 Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law, 41
 inversión de, en Estados Unidos, 64
 extranjera directa y, 395-398
keiretsu, 8, 85, 284, 428
 mercantilismo y, 71
 métodos de traducción contable, 251
 multinacionales en, 18
 patrón oro y, 27
 tendencia de la balanza de pagos en, 70-72
 Voluntary Restraint Agreement, 394
 Jayaraman, Narayanan, 331, 336, 446
 Jayhawk China Fund, 375-376
 Jensen, Michael, 80, 81n, 82, 83, 102, 409, 421
 Jesswein, Kurt, 210-211, 221
 Jobs, Steve, 81, 84
 Johannesburg Securities Exchange (JSE), 325
 Johnson, S., 95, 102
 Jong-Hyun, Choi, 97
 Jorion, Philippe, 57, 160, 223, 243, 387
 Joshi, Manohar, 420-421
 J.P. Morgan and Company, 280
 Índices de Bonos Gubernamentales Domésticos, 308
 Índice de Bonos Gubernamentales Globales, 308
 JPMorgan Chase, 268, 301, 305-306, 335, 348, 375
 Juego de suma cero, 122, 163-164
 Jurisdicción de tasa cero, 508

K

Kamath, Shyan J., 267, 289
 Kane, Alex, 21, 278n, 289, 446
 Kang, Jun-Koo, 102, 379, 421
 Kao, G., 331, 336
 Kaplan, Richard L., 512
 Kaplan, S. N., 102
 Kaplanis, Evi, 377, 378n, 380, 386
 Karolyi, G. Andrew, 87, 102, 331, 332n, 333, 336, 425, 433, 435, 446
 Kearny, John, 208, 237n, 243
 Keasey, K., 86, 103
Keiretsu (grupos japoneses de negocios)
 crecimiento de los, 8
 crisis bancaria del Japón y, 284
 riesgo de incumplimiento bancario, 428
 tenencia cruzada de capitales entre, 85
 Keller, Maryann N., 407
 Kemp, Donald, 76
 Kennedy, John F., 31
 Keun-Hee, Lee, 93
 Keynes, John M., 30, 133, 160
 Khandwala, Amir, 374, 387
 Khodorkovsky, Mikhail, 6
 Khorona, A., 375, 387
 Khoury, Sarkis, 221
 Kim, Yong Cheol, 303, 312
 Kim, Yong H., 476, 486
 Kinleberger, Charles, 398, 421
 KLM, 10
 Knight, Phil, 21
 Kobrin, Stephen, 421
 Kohl, Helmut, 40
 Kohlhagen, Steven, 182n, 188
 Koisumi, Junichiro, 68
 Kolodny, Richard, 369n, 371n, 373n, 387, 409, 421
 Kopits, George, 512
 Korea Fund, 373
 Koskinen, Yrjö, 40, 57
 Kravis, I., 145, 160
 Krugman, Paul, R., 21
 Kumagai Gami, 410

Kumar, Alok, 380, 386
 Kuntz, Joel D., 505n, 512
 Kwok, Chuck Y. K., 210-211, 221, 446

A

La Porta, R., 88, 89n, 91, 93n, 95, 102
La riqueza de las naciones (Smith), 79
 Lackey, Ryan, 508
 Laffer, Arthur, 45
 Lai, Tsong-Yue, 12n, 466
 Laker Airlines, 223
 Laker, Sir Freddie, 223
 Lang, L. H. P., 102
 Lang, Mark, 434, 446
 Larsen, Glen hijo, 160, 387
 Lauriero, Paul, 207
 Laux, Paul, 223, 243
 L/C. Véase Letras de crédito
 Lealtad, deber de, 79
 Lee, Kwang Chul, 446
 Lehman Brothers, Inc., 305-306, 406-407
 Lehman, Bruce, 145, 160
 Lehn, K., 102
 Lemmon, M. L., 102
 Lessard, Donald R., 243, 379, 387, 442, 446, 449, 453, 454n, 455, 466
 Letra de cambio. Véase Carta a plazo
 Levi, Maurice, 221
 Levich, Richard, 152, 160, 446
 Levine, R., 96n, 102
 Levitt, Arthur, 84, 97
 Levy, H., 379, 387
 Ley. Véase también Regulación; Normas
 civil de Escandinavia, 88
 civil de Francia, 88
 consecuencias de la, en el gobierno corporativo, 90-96
 consuetudinaria, 88, 95
 Control de Divisas y de Comercio Exterior (Japón), 141
 convertibilidad, 52
 de la Banca Internacional de 1978 (International Banking Act, IBA), 270-271
 ley civil de Francia, 88-89
 Mercado de Valores de 1934, 295
 Mercado de Valores de 1993, 295. Véase también Securities and Exchange Commission
 orígenes de, 88-91
 Reserva Federal, 269-270
 un solo precio (LUP), 133
 Lewent, Judy, 208, 237n, 243
 Lewis, Karen, 378-379
 Liberalización, del comercio, 4, 13-15
 LIBOR. Véase Tasa interbancaria de oferta de Londres
 Libra esterlina, 294-295. Véase también Depreciación
 Libre comercio, 493
 Libro de órdenes con precio límite, 319
 LIFFE. Véase London International Financial Futures Exchange
 Lighstrone, S. B., 243
 Lim, J., 372n, 386
 Limitación total de créditos por pagos de impuestos en el extranjero, 505
 Línea de mercado de capitales en Estados Unidos (CML), 370, 370n
 Lins, K. V., 102
 Lins, Karl, 434, 446
 Lipsey, R., 145, 160
 Liquidación de saldo de balanza de pagos, 65
 Liquidez, 316-318, 433, 435
 Lloyd's of London, 417
 Loayza, N., 96n, 102
 Loderer, Claudio, 446

London International Financial Futures Exchange (LIFFE), 215

Longin, Francois, 359, 387

Lopez-de-Silanes, F., 88, 89n, 91, 93n, 95, 102

Losq, Etienne, 446

Louis Vuitton Moet Hennessy, 301

Luehrman, Timothy A., 466

Luenberger, David G., 466

Lufthansa Airlines, 205

LUP. Véase Ley de un solo precio

Lutz, Robert A., 407

LuxCel Group, 206

Lyons, Richard K., 121-122, 131

M

Machlup, Fritz, 57

MacKinnon, Robert, 48

Magee, Stephen, 401, 421

Maharashtra State Electricity Board (MSEB, India), 419

Malasia, crisis asiática y, 48-52

Mandel, Robert, 421

Mandler, Udo, 434, 446

Mannesmann AG, 9, 404-405

Mantenimiento del desempeño del bono, 164

Manufactura
por multinacionales, 17
secuencia lineal en la, 402
sitios de producción a bajo costo, 234-235

Manufacturer's Hanover Corp., 280

Mao-Wei Hung, 387

Mao Ze-dong, 411

Marcus, Alan J., 21, 278n, 289, 446

Margen, 163

Marray, Michael, 427

Marsh, Peter, 17

Marshall, Andrew P., 256, 263

Marin, Dalia, 495, 497

Mark, Rebecca P., 419

Mascarella, Chris, J., 336

Masulis, Ronald W., 131

Mayer, Colin, 93n, 94n, 102

Mazda Motors, 395

Maximización de la riqueza de los accionistas, 8-10

MC. Véase Mecanismo cambiario

McCauley, Robert, 426, 428n, 429n, 446

McConnell, John, 80n, 98n, 99, 102, 434n, 446

McDonald's Corp., 301, 395

McGraw-Hill Companies, 406

McKinnon, Ronald, 72-73

MDS. Véase Medida Sharpe del desempeño

Mecanismo, cambio (MC), 38
de flujo precio-mercancía, 28, 282

Meckling, W., 80, 81n

Medida(s), de concentración del mercado, 318-319
de aversión al riesgo agregado, 435-436

Medida Sharpe del desempeño (MSD), fórmula de la, 361
fondos mutuos internacionales, 370
medición de ganancias con la, 365
portafolio óptimo y, 367, 391

Meek, Gary, 21

Meese, Richard, 151, 160

Melamed, Leo, 166

Melvin, Michael T., 21, 122, 131

Mercado(s), a plazo, 123-127, 150
al detalle (cambiario), 109
asiático de dólares, 274
agencias, 319
cambiario internacional de Singapore, 162
cambiario para clientes (menudeo), 109
capitales totalmente segmentado, 436
completos, 350

control corporativo, 87-88

de llamada (*call market*), 320

dinero, 274-279, 488

emergentes, 46, 371

eurocrédito, 276-277

eurodólares, 271

euromonedas, 266-267, 274-276

financieros mundiales parcialmente integrados, 436-437

FX. Véase Mercado cambiario

imperfecto de trabajo, 398

integrados frente a segmentados, 424-426, 436

interbancario, 108-109, 114-115, 117, Véase también Mercado cambiario

intermediarios, 319

internacional de bonos. Véase Mercado de bonos; bonos

internacionales de capitales. Véase Mercados de capitales

laboral imperfecto, 400

mayorista o interbancario, 109

minorista o de clientes, 109

Monetario Internacional (MMI), 166

mundial de capitales totalmente integrado, 436

viva voz o piso de remates (*crowd trading*), 320

Mercado cambiario, 106-131. Véase también Tipos de cambio

definición del, 106

dólar en el, 12

estructura y funciones del, 107-111
participantes en, 109
relaciones con bancos corresponsales y, 111

exposición en el, 475-476

futuros y opciones en el, 162-188
contratos de futuros, 163-165
de opciones, 172-173
de tasas de interés
en eurodólares, 171-172
fórmula para valorar opciones tipo europeo en, 182-183

futuros de divisas, 165-170, 174

modelo binomial de fijación de precios de las opciones y, 181-182

opciones de divisas, 173-174

pruebas empíricas de, 184

relación con valuación de opciones tipo, americano, 177-179
europeo, 179-181
valuación de las opciones, 174-177, 215-216

mercado a plazo, 123-127, 150

mercado al contado, 111-122
arbitraje triangular en, 121
comercio en el, 117-118
cotizaciones, 114-116
de cambios cruzados, 118-119
diferencia entre precio de compra y precio de venta, 116-117
microestructura del, 121-122
volatilidad en el, 5-6

