

X Congreso de Administración del Centro de la República. VI Congreso de Ciencias Económicas del Centro de la República. VII Encuentro Internacional de Administración del Centro de la República. Instituto Académico Pedagógico de Ciencias Sociales | Escuela de Ciencias Económicas | Secretaría de Internacionalización UNVM, Villa María, 2021.

“EVALUACION DE PROYECTOS DE INVERSION EN PANDEMIA. ACERCAMIENTO A SU PROBLEMÁTICA EN LAS PYMES ARGENTINAS”.

Alex Andrés Padovan.

Cita:

Alex Andrés Padovan (2021). *“EVALUACION DE PROYECTOS DE INVERSION EN PANDEMIA. ACERCAMIENTO A SU PROBLEMÁTICA EN LAS PYMES ARGENTINAS”*. X Congreso de Administración del Centro de la República. VI Congreso de Ciencias Económicas del Centro de la República. VII Encuentro Internacional de Administración del Centro de la República. Instituto Académico Pedagógico de Ciencias Sociales | Escuela de Ciencias Económicas | Secretaría de Internacionalización UNVM, Villa María.

Dirección estable:

<https://www.aacademica.org/xcongresodeadministraciondelcentrodelarepublica/48>

ARK: <https://n2t.net/ark:/13683/enkY/zth>



Esta obra está bajo una licencia de Creative Commons.

Para ver una copia de esta licencia, visite

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.es>.

Acta Académica es un proyecto académico sin fines de lucro enmarcado en la iniciativa de acceso abierto. Acta Académica fue creado para facilitar a investigadores de todo el mundo el compartir su producción académica. Para crear un perfil gratuitamente o acceder a otros trabajos visite: <https://www.aacademica.org>.

*X Congreso de Administración del Centro de la República. VI Congreso de Ciencias
Económicas del Centro de la República. VII Encuentro Internacional de
Administración del Centro de la República*

Universidad Nacional de Villa María (Córdoba)

TITULO PONENCIA

***“EVALUACION DE PROYECTOS DE INVERSION EN PANDEMIA.
ACERCAMIENTO A SU PROBLEMÁTICA EN LAS PYMES ARGENTINAS”***

LINEA TEMATICA

7. La gestión de las Pymes frente a los nuevos escenarios.

AUTOR:

Mg. PADOVAN, Alex A. – Guayaquil 514 - Rosario (CP 2000) - Santa Fe – Universidad
Abierta Interamericana Sede Rosario. Mail: cp.alex.padovan@gmail.com

PALABRAS CLAVES: Incertidumbre, herramientas financieras, PYMES

RESUMEN

La economía argentina se ha caracterizado históricamente por sucesivos periodos de inestabilidad marcada en las principales variables macroeconómicas lo que suscita la generación de un contexto volátil donde la incertidumbre enmarca cualquier toma de decisión económica y financiera. Este contexto se ha visto amplificado a partir de la declaración de pandemia por el avance del virus Covid-19, redundando en numerosas dificultades para las empresas Pymes argentinas al momento de poder planificar y evaluar sus proyectos de inversión.

El objetivo de esta ponencia es enumerar los principales desafíos con los cuales se enfrentan los empresarios Pymes a la hora de tomar decisiones de inversión y desarrollar algunas herramientas financieras disponibles para morigerar el impacto sobre la

rentabilidad financiera del negocio y tener la posibilidad de transitar el contexto de pandemia con éxito.

INTRODUCCION

Las empresas se enfrentan asiduamente con la necesidad de analizar proyectos de inversión, decidiendo embarcarse en un proceso integral absolutamente enriquecedor, tanto para la empresa como para sus titulares, directores y profesionales intervinientes. Este proceso produce la creación de valor permitiendo identificar cuáles son las variables claves del proyecto bajo estudio y plantear distintos escenarios futuros para medir el impacto sobre su rentabilidad económica, financiera y, en definitiva, sobre su capacidad para agregar valor a la empresa.

Sin embargo, este proceso carrea, particularmente en contextos de incertidumbre como el que habitualmente presenta nuestro país, ciertos inconvenientes al momento de aplicar los modelos financieros comúnmente sugeridos para la determinación del costo del capital y el valor de un proyecto.

A lo largo de este artículo, intentaré desarrollar dicha problemática y presentar distintos herramientas financieras útiles para lograr una correcta evaluación del negocio..

INCERTIDUMBRE. SUS CARACTERISTICAS

La economía argentina se ha caracterizado históricamente por la volatilidad y fragilidad de sus principales variables macroeconómicas, incluyendo dentro de dicho conjunto a la variación del Producto Bruto Interno, el Tipo de Cambio, la Tasa de Inflación y la Tasa de Interés de referencia.

Esta situación genera un contexto inestable y sumamente desafiante para el crecimiento de las Pymes en nuestro país, en muchos casos, impidiendo su desarrollo y deteriorando fuertemente la capacidad de generación de rentabilidad y creación de valor.

Analizando de manera paulatina cada una de las variables arriba mencionadas y su evolución y situación actual, permite ir comprendiendo el efectivo nocivo que generan en la consecución de un crecimiento sostenible de la economía Pyme.

En primer lugar, con respecto a la variación del Producto bruto interno (PBI), la Argentina se caracteriza por sus vaivenes y ciclos con mucha dispersión en el comportamiento del PBI, recorriendo períodos de crecimiento a “tasas chinas” como podríamos definir a los años 2003 a 2007 y etapas de estancamiento o recesión, redundando en fuertes caídas de la actividad económica, situación que se observa desde 2008 al presente. Esto plantea para las Pymes la imposibilidad de estimar razonablemente la demanda futura sobre sus productos y servicios, dificultando la construcción de resultados económicos y financieros proyectados, todo lo cual lleva al empresario Pyme, en muchas ocasiones, a decidir la ejecución de sus proyectos de inversión basándose en el