Mercado de bonos, 293-312. Véase también Inversión de portafolio

de inversiones internacionales, 367-368

distribución monetaria del, 299-300

enfoque estadístico, 293-394

evaluación de la calidad crediticia del, 300-303

extranjeros y eurobonos, 294-296

índices del, 308-310

mercado, de eurobonos, 303-308
global de swaps, 8

nacionalidad y tipo de usuario, 299-300

riesgo cambiario y, 365-367

tipos de instrumentos, del, 296-299

Mercado primario
de capitales, 319
de eurobonos, 303-306

Mercado secundario
cotización cruzada como, 433
mercado de capitales, 319
de eurobonos, 306
deuda de países menos desarrollados, 281

Mercados de acciones (o de patrimonio), 313-336. Véase también Inversión en portafolio

acciones globales registradas, 332

beta mundial, 361

call market o mercado de opciones de compra, 320

capitalización del mercado, 314-315, 318

características riesgo-rendimiento, 361-365

comercio internacional en los, 324-332
acción *Yankee*, 327
certificados estadounidenses de depósito, 328-332
cotización cruzada de acciones, 325-327
mercado europeo de acciones, 327-328

costo, de capital en, 435, 448
promedio ponderado de capital y, 423

corredores, 319

e integración global, 324-325

especialistas en, 319

estructura, prácticas y costos, 319-320

europeos, 327-328

factores que afectan los rendimientos, 332-333

índices, 322-325

iShares MSCL en, 323-324

medidas de, concentración de mercados, 318-319
desempeño de Sharpe, 361, 365, 367, 370, 391
liquidez, 316-318

mercado, continuo, 320
de agencia, 319
extrabursátil, 319

NASDAQ, 319

perspectiva estadística, 313-319

prácticas comerciales, 319-320

primario, 313, 319

propiedad de acciones extranjeras y, 437-442

puntos de referencia (*benchmarks*), 320-323

rendimientos de, 332-333

riesgo cambiario y, 365-367

RND. Véase Certificados estadounidenses de depósito secundarios, 313, 319

World Equity Benchmark Shares, 370, 375
y capitalización de países, 313-316

Mercados de capitales, 95-96
en la Unión Europea, 11

equilibrios de los, 442

globalización de los, 10-11

propiedad y, como consecuencia de la ley, 92

totalmente, segmentados, 436
integrados, 436, 448
valuación y, 95-96

Mercados de mostrador (*over-the-counter*) (OTC)

acciones, 319
al contado y a plazo, 107
certificados, de depósito globales, 426
estadounidenses de depósito y, 430
moneda interbancaria, 166
opciones de divisas, 173

Mercados financieros, 10-11. Véase también Finanzas internacionales

desregulación, 10-11

globalización de los, 10-11, 356

hipótesis de la eficiencia de los mercados, 149-150

imperfecciones de los, 6-7

integración de los, 4-5

integrados frente a segmentados, 424-426

lecciones aprendidas en la crisis monetaria asiática, 51-52
 nuevo orden mundial, 46
 parcialmente integrados, 436
 Mercados monetarios internacionales
 acuerdos a plazo sobre tasas de interés, 141-143
 creación de la euromoneda, 290-291
 eurocréditos, 140-141
 euronotas, 143
 mercado de euromonedas, 138-140
 papel eurocomercial, 143
 Mercado spot, 111-122
 arbitraje triangular en, 121
 cobertura con contratos a plazo y, 228
 cotizaciones, 114-116
 de tipos de cambio cruzados en, 118-119
 diferencial entre precio de compra y venta (*spread*), 116-117
 exposición por transacción en el, 196
 microestructura del, 121-122
 pronóstico del, 150, 153
 transacciones en, 117-118
 Mercantilismo, 71
 Mercedes-Automobil Holding, 93
 Mercedes-Benz, 406
 Merck & Co., 208, 237-239
 Merrill Lynch, 305
 Merton Robert, 182n, 188, 376, 380, 387
 Meses de liberación, de contratos de futuros, 163
 Metalclad Corp., 224
 Metcalf, Gilbert E., 512
 Métodos, cuarto (precios de transferencia), 479
 descuento ajustado al riesgo, 460
 equivalencia bajo certidumbre, 460
 fuente en tributación, 503-504
 monetario/no monetario de traducción contable, 245
 recuperación, 450
 residencial, en tributación, 503
 sustracción, en impuesto al valor agregado, 501
 tipo de cambio corriente, 246-247
 traducción, contable, 245-247
 temporal, 245-246, 249
 corriente/no corriente, 245-247
 Metallgesellschaft, 208-209
 Meuller, Gerhard G., 21
 México
 balanza comercial, 63
 bancos estadounidenses acreedores de, 280
 crisis, de la deuda, 279-280
 del peso, 46-48, 76, 224
 desregulación en, 356
 inversión extranjera directa y, 396-398
 inversionistas extranjeros y, 356
 problema de la balanza de pagos de, 76
 Micro (político) riesgo, 411
 MicroWarehouse Corp., 84
 Microestructura del mercado, 121-122
 Microsoft Corporation, 79, 509
 Middagh, Todd, 1509
 Mihud, Y., 446
 Miles Lab, 430
 Miller, Darius P., 296, 312, 336, 434-435, 446-447
 Miller, Merton H., 208-209, 451-452, 466
 Miller-Modigliani, tesis de, 208
 Mills, William, 79
 Mitsubishi (Japón), 8, 377
 Mitsubishi Tokyo FG, 268
 Mitsui (Japón), 8
 Mittoo, Usha, 425, 447
 Mizuho Financial Group, 268
 MMI. Véase Mercado Monetario Internacional

Modelo, binominal de fijación de precios de las opciones, 181-182
 fijación de precio del activo(s), de capital (CAPM), 370n, 424-425, 435
 internacionales (IAPM), 435, 440
 valor presente. Véase Modelo de valor presente ajustado (VPA); Análisis de valor presente neto (VPN)
 Modigliani, Franco, 208, 452-452, 466
 Modigliani-Miller, ecuación de, 450-452
 Mohamad, Mahatir, 376
 Moneda(s). Véase también Dólares; Exposición adquisición, 433
 cobertura de facturas mediante, 204-205
 composición de reservas de divisas, 67
 compuesta, 38
 denominación, 227
 depreciación de la, 28, 63-64, 66, 258-259
 derechos especiales de giro y, 31-32
 facturación, 204-205
 fijas, 110
 funcional, 248-249
 internacionales, 275
 métodos de traducción contable, 245-247
 numerarias, 362
 redenominadas, 228
 reporte, 248-249
 reserva, 30-31
 sobrevaluación/subvaluación, 146-147
 tipo de cambio efectivo real de la, 145
 transacción; Exposición por traducción canasta, 38
 vinculación a otra moneda (fijación), 34
 Monnet, Jean, 40
 Moody's Investors Service
 calificación del mercado de bonos, 300, 303, 312
 proveedores de swaps en informes del, 348
 Moore Global Fund, 376
 Morck, Randall, 85-86, 103, 408, 421
 Morgan Grenfell, 43
 Morgan Guaranty, Ltd., 351, 430
 Morgan Stanley, 305, 413
 Morgan Stanley Capital International (MSCI), 322, 375
 Morningstar, Inc., 377
 Morningstar American Depository Receipts, 377
 Multinationales, 4, 16-19
 administración de efectivo en. Véase Administración de efectivo
 análisis de opciones reales, 461-463
 centro de refacturación, 206
 decisiones de producción, 4, 17
 definición, 16
 eficiencia de, 17
 empresa extranjera, controlada, 505, 510
 no controlada, 505
 estructura de capital, 422
 FASB y, 245, 248, 259
 fondos congelados de, 485
 fusiones y adquisiciones en el extranjero, 395, 404-410
 gobierno corporativo y, 9, 78-98
 imperfecciones del mercado y, 6-7
 incumplimiento por subsidiarias y, 442
 inversión extranjera directa por, 394-403
 las más grandes del mundo, 18
 modelo del valor ajustado presente de las, 450-453
 oficina representativa, 269
 portafolio de posiciones monetarias, 206
 precios de transferencia, 467-483. Véase también Precios de transferencia
 productos de administración del riesgo, 210-211
 riesgo político y, 410-417
 servicios de diversificaciones de accionistas, 403
 sistema bancario corresponsal, 111, 269

subsidiarias en el extranjero, 505
 sucursal en el extranjero, 505
 swaps de deuda por capital y, 281-283
 Mundell, Robert, 11, 40, 44-45, 57
 Munger, Charlie, 84
 Mur, Lazaro, 508
 Murphy, K., 83, 102
 Myers, Stewart C., 460n, 466
 Mutual Fund Monthly, 377

N

Naciones Unidas, 395, 406
 Napolitano, Gabrielle, 252, 263
 Nasser, Gamal, 411
 National Association of Security Dealers Automated Quotation System (NASDAQ), 319, 376, 426
 National Food Authority Philippines, 494
 Neal, R., 372n, 386
 Negociación directa, 483
 Nelling, E., 375, 387
 Nelson, John, 113
 Nenova, T., 95, 103
 Nestlé Corporation
 como, certificado estadounidense de las hojas rosas, 377
 multinacional, 17-18
 inversión extranjera directa por, 395
 restricción a la propiedad de capital extranjero por, 7, 438-440
 tratos de fusiones y adquisiciones, 405
 Neumeir, Shelley, 497
 Neutralidad, capital-exportaciones, 499
 capital-importaciones, 499
 exportaciones, 499
 fiscal, 499
 importaciones, 499
 de nacionalidad, 499
 tributaria, 499
 Neutrogena, 207
 New York Board of Trade, 167
 New York University, 152
 Ng, David, 380, 386
 Ng, Lilian, 377, 380, 386
 Nike Inc., 21
 Nikkei 225 Index, 162
 Nilsson, Mattias, 40, 57
 Nissan Motor Co., 234, 282, 394
 Nivel de riesgo equivalente al nacional, 365
 Nokia, 79
 Normas. Véase también Ley del Mercado de Bonos
 adecuación de capital, 272-274
 banca internacional, 268-271
 controles bursátiles, 454
 normas de capital suficiente, 272-274
 precios de transferencia, 478-479
 seguridad nacionales, 295
 Nomura Securities, 305, 348
 Norton Rose, Inc., 491
 Noviello, Joe, 113
 Novo Industri, 430-431
 VPN. Véase Valor presente neto (VPN), análisis de
 NTL, Inc., 405
 NTT DoCoMo, Inc., 405
 Nueva Zelanda, privatización en, 16
 Nurkse, Ragnar, 58
 NYSE. Véase Bolsa de Nueva York

O

Obstfeld, Maurice, 21
 OCDE, 413

- Of Public Credit* (Hume), 282
 Ofed, Eli, 223, 242
 Oferta de dinero, 161
 Officer, Dennis T., 331, 336, 374, 387
 Oficina representativa, de bancos, 269
 Ohio State University, 209, 379, 394
 Ohmae, Kenichi, 76
 Old Mutual's South Africa Trust (SAT), 325
 O'Neill, Paul, 72
 ONG. Véase Organizaciones no gubernamentales
 Opción(es), 174-184
 abandono, 462
 at-the-money (a la par), 174, 184
 cobertura con, 198-200, 216-218, 239
 como inversión riesgosa, 162
 compra (*call*) o de venta (*put*), 210
 compuesta, 210
 contratos de, 172-173
 crecimiento, 462
 definición, 172
 de, de acciones, 83
 compra (*call option*), 173-175, 298
 divisas, 173-174, 201, 214-216
 venta, 173-174, 177
 divisas. Véase también Opciones de futuros de divisas
 como cobertura, 198-199, 215-220, 239
 cotizaciones de, 175
 mercados de, 173
 futuros de divisas, 174
 in-the-money (sobre la par), 174, 184
 los fundamentos, 216
 mercado extrabursátil, 173-174
 modelo binomial de fijación de precios de las opciones, 181-182
 momento oportuno, 462-463
 negociadas en la bolsa, 174
 out-of-the-money (bajo la par), 174, 184
 primas, 173
 pruebas empíricas de, 184
 razón de cobertura, 182
 reales, 461-463
 suscriptores de, 173
 suspensión, 462
 tipo, americanas, 177-179, 216
 europeo, 179-183, 216
 valor de las, en el tiempo, 179
 valor, al vencimiento, 174, 177
 intrínseco de, 177
 venta
 cobertura con, 203
 cotizaciones de las, 175
 definición, 173
 modelo de valuación de tipo, americano, 177
 europeo, 184
 valor al vencimiento, 174
 volatilidad de las, 182
 y precio de ejercicio, 173
 Opción tipo americana definición, 216
 ejercicio de la, 181n
 valor al vencimiento
 de compra, 175
 de venta, 177
 valuación de la, 177-179, 184
 Opción tipo europea
 definición, 173, 216
 fórmula para valuar, 182-183
 relaciones de precios, 179-181
 valor al vencimiento, 174, 177
 valuación por límites, 179-183
 OPEP. Véase Organización de Países Exportadores de Petróleo
 en presupuestación de capital, 456, 461
 evidencia de, 144-147
 índice Big Mac, 142-143
 sesgo doméstico en las inversiones y, 380
 tipos, de cambio y, 161
 real de cambio y, 143-144
 Park, Jinwoo, 331, 336
 Parmalat (Italia), 9, 78-79, 86, 101-102
 Parsley, David C., 303, 312
 Partida Bharatiya Janata (BJP, India), 419
 Partido del Congreso, India, 420-421
 Pase del tipo de cambio (*pass-through*), 232
 Patrón, de cambio oro, 30, 32
 dólar, 72-73
 oro, 27-28, 66
 plata, 26
 PBOT. Véase Philadelphia Board of Trade
 PCGA. Véase Principios de contabilidad generalmente aceptados en Estados Unidos (*US-GAAP*)
 PEF. Véase Paridad de expectativas a plazo
 PEFCCO. Véase Private Export Funding Corporation
 Pérdidas, realizadas y no realizadas, 251
 y ganancias, realizadas y no realizadas, 251
 Peroni, Robert J., 505n, 512
 Perot, Ross, 20
 Peso argentino, crisis del, 52-53
 Petrucci, Pandolfo, 45
 Philadelphia Board of Trade (PBOT), 166
 Philadelphia Stock Exchange (PHLX)
 comercio de, futuros de divisas, 166-167
 opciones de divisas, 173, 175, 215
 modelo de fijación de precio de las opciones y, 181, 184
 Philippine International Trading Corporation (PITC), 494
 Phillippi, Joseph S., 406-407
 PIBOR. Véase Tasa interbancaria de oferta de París
 Pilgrim's Pride, 224
 Planeación estratégica, 238
 Plataforma 3000 de Reuters FX Dealing, 166
 Playcentric.com, 508-509
 Plusvalía, 63
 PMCP. Véase Promedio móvil a corto plazo
 PMD. Véase Países menos desarrollados
 Poder de compra, 106
 Polfliet, R., 301-303, 312
 Política(s), de abastecimiento, 235
 flexibles de subcontratación, 235
 monetaria, en la Unión Europea, 11, 40
 sobre margen de ganancia, 476-477, 481-483
 Poniachek, Harvey A., 215
 Porsche AG, 236-237
 Portafolio, de arbitraje, 134
 de mercado, 424, 436
 en país extranjero, 436
 mundiales, 436
 sustitución, 440
 Portafolios internacionales óptimos, 359-365
 bonos en, 367
 composición de, por domicilio del inversionista, 362-363
 estadísticas del mercado accionario y, 359-360
 ganancias de, provenientes de la diversificación internacional, 364-365
 medida Sharpe de desempeño y, 360-361
 resolución de, 386, 390-391
 Portal del sistema de comercialización del mercado secundario, 426-427
 Porteba, J., 377, 387, 425, 446
 Posición larga (de compra)
 futuros, 163
 mercado cambiario, 124-125

II

- Pacific Index, 322
 Pagaré(s), 489-490
 de tasa flotante (NTF), 297-298, 342
 Pago(s)
 de cupones
 bonos de moneda doble, 298-299
 instrumentos de mercados internacionales de bonos, 299
 pagaré a tasa flotante, 297
 en efectivo y por anticipado, 488
 por corrupción, 417
 País(es),
 anfitrión
 inversión extranjera y, 483
 riesgo político en, 410-417, 462
 Bajos, inversión extranjera directa y, 395-398
 desarrollados
 como clasificación del Banco Mundial, 495
 capitalización de, 314-315, 318
 razón de rotación en mercados accionarios, 316
 del Bloque Oriental de Europa, 15
 menos desarrollados (PMD). Véase también Países subdesarrollados
 crisis de la deuda en, 279-284
 inversiones en, 282-283
 privatización y, 16
 subdesarrollados. Véase también Países menos desarrollados
 acción *Yankee* y, 327
 capitalización de, 315-316
 razón de rotación en mercados de participación, 316
 Panamá, como paraíso fiscal, 508
 Papel eurocomercial, 266, 279
 Paracha, Mohammed, 491
 Paradoja de Triffin, 31
 Paraíso fiscal, 501, 507-510
 Paridad. Véase Paridad de tasas de interés; Paridad poder de compra
 de las tasas de interés, 132-141
 al descubierto, 138
 arbitraje con cobertura de tasas de interés, 135-137
 cobertura con mercado de dinero y, 197-198
 derivación de la, 132-135
 desviaciones respecto a la, 138-141
 diagrama de, 136
 efectos Fisher en la, 147-149
 precios de futuros y, 205-206
 tipos de cambio y, 138
 poder de compra, 141-147
 de lira turca, 159
 depreciación de la moneda y, 250
 e inflación, 380

- venta (corta o al descubierto y mercado cambiario, 124-125
 futuros y, 163
 y opciones, 173
 Prasad, Anita, 223, 242
 Precedente judicial, 88
 Precio. *Véase también* Teoría de valuación de activos;
 Precios de transferencia
 activo fijo, 435-437
 comparable no controlado, 478
 compra y venta, 306, 319
 convergencia del, 170
 costo más beneficioso, 478-479
 de, acciones en el extranjero, 439
 activos, en el extranjero, 440
 no negociables, 436, 448
 cotizaciones de acciones internacionales, 331
 ejercicio, 173
 mercado, 319
 perfectos, 440
 libre competencia, 478-479, 481-482, 507
 liquidación (al cierre), 163
 renovación de eurocrédito, 276
 swaps de divisas, 346-347
 swap de tasa básica de interés, 342
 demanda y oferta, 306, 319
 ejercicio, 173
 o de cierre, en opciones, 173
 en mercado perfecto, 440
 libre competencia, 478-479, 481-482, 507
 límite diario, 165
 en mercados de futuros, 165
 ley de un solo, 133
 mercancías básicas, 145
 no controlado comparable, 478
 paridad de mercancías básicas en el, 145
 renovación de eurocrédito, 276
 reventa, 478
 rigidez de, 161
 tipos de cambio y, 233
 transferencia, 476-483
 definición de, 81, 476
 derechos de importación en los, 479-480
 entre filiales, 455
 fondos congelados y, 455
 política sobre margen de ganancia, bajo vs. alto, 476-477, 482-483
 regulaciones que afectan a, 478-479
 restricciones cambiarias en la, 477
 separación de fondos de transferencia y, 480-482
 tasas del impuesto sobre la renta en, 477-478
 tributación y, 507
 transparencia de, 113
 venta, 116, 306, 319
 Preferencia nacional, 357, 377-380, 433
 Premio Nobel de economía, 44-45
 Presión, 281
 Préstamos, concesionarios, 454, 458, 465
 soberanos, 281-283
 Presupuestación. *Véase* Presupuestación de capital
 Presupuestación de capital, 449-466. *Véase también*
 Administración de efectivo modelo del valor
 presente ajustado de, 451-453
 ajuste por riesgo en la, 460
 análisis de sensibilidad en la, 461
 congelación de fondos y, 483
 doméstico, 450-451
 opciones reales en la, 461-463
 perspectiva de la compañía matriz sobre,
 453-460
 ejemplo de, 456-460
 modelo de valor presente ajustado en,
 455-456
 tipo de cambio futuro esperado y, 456
 paridad de poder de compra en la, 461
 Presupuesto de efectivo, 468. *Véase también*
 Administración de efectivo
 PriceWaterhouseCoopers, 499-500
 desbordamiento de los precios, efecto de, 436
 Prima(s)
 a plazo, 123, 126-127
 de opciones, 173
 fondos de inversión cerrados del país, 371
 por control de bloque, 95
 por derecho a voto, 95
 Prince, Bob, 68
 Principality of Sealand, 508-509
 Principio(s), de Black-Scholes, 216
 de contabilidad generalmente aceptados en Estados
 Unidos (*US-GAAP*), 434
Principios de Economía Política (Ricardo), 13
 Pringle, John, 243, 425n, 446
 Private Export Funding Corporation (PEFCO), 492
 Privatización, 10, 15-16, 411
 Problema de agencia, 80-88
 definición, 81
 disminución del, entre tenedores de bonos y
 accionistas, 428
 soluciones del, 82-88
 concentración de la propiedad, 85-86
 consejo de administración, 83
 contratos con incentivos, 83-84
 deuda en el, 86-87
 inscripción de acciones en el extranjero, 87
 mercado de control corporativo, 87-88
 transparencia contable, 86
 Problema de los oportunistas, 79
 Procedimientos de compensaciones, en mercado de
 bonos, 306-307
 Proceso de desnacionalización, 15
 Procter & Gamble Co., 209, 509
 Producción
 con/sin comercio, 22-24
 sitios de bajo costo, 234-235
 Producto interno bruto
 de Europa, costos de transacción FX y, 42
 exportaciones de mercancía y, 13-14
 zona de euro y, 45
 Producto nacional bruto
 fórmula de cálculo del, 77
 lugar del país por, 146-147
 Programa, Contracomercio de Filipinas, 494
 de crédito a largo plazo, de Eximbank, 492
 de garantía del capital de trabajo, Eximbank, 492
 préstamos a mediano y largo plazo, de Eximbank,
 492
 Promedio móvil, a corto plazo (PMCP), 152
 a largo plazo (PML), 152
 pronóstico del tipo de cambio, 149-155, 238
 Propiedad. *Véanse también* Mercados de capitales;
 Accionistas
 concentrada, 85-86, 91
 control y, 91-95
 de capital extranjero, restricciones a la, 437-442
 de un bien público, 401
 Protección a los inversionistas, 90-91
 Proyecto canibalizado, 454
 PSA (Peugeot/Citroën), 406
 PTF. *Véase* Pagaré de tasa flotante
 PTM *Véase* Fenómeno de múltiples precios de
 mercado
 Puntos de la cotización a plazo, 125-126
 Puthenpurackal, John J., 296, 312
- Ⓢ
 q de Tobin, 86n
 Quantum Fund, 376
- P**
 Raab, Michael, 236
 Rabobank Nederland, 268
 Radenbaugh, L. H., 250, 263
 Ragazzione, Giorgio, 421
 Raiffeisen Centrobank (Austria), 494
 Rajan, R., 96n, 103
 Ramchand, Latha, 433n, 446
 Rao, Narasimha, 419
 Ratmiroff, Serge, 224
 Ravenscraft, David, 408, 421
 Razón, cobertura, 182
 deuda, 427
 deuda/capital, 427-429
 exportaciones/producto interno bruto, 13-14
 óptima de deuda, 452
 rotación, 316-17
 RBS, 305
 Reagan, Ronald, 33
 Recesión, 43
 Reciclaje de petrodólares, 280
 Redes bilaterales, 470, 473
 Reese, W. A. hijo, 103
 Regalías, 455
 Régimen de tipo de cambio flexible puro, 69
 Registro en estante, 296
 Regla 144A de la SEC, 296, 327, 426-427
 Regla 415 de la SEC, 296
 Regla(s), contables, 434
 de cruce del promedio móvil, 151-152
 de línea brillante, 90
 del hombre prudente, 380
 Regulación, K de la Reserva Federal, 269-270
 M de la Reserva Federal, 274
 Reidelman, Carl, 221
 Reino Unido (U.K.)
 adquisiciones hostiles en, 87
 bimetalismo y, 26
 Cadbury Code, 83, 98-99, 434n
 Cadbury Committee, 83, 98, 434n
 como país de los Cinco Grandes, 33
 correlación intra/entre país/países de los rendimientos,
 358
 costo de capital en, 426-429
 datos macroeconómicos de, 46
 desregulación y, 356
 escándalos corporativos en, 98
 euro y, 57
 gobierno corporativo en el, 83, 85, 434n
 inversión extranjera directa y, 395-398
 ley consuetudinaria del, 88
 medición Sharpe del desempeño y, 361
 métodos de traducción contable en el 251-252
 multinacionales en, 18
 portafolio internacional óptimo de, 359
 salarios en, 17
 tendencias de la balanza de pagos del, 70-71
 volumen de comercio de divisas en, 106
 Relación entre bancos corresponsales, 111, 269
 Remediación, en la traducción, 249
 Remesas, restricción de, 459
 Renault Motors, 241, 406
 Rendimiento(s), de acciones internacionales,
 correlaciones entre, 358
 promedio de portafolio, 383n
 Rendleman, Richard J. hijo, 181n, 188

- Repsol SA, 405
- República de Checoslovaquia, privatización en la, 16
- Reserva Federal de Estados Unidos. *Véase* Sistema de la Reserva Federal (Fed)
- Reservas de divisas, 66-68
- Resnick, Bruce G., 160, 333, 336, 366n, 368, 369n, 379, 387
- Restricción(es), a la propiedad extranjera, 440
- de fondos, 454
 - de remesas, 459
- Retención de impuestos
- bonos extranjeros y eurobonos internacionales, 295-296
 - definición, 501
 - tasas de Estados Unidos, 502
- Revelación de información financiera, 51
- Reuters, 108, 110, 112-113
- Rhone-Poulenc SA, 404-405
- Ricardo, David, 13-14, 22, 141
- Richardson, J., 144, 160
- Riddick, Leigh, 377-387
- Riesgo. *Véanse* Exposición económica; Exposición por transacción; Exposición por traducción
- aversión agregada al, 435-436
 - cambiarlo, 5, 206, 237-239
 - puro, 440
 - control del, 411
 - de, crédito, 272, 349
 - inflación, 380
 - la base, 349
 - mercado, 273
 - doméstico, 435
 - desigualdad, 349
 - diversificación de portafolio y, 357-359
 - económico, 413
 - en, presupuestación de capital, 460
 - swaps, 349
 - idiosincrásico (específico), 373
 - incumplimiento, 428
 - Macro político, 410
 - mercado, 273
 - extranjero puro, 440
 - nivel equivalente al nacional, 365
 - no diversificable, 358
 - no sistemático, 358
 - o específico, 373
 - operativo, 272, 411
 - país, 413
 - sistemático, 436
 - político, 5-6, 410-417
 - administración del, 414-417
 - análisis del, 285
 - macro, 410
 - medición del, 411-414
 - microrriesgo, 411
 - subsidiarias y, 443
 - por, incumplimiento, 428
 - resultados inferiores, 198
 - propagación, 79
 - reducción bancaria del, 269
 - sesgo doméstico y, 378
 - sistemático, 358, 424
 - del país, 436
 - doméstico puro, 437
 - mundial, 436
 - indirecto, 437
 - soberanos, 349
 - tasa de interés
 - definición, 349
 - mercado de euromoneda y, 277
 - pagarés de tasa flotante y, 297
 - swap de divisas y, 349
 - tipo de cambio, 5-6, 388-389
 - transferencia del, 411
 - único o no sistemático, 373
- Riesgo político
- administración del, 414-417
 - clasificaciones de, 411
 - definición, 410
 - en, crisis internacional de la deuda, 285
 - financiamiento, 443
 - factores clave del, 412-413
 - inversión extranjera directa y, 410-417
 - macro, 410
 - medición del, 411-414
 - micro, 411
 - tipo de cambio y, 5-6
- Riesgo-rendimiento, características de,
- de, certificados estadounidenses de depósito, 331
 - fondos mutuos, 369
 - mercados de capitales, 361
 - del mercado de bonos, 367-368
- Risk*, 153
- Rivera-Batiz, Francisco L., 21, 274n, 289
- Rivera-Batiz, Luis, 21, 274n, 289
- Robert Bosch GmbH, 93, 95
- Robertson, Julian, 376
- Robson, Mark, 113
- Roche Holding AG, 405
- Rogoff, Kenneth, 151, 160
- Roll, Richard, 333, 336, 359, 387
- Rolls-Royce, 60
- Ronda de Uruguay, 14
- Root, Franklin, 421
- Rosenthal, Leonard, 331, 336
- Ross, Stephen A., 21, 169n, 181n, 188, 447, 460n, 446
- Roulet, J., 359
- Rouwenhorst, K. Geert, 333, 336
- Roux, Andre, 325
- Rowntree, 439
- Royal Bank of Scotland, 268
- Royal Dutch Shell, 395, 401
- Rubinstein, Mark, 181n, 188
- Rubman, Scott, 509
- Rugman, Alan M., 267, 289, 421
- Rumania, General Electric y, 493
- Rummel, R. J., 421
- Rusia
- crisis monetaria de Asia y, 49
 - patrón oro y, 27
 - privatización en, 16
- Σ**
- Sabberwal, Sanjiv, 153, 154n, 160
- Sal. Oppenheim & Cie., 236
- Saldo(s), de cuenta corriente (SCC), 62n, 63
- en efectivo. *Véase* Administración del efectivo
 - precautorio, 467-473, 475
 - transacción, 467
 - liquidaciones oficiales de la balanza de pagos, 65
 - total de la balanza de pagos, 65
 - transacciones, 467
- Salomon Brothers, 298, 338, 376
- Salop, Joan, 76
- Samsung Electronics, 93, 400
- Samuelson, Paul, 45
- Sanford C., Bernstein, PLC, 236
- Santander Central Hispano, 268
- Sara Lee Corp., 312
- Sarbanes-Oxley Act de 2002, 86, 97-98
- Sarkissian, Sergei, 431, 432n, 447
- Sarnat, I., 379, 387
- SAT. *Véase* Old Mutual's South Africa Trust
- SAXESS. *Véase* Bolsa Automatizada de Estocolmo
- SCC. *Véase* Saldo de cuenta corriente
- Schaffer, Matt, 493, 497
- Scheraga, C., 409, 421
- Schill, Michael, 431, 432n, 447
- Schmid, F. A., 102
- Schmidt, Helmut, 35
- Schnitzer, Monika, 459, 497
- Scholes, Myron, 209, 376
- Schrempp, Jürgen, 11-12, 406-407
- Schuman, Robert, 40
- Schumpeter, J., 96, 103
- Schwartz, Robert A., 319n, 336
- Schwert, W. G., 380n, 387
- Scism, Leslie, 207
- Scottish Power PLC, 405
- Seagram, 10
- Sealand, Principality of, 508-509
- Sears, Rick, 109
- SEBC. *Véase* Sistema Europeo de Bancos Centrales
- SEC. *Véase* Comisión del Mercado de Valores
- Seguro, contra riesgo político, 417
- Semaskey, A., 202
- Sener, T., 387
- Sensibilidades de la exposición al riesgo cambiario, 225
- Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities (STRIPS), 298
- Serpiente (*snake*), 35
- Servicio(s), banca internacional (SBI), 271
- calificación crediticia corporativa, 302
 - cuenta corriente, 62
 - deuda de tasa fija por tasa fija (swap) [*fixed-for-fixed rate debt service*], 338, 345
 - diversificación a los accionistas, 403-404
- Shapiro, Alan C., 442, 446, 466
- Sharfstein, David, 208
- Sharpe, William F., 181n, 188, 369n, 387
- Shastri, Kuldeep, 184, 188, 331, 336, 446
- Shey, Fabian, 109
- Shleifer, A., 81n, 85-86, 88, 89n, 90-91, 93n, 95, 102-103
- Short, H., 86, 103
- SIBOR. *Véase* Singapore Interbank Offer Rate
- Siemens, 17
- Simkins, Berry, 223, 243
- Simon, David, 333, 336
- Singapore Interbank Offer Rate (SIBOR), 274
- Singer, I. M. 402
- Singer & Company, 402-403
- Sistema, cambiario de flotación sucia, 70
- comercial GLOBEX, 109, 165-166, 174
 - compensación, 469-470, 473, 475
 - de pagos interbancarios (Clearing House Interbank Payments System, CHIPS), 111
 - chaebol* (Corea), 78, 97
 - de codeterminación, 83
 - Europeo de Bancos Centrales (SEBC), 40
 - flotación administrada o controlada, 34-35
 - monetario Bretton Woods, 29-32, 66, 493
 - Monetario Europeo (SME), 35-39, 49, 376. *Véase también* Euro
 - monetario internacional
 - acuerdos cambiarios, 34-35
 - bimetalismo, 26
 - crisis, monetaria de Asia, 48-52
 - peso argentino, 52-53
 - peso mexicano, 47-48
 - definición, 25
 - euro y, 39-43
 - evolución del, 26
 - patrón oro y, 27-28
 - periodo entre guerras, 28-29

- sistema, Bretton Woods, 29-32
 monetario europeo, 35-39
 tipos de cambio, 34-35
 fijos y flexibles, 53-54
 Unión Monetaria Europea, 39-43
 primas por inversión en dólares (Reino Unido), 356
 rejilla de paridades (*parity grid system*), 38
 Reserva Federal
 Bancos Centrales Europeos y, 38, 40
 como cámara de compensación de bancos internacionales, 111
 dividendo de impuesto diferido en la administración de capital a largo plazo, 49
 esterilización del oro y, 29
 Foreign Credit Restraint Program, 31
 Greenspan y, 73
 política monetaria y, 45
 servicios de la banca internacional y, 271
 tipo de cambio fijo y, 54
 SK Telecom, 97
 SME. *Véase* Sistema Monetario Europeo
 Smith, Adam, 71n, 79, 103
 Smith, Clifford, 221
 Smith, Jeffrey, 312
 Smith, Ralph E., 250, 263
 Smithsonian, Charles, 221
 Soborno, 417
 Sociedad para la Telecomunicación Financiera Interbancaria Mundial (SWIFT), 111
 Société Générale, 268
 Socios de la Cámara de Compensación, en los mercados de futuros, 165
 Solidaridad del Pueblo por una Democracia Participativa (Corea), 97
 Solnik, Bruno, 333, 336, 358-359, 370n, 379, 387
 Solomon, Robert, 58
 Solvencia, 488
 Sony Corporation
 como, empresa pública, 79
 multinacional, 17-18
 cotizaciones cruzadas por, 5, 10, 422
 inversión extranjera directa por, 395
 Soro, George, 376
 S&P. *Véase* Standard & Poor's Corp.
 Spaak, Paul-Henri, 40
 Spittaller, Erich, 76
 Srinivasin, Venkat, 476, 486
 Srinivasulu, S. L., 221, 243
 Standard Chartered, 109, 112
 Standard & Poor's Corp. (S&P)
 calificación de crédito en el mercado de bonos por, 300-304, 312
 base de datos de mercados emergentes, 315
  ndice de las 500 acciones de, 369, 376, 424
 Global Stock Markets Factbook, 322
 transacciones swap, 348
 Stanford University, 48, 72, 209
 Stapleton, Richard, 422n, 447
 Stein, Jeremy, 208
 Stella Automobil, 93
 Stiglitz, Joseph, 58
 Stitzel, Thomas, 443, 447
 Stobaugh, Robert, 442, 447
 Stolper, Michael, 377
 Stonehill, Arthur, 430, 431n, 443, 447
 STRIPS. *Véase* Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities
 Stultz, Rene M., 87, 102, 103, 209, 221, 303, 312, 379, 425, 428n, 433, 438n, 446, 447
 Subcontratación, 15
 Subparte F, ingreso de, 510
 Subrahmanyam, Marti, 422n, 447
 Subtasas preferenciales de interés, 276
 Subsidiaria
 créditos por pago de impuestos en el extranjero y, 505-506
 en el extranjero, 505-507
 estructura financiera de, 442-444
 extranjera en el "papel", 510
 extranjera minoritaria, 505
 fondos congelados y, 483
 Sucursal(es), 505-507
 bancarias cascarón, 270-271
 bancaria en el extranjero, 269-270
 extranjera, 505
 Sudáfrica, mercados de capitales en, 325
 Suecia, inversión extranjera directa y, 395-396, 398
 Suiza, inversión extranjera directa y, 395-398
 Sumitomo (Japón), 8
 Sumitomo Mitsui Banking, 268
 Sunkung Distribution, 97
 Suprema Specialties, Inc., 207
 Suscriptor(es), 303, 305-306
 de opciones, 173
 Swap(s), 337-355
 bancarios, 338-339
 contratos de, 203-204
 cotizaciones de, 339-340
 cruzado monetario y de tasas de interés, 337
 de, cupón cero por tasa flotante de interés, 348
 deuda por capital, 281-283
 tasas de interés, 340-343, 348-349
 divisas, 343-349
 descripción de, 338
 ejemplo de, 343-344
 obligaciones del servicio de la deuda en, 345-346
 riesgos de, 349
 uso de, 210
 valuación de, 346-347
 variaciones de, 348-349
 eficiencia de los, 349-350
 mercados de, 8, 338
 riesgos de, 349
 tasa fija de interés por tasa flotante, 337, 340-341, 348
 tasas de interés de una sola moneda, 337
 tasa de interés flotante por tasa flotante, 348
 tipos de, 337-338
 transacciones con, 125-126
 SWIFT. *Véase* Sociedad para la Telecomunicación Financiera Interbancaria Mundial
T
 Tailandia
 autopista de cuota de Bangkok, 410
 crisis monetaria en, 48-50, 285
 Taiwan Fund, 371
 Tandon, Kishore, 184, 188, 331, 336, 446
 Tanzi, Calisto, 101
 Tasa(s). *Véanse* Tipos de cambio; Mercado cambiario;
 Paridad de tasas de interés; Tasas de interés
 de interés, 423
 abiertas, 167
 contratos de futuros en, 171-172
 de demanda del Eurodólar al cierre en Londres, 276
 deducción fiscal hipotecaria y, 504
 expectativas de las, 138, 148
 riesgo y, 349
 Subtasas de interés preferentes, 276
 swaps de, 340-343, 347-349
 tasas fijas por flotantes, 348
 teoría de, 282
 interbancaria demandada (depósitos), 274
 interbancaria de oferta de Londres (LIBOR)
 mercado de, euromoneda, 274-277
 swaps, 339-341
 pagarés de tasa flotante, 297
 riesgo de tasas de interés, 349
 interbancaria de oferta de París (PIBOR), 274
 interbancaria ofertada (préstamo), 274
 interés preferencial (Estados Unidos), 276
 interna de rendimiento (TIR), 423, 450
 libre de riesgo, 363n
 rendimiento, de equilibrio, 440
 libre de riesgo, 424-425
 tributaria corporativa
 diferencial, precios de transferencia y, 477-478
 marginal más alta, en el país de origen, 453-454
 porcentaje corporativo, 500-501
 progresiva, cobertura y, 208
 Tax Reform Act de 1986, 509
 Telecomunicacoes Brasileiras (Telebras), 427
 Telefónica SA, 405
 Teléfonos de México, 10, 377
 Telematics International, Inc., 207
 Teoría(s)
 cuantitativa del dinero, 161
 de portafolios, 475
 empresa: conducta gerencial, costos de agencia y estructura de la propiedad (Jensen y Meckling), 80
 internalización, 401, 408
 hacia adelante, 408
 valuación de las opciones, 462
 ventaja comparativa, 13-15, 22-23
 activos intangibles y, 401
 ganancias del comercio, 22-23
 swap bancario y, 344
 teoría de Ricardo, 13-15
 Términos, americanos, de la moneda, 115
 europeas, de la moneda, 114
 Tesar, L., 377, 387
 Tesco, 427
 Tesoro de los Estados Unidos
 bonos de tesorería, 296
 déficits comerciales y, 31
 reglas impositivas en mercados estraterritoriales, 508
 Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities (STRIPS), 298
 tasa de las letras de tesorería, 349
 y solución de la crisis mundial de la deuda, 283
 Texas Utilities Co., 405
 Thai baht, 48, 50, 285
 Thai Expressway and Rapid Transit Authority, 410
 Thompson financiero, 316
 Thompson-Houston Company, 410
 TIC. *Véase* U.S. Treasury International
 Tiffin, Robert, 30, 58
 Tipos de cambio. *Véase también* Mercado cambiario a plazo, 150
 Acuerdo, de Jamaica, 32
 del Louvre, 34
 del Plaza, 33
 Smithsoniano, 32
 al contado (spot), 138, 456
 pronóstico de tipo de cambio mediante, 150, 153
 y paridad de tasas de interés, 138
 arreglos actualizados, 34-35
 atados dentro de bandas horizontales, 34
 bimetalismo y, 26
 cobertura, 388-389
 completamente flexibles, 69
 contracomercio y, 493
 contratos a plazo sobre tasas de interés y, 277-279
 cotizaciones muestra, 115

cruzados, 118-120, 125
 a plazo o forward, 125
 cuenta corriente y, 64
 dólar en, 12
 dólar-euro, 41
 en el modelo de valor presente ajustado, 456
 en la década de 1920, 28
 en el sistema monetario, 34-35
 enfoque monetario de la determinación, 161
 expectativas y, 138
 fijos, 53-54
 flexibles, 32-34, 53-54, 69
 flotación, 34-35, 70
 sucia, 70
 fluctuaciones de, 493
 futuro esperado, 456
 índice de dólares en, 223-224
 inversión, en portafolio y, 357, 365-367
 extranjera directa y, 64
 mercados de acciones y, 333
 pronóstico de, 149-155
 paridad, de tasas de interés y, 138
 poder compra y, 143-144, 161
 patrón oro y, 27
 precios de transferencia y, 477
 real, 144-145
 riesgos y, 5, 349
 respuesta de Merck & Co. a, 237-239
 serpiente (*snake*), 35
 sistema de flotación controlada, 35
 tasas de conversión del euro, 40
 tipo cruzado a plazo, 125
 volatilidad de, 5-6
 Tipos deslizantes, 34-35
 TIR. Véase Tasa interna de rendimiento
 Títulos de deuda, 65
 Tiwari, Siddharth, 140, 160
 TLC: Véase Tratado de Libre Comercio de Norteamérica
 Tobin, James, 58
 Toyota Motor Co.
 como, empresa pública, 79
 multinacional, 17-18
 cotización cruzada de acciones por, 10
 instalaciones de manufactura en Estados Unidos, 234-235
 inversión extranjera directa por, 394-395
 retención de efectivo en, 82
 Trabajo, en maquiladoras, 21
 maquila, 21
 Traction, Light & Power de Brasil, 410
 Tradición de ley civil, 88
 Transacción(es). Véanse también Comercio; Finanzas del comercio internacional
 arbitraje y, 110
 autónomas, 66
 cobertura de las, 164, 170, 172
 compensatorias, 494
 completas (entrada y salida), 165
 con, propiedad intangible, 481
 swaps, 125-126
 costo de las, 331
 de, inicio y cierre de una posición, 165
 servicios, 481
 dominio euro de las, 11
 especulativas, 110, 122, 125, 164, 170, 177
 cobertura y, 208
 como juego de suma cero, 122
 contratos a plazo como, 125
 definición, 164
 en mercado de derivados, 164
 futuros de divisas, 170

intercambio interbancario como, 110
 posición de compra (larga), 177
 financiera en el extranjero, 65
 internacionales, 60-61
 internalización de las, 401
 omitidas y mal registradas, 65
 omitidas y no registradas, 65
 propiedad intangible, 481
 recompra, 493
 registradas incorrectamente, 65
 saldos de efectivo para cubrir las, 467, 474
 simple a plazo, 114, 125
 Transfer Pricing Management Benchmarking Association, 485
 Transferencia unilateral, 63
 Transparencia corporativa, 433
 Transportation Research Center, Ohio State University, 394
 Transnacional controlada (TC), 505, 510
 Tratado(s), comerciales recíprocos, 494
 de Maastricht, 38
 fiscales, 501-502
 Tratado de Libre Comercio de Norteamérica (TLC)
 barreras comerciales impuestas por el, 400
 definición, 15
 Ford Motor Co., y 224
 México y, 327, 426
 objeciones a, 20
 Travlos, Nickolaos, 98n, 102, 408, 421, 434n, 446
 Trenner, Justyn, 108-109, 113
 Trester, J., 375, 387
 Treut, Bill, 427
 Tributación mundial, 503
 Trilema, 51
 Trinidad incompatible, 51
 Trotman, Alexander, 224
 Trueque, 493, 495
 Truworths and Massmart, 325
 TSE. Véase Bolsa de Toronto (TSE), 320
 Tuffey, Chris, 301
 Turner, Robert D. M., 481
 Turquía, sueldos en, 17

Y

UAW. Véase United Auto Workers
 UBS; 102, 109, 268, 305-306, 405
 UE. Véase Unión Europea
 UFJ Holdings, 268
 UME. Véase Unión Monetaria Europea
 UNCTAD. Véase Conferencia de Comercio y Desarrollo de la ONU
 Unibanco, 348
 Unilever NV, 17, 312, 405
 Unión Económica y Monetaria, 275
 Unión Europea (UE)
 afiliación en la, 11, 15, 39
 cambio de moneda dentro de la, 42
 datos macroeconómicos, 46
 euro y, 15. Véase también Euro
 impuesto al valor agregado y, 503
 integración dentro de la, 43, 54, 456
 manufactura en la, 17
 política monetaria de, 35
 riesgo político y la, 413
 Tratado de Maastricht, 38
 Unión Monetaria Europea (UME), 12-13, 40-43. Véase también Euro
 United Auto Workers (UAW), 394
 Universal Studios, Inc., 405
 Universidad, Corea, 97
 Roma, 9

University of, California-Riverside, 379
 Chicago, 45, 149, 208-209
 Pennsylvania, 378
 Tennessee, 72
 Uppal, Raman, 379n, 387
 US Bancorp, 268

S

Valor, 177, 179
 a la par, 30
 compañía
 cobertura y, 210
 ecuación de Modigliani-Miller, 450-452
 de bolsa, 298
 de capital social, 65
 en el tiempo, de opciones, 179
 intrínseco de las opciones, 177
 neto de activo (VNA), 371
 presente ajustado, modelo del (VPA), 450-453
 análisis de sensibilidad y, 461
 fondos congelados y, 483
 generalidad del, 455-456
 opciones reales y, 461-463
 por riesgo, 460
 precios de transferencia y, 482-483
 presupuestación de capital y, 453-460
 supuestos de la paridad del poder de compra y, 461
 presente neto (VPN), análisis de, 449-451
 Valuación, 95-96
 a precios de mercado, 273
 regionales, 413
 VanderGriend, Mark, 8
 Variables macroeconómicas, rendimientos de capital y, 333
 Variancia del portafolio, 383n
 Velli, Joseph, 427
 Velocidad del dinero, 150
 Vencimientos
 de, aceptaciones bancarias, 490
 bonos cupón cero, 298
 contratos, 163
 en mercados a plazo, 123
 traducción contable basada en, 245
 Venta(s), a consignación, 488
 perdidas, 454
 Ventaja, absoluta, 22
 gratuita (*free ride*), 437
 Vemon, Raymond, 403, 418, 421
 Vetsuypens, Michael R., 336
 Vishny, R., 81n, 85-86, 88, 89n, 91, 93n, 95, 103
 Vivendi SA, 405
 Vodafone Air Touch (Reino Unido), 9, 404-405
 Volatilidad, del tipo de cambio frente a bonos, 367
 Volcker, Paul, 45
 Volkswagen AG, 236-237, 281
 VPA. Véase Modelo de valor presente ajustado (VPA)
 Vu, Joseph, 331, 336
 Volvo Motors, 236, 406

Ω

W. R. Grace Co., 84
 Wachovia Corp. 268
 Wahab, Mahmood, 374, 387
 Wal-Mart Stores, Inc., 17, 312
 Wal-Mart Stores (Reino Unido) Ltd., 405
 Wall Street Journal, 4, 8, 276, 308, 310, 322-323, 503
 Wars, Mark, 108-109
 Washington Mutual, 268
 Wasserfallen, Walter, 438n, 447
 Watkins, M. 386
 WEBS. Véase World Equity Benchmark Shares

Wedco Technology, Inc., 206
 Wei, John, 331, 336
 Weintraub, Sidney, 224
 Weisbach, M. S., 103
 Wells Fargo Bank, 268
 Wells Fargo & Co., 280
 Wells, Lous T., 410
 Wenchi, K. C., 336
 Werner, Helmut, 407
 Werner, I, 377, 387
 Westerfield, Randolph W., 21, 447, 460n, 466
 WestLB-Tricon Forfaiting Fund, 491
 Weston, James, 221
 Weston, John, 210
 Whaley, Robert, 183n, 184, 188

Wharton Econometric Forecasting Associates, 153
 Wharton School, University of Pennsylvania, 208, 378
 Wheatley, S., 372n, 386
 Wihlborg, Clas, 243
 Williamson Rohan, 103, 243
 Wilshire Associates, 84
 Wilson, Andrea, 508
 WorldCom, 9, 20, 78, 96-97
 World Equity Benchmark Shares (WEBS), 370, 375
 Wriston, Walter, 283

Ψ

Yang, Jiawen, 233, 243
 Yap, Karl Lester M., 494

Yeager Leland, 76
 Yen, 294-295
 Yeung, Bernard, 408, 421
 Ying-Wong Cheung, 122, 131
 York, Jerome, 84
 Yukos Oil (Rusia), 6

Z

Zedillo, Ernesto, 47
 Zeneca Group PLC, 405
 Zimmer, Steven, 426, 428n, 429n, 446
 Zingales, Luigi, 95, 96n, 97n, 102-103
 Zurich Allied AG, 405
 Zurich Versicherungs GmbH, 405

DIVISAS

Jueves 3 de marzo de 2005

Las medias de los tipos de cambio que se presentan a continuación se aplican a montos bancarios de un millón de dólares o más, cotizados a las 4 p.m., hora del este, por Reuters y otras fuentes. Las transacciones al menudeo proporcionan menos unidades de la divisa extranjera por dólar

País	Equivalente en \$ EU		Moneda por \$ EU	
	Jueves	Miércoles	Jueves	Miércoles
Arabia Saudita (real)	.2667	.2666	3.7495	3.7509
Argentina (peso) ^y	.3388	.3383	2.9516	2.9560
Australia (dólar)	.7830	.7836	1.2771	1.2762
Baharein (dinar)	2.6525	2.6524	.3770	.3770
Brasil (real)	.3735	.3791	2.6774	2.6378
Canadá (dólar)	.8037	.8068	1.2442	1.2395
a 1 mes	.8037	.8069	1.2442	1.2393
a 3 meses	.8043	.8074	1.2433	1.2385
a 6 meses	.8057	.8088	1.2412	1.2346
Chile (peso)	.001690	.001699	591.72	588.58
China (renminbi)	.1208	.1208	8.2765	8.2765
Colombia (peso)	.004267	.004295	2343.57	2328.89
Corea del Sur (won)	.0009965	.0009926	1006.54	1007.46
DEG	1.5248	1.5238	.6558	.6563
Dinamarca (corona)	.1761	.1765	5.6786	5.6657
E. Árabes Unidos (dirham)	.2723	.2723	3.6724	3.6724
Ecuador (dólar EU)	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Egipto (libra) ^y	.1722	.1722	5.8089	5.8062
Euro	1.3112	1.3136	.7627	.7613
Filipinas (peso)	.01822	.01827	54.885	54.735
Hungría (florín)	.00546	.005421	184.98	184.47
India (rupia)	.02290	.02290	43.668	43.668
Indonesia (rupia)	.0001076	.0001078	.9294	.9276
Israel (shekel)	.2304	.2307	4.3403	4.3346
Japón (yen)	.009498	.009554	105.29	104.67
a 1 mes	.009521	.009576	105.03	104.43
a 3 meses	.009596	.009627	104.50	103.87
a 6 meses	.009651	.009709	103.62	103.00
Jordania (dinar)	1.4114	1.4104	.7085	.7090
Kuwait (dinar)	3.4274	3.4245	.2990	.2990
Libano (libra)	.0006605	.0006605	1514.00	1514.00
Malasia (ringgit) ^b	.2632	.2632	3.7994	3.7994
Malta (lira)	3.0431	3.0491	.3286	.3280
México (peso)				
Tipo flotante	.0899	.0902	11.1185	11.0852
Noruega (corona)	.1595	.1600	6.2629	6.2500
Nueva Zelanda (dólar)	.7272	.7268	1.3751	1.3759
Hong Kong (dólar)	.1782	.1282	7.8003	7.8003
Paquistán (rupia)	.01685	.01685	59.347	59.347
Perú (nuevo sol)	.3066	.3065	3.2616	3.2626
Polonia (zloty)	.3333	.3334	3.0003	2.9994
Reino Unido (libra)	1.9077	1.9135	.5242	.5226
a 1 mes	1.9044	1.9101	.5251	.5235
a 3 meses	1.8983	1.9038	.5268	.5253
a 6 meses	1.8904	1.8959	.5290	.5275
Rep. Eslovaca (corona)	.03462	.03470	28.885	28.818
República Checa (corona)				
Tipo comercial	.04432	.04431	22.563	22.568
Rusia (rupia) ^a	.03606	.03605	27.732	27.739
Singapur (dólar)	.6140	.6152	1.6287	1.6255
Sudáfrica (rand)	.1676	.1694	5.9666	5.9032
Suecia (corona)	.1450	.1448	6.8966	6.9061
Suiza (franco)	.8470	.8520	1.1806	1.1737
a 1 mes	.8485	.8534	1.1786	1.1718
a 3 meses	.6517	.8568	1.1741	1.1671
a 6 meses	.8573	.8623	1.1665	1.1597

Equivalente en \$ EU
Moneda por \$ EU

País	Equivalente en \$ EU		Moneda por \$ EU	
	Jueves	Miércoles	Jueves	Miércoles
Tailandia (dólar)	.02600	.02608	38.462	38.344
Taiwán (dólar)	.03245	.03252	30.731	30.750
Turquía (nueva lira) ^d	.7800	.7785	1.2820	1.2845
Uruguay (peso)				
Financiero	.03900	.03910	25.641	25.575
Venezuela (bolívar)	.000466	.000521	2145.92	1919.39

Los Derechos Especiales de Giro (DEG) están basados en los tipos de cambio de las monedas de Estados Unidos, Reino Unido y Japón. Fuente: Fondo Monetario Internacional a-tipo del Banco Central de Rusia; b-tipo del gobierno; d-nueva base desde el 1 de enero de 2005; y-tipo flotante

DINERO

Jueves 3 de marzo de 2005

Las tasas de interés anuales de Estados Unidos y otros países que se presentan a continuación son una guía para los niveles generales pero no siempre representan las transacciones reales

Tasa prime: 5.50% (vigente el 02/02/05). La tasa base sobre préstamos corporativos ofrecida al menos por 75% de los 30 bancos más grandes del país.

Tasa de descuento (primaria): 3.50% (vigente el 02/02/05).

Fondos federales: 2.625% máximo, 2.470% mínimo, 2.500% cerca de oferta al cierre, 2.625% oferta. Tasa vigente: 2.51%. Fuente: Prebon Yamane (USA) Inc. Tasa meta fondos federales: 2.500% (vigente el 02/02/05).

A la vista: 4.25% (vigente el 02/02/05).

Papel comercial: Colocado directamente por General Electric Capital Corp.: 2.64% a 30-62 días; 2.73% a 63-89 días; 2.85% a 90-120 días; 2.91% a 121-149 días; 3.00% a 150-179 días; 3.07% a 180-209 días; 3.12% a 210-239 días; 3.18% a 240-266 días; 3.23% a 267-270 días.

Papel comercial euro: Colocado directamente por General Electric Capital Corp.: 2.06% a 30 días; 2.08% a dos meses; 2.10% a tres meses; 2.12% a cuatro meses; 2.14% a cinco meses; 2.16% a seis meses.

Papel comercial corredores: Pagarés no garantizados, de grado elevado, vendidos por medio de corredores de las principales casas de bolsa: 2.66% a 30 días; 2.76% a 60 días; 2.88% a 90 días.

Certificados de depósito: 2.69% a un mes; 2.91% a tres meses; 3.15% a seis meses.

Aceptaciones bancarias: 2.67% a 30 días; 2.78% a 60 días; 2.89% a 90 días; 2.95% a 120 días; 3.05% a 150 días; 3.14% a 180 días. Fuente: Prebon Yamane (USA) Inc.

Eurodólares: 2.71%-2.69% a un mes; 2.80%-2.78% a dos meses; 2.91%-2.89% a tres meses; 3.00%-2.95% a cuatro meses; 3.07%-3.04% a cinco meses; 3.16%-3.13% a seis meses. Fuente: Prebon Yamane(USA) Inc.

Libor (Tasa Interbancaria Ofrecida en Londres): 2.74563% a un mes; 2.9500% a tres meses; 3.200% a seis meses; 3.5700% a un año. Tasa vigente para contratos celebrados dos días antes de la fecha que encabeza esta columna.

Libor Euro: 2.1021% a un mes; 2.13344% a tres meses; 2.19600% a seis meses; 2.33513% a un año. Tasa vigente para contratos celebrados dos días antes de la fecha que encabeza esta columna.

Euribor (Tasas Interbancarias ofrecidas para el Euro): 2.102% a un mes; 2.135% a tres meses; 2.195% a seis meses; 2.336% a un año. Fuente: Reuters.

Tasas Primas Extranjeras: Canadá 4.25%; Banco Central de Europa 2.00%; Japón. 1.375%; Suiza 2.60%; Gran Bretaña 4.75%.

Certificados del Tesoro: Resultados de la subasta de certificados del gobierno de Estados Unidos a corto plazo, realizada el lunes 28 de febrero de 2005, vendidos con descuento de valor nominal en unidades de entre \$1 000 a \$1 millón: 2.715% a 13 semanas; 2.925% a 26 semanas. Subasta del martes 1 de marzo de 2005: 2.510% a 4 semanas.

Tasa de recompra al día siguiente: 2.48%. Fuente: Garban Inter-capital.

Freddie Mac: Rendimientos publicados sobre compromisos hipotecarios a 30 años. Entrega en un plazo de 30 días 5.53%, de 60 días 5.59%, para hipotecas estándar convencionales a tasa fija: 3.375%, tasa tope 2% hipotecas de tasa ajustable a un año.

Fannie Mac: Rendimientos publicados sobre compromisos hipotecarios (precio a la par) para entrega dentro de un plazo de 30 días 5.663%, de 60 días 5.712%, para hipotecas estándar convencionales a tasa fija. Índice Constante de Vencimiento de Deuda: 2.878% a tres meses; 3.124% a seis meses; 3.485% a un año.

Fondo de activos disponibles Merrill Lynch: 1.83%

Índice de precios al consumidor: enero, 190.7, 3.0% más que hace un año. Bureau of Labor Statistics

FUTUROS DE DIVISAS

Jueves 3 de marzo de 2005

	Inicial	Máximo	Mínimo	Cierre	Cambio	Plazo		Interés
						Máximo	Mínimo		abierto
Yen japonés (CME)-¥12 500 000; \$ por ¥								
Marzo	.9553	.9556	.9492	.9505	-.0049	.9885	.8873	128 958
Junio	.9628	.9628	.9565	.9576	-.0050	.9930	.9040	23 603
Vol. est. 42 196; Vol. miércoles 32 510; int. inicial 152 733 -898								
Dólar canadiense (CME)-CAD 100 000; \$ por CAD								
Marzo	.8096	.8075	.8002	.8046	-.0022	.8526	.7150	86 462
Junio	.8078	.8084	.8012	.8054	-.0023	.8495	.7150	8 742
Sept.	.8050	.8060	.8040	.8070	-.0023	.8490	.7160	1 370
Dic.	.8085	.8085	.8070	.8088	-.0023	.8515	.7480	766
Vol. est. 31 547; Vol. miércoles 18 889; int. inicial 97 375 +1 731								
Libra esterlina (CME)-£62 500; \$ por £								
Marzo	1.9121	1.9129	1.9046	1.9063	-.0056	1.9446	1.7321	78 706
Vol. est. 19 566; Vol. miércoles 15 190; int. inicial 80 754 +844								
Franco suizo (CME)-CHF 125 000; \$ por CHF								
Marzo	.8525	.8527	.8458	.8447	-.0051	.8892	.7853	58 881
Junio	.8571	.8574	.8507	.8522	-.0051	.8920	.7880	2 101
Vol. est. 20 232; Vol. miércoles 23 355; int. inicial 61 107 -849								
Dólar australiano (CME)-AUD 100 00; \$ por AUD								
Marzo	.7821	.7845	.7797	.7828	-.0002	.7945	.6400	91 185
Junio	.7760	.7791	.7746	.7775	-.0002	.7891	.6670	7 011
Sept.	.7720	.7730	.7729	.7726	-.0002	.7838	.6600	745
Vol. est. 12 053; Vol. miércoles 23 806; int. inicial 99 053 -5 046.898								

	Inicial	Máximo	Mínimo	Cierre	Cambio	Plazo		Interés
						Máximo	Mínimo		abierto
Peso mexicano (CME)-MXN 500 000; \$ por MXN								
Marzo	.09002	.09045	.08977	.08990	-.00007	.09050	.08200	98 990
Junio	.08900	.08900	.08837	.08845	-.00007	.08905	.08160	4 719
Vol. est. 17 106; Vol. miércoles. 10 751; int. inicial 104 533 +2.147								
Euro/US dólar (CME)- 125 000; \$ por								
Marzo	1.3136	1.3167	1.3098	1.3112	-.0025	1.3687	1.1363	159 822
Junio	1.3170	1.3193	1.3126	1.3140	-.0025	1.3699	1.1750	10 096
Sept.	1 3202	1.3225	1.3175	1.3182	-.0025	1.3711	1.1750	600
Vol. est. 85 606; Vol. miércoles. 112 457 int. inicial 171 598 +1 656								
Euro/US dólar (NYBOT)- 200 000; \$ por								
Marzo	1.3135	1.3153	1.310	1.3116	-.0023	1.3643	1.2780	543
Vol. est. 248; Vol. miércoles. 357; int. inicial 548 -12.								
Euro/Yen japonés (NYBOT)- 100 000; ¥ por								
Marzo	173.59	138.05	137.59	137.90	.43	140.94	132.74	14 765
Vol. est. 1 639; Vol. miércoles 546; int. inicial 16 746 +36								
Euro/Libra esterlina (NYBOT)- 100 000; £ por								
Marzo	.6879	.6892	.6879	.6880	.0008	.7140	.6871	5 399
Vol. est. 406; Vol. Miércoles 187; int. inicial 5 429 + 65								

OPCIONES DE DIVISAS

Martes 8 de marzo de 2005

PHILADELPHIA EXCHANGE

	Compra	Venta
Euro		133.39
62 500 Euro-centavos por unidad		
120 Marzo	13.42	—
126 Marzo	—	.03
126 Junio	—	.26
126 Sept.	—	.73
130 Marzo	3.43	.03
130 Junio	4.59	.94
130 Sept.	—	1.81
130 Dic.	6.76	2.43
Yen japonés		95.80
6 250 000 Yen J-centésimas de centavo por unidad		
95 Marzo	.97	.05
95 Junio	—	1.04
95 Sept.	—	1.48
96 Marzo	.31	.39
96 Junio	2.00	1.53
96 Sept.	3.22	1.96
96 Dic.	—	2.21
97 Marzo	.05	—
97 Junio	1.53	2.05
97 Sept.	2.08	2.47
97 Dic.	—	2.07

Fuente: Precios medios calculados con base en cotizaciones de compra-venta de Bloomberg el martes 8 de marzo de 2005.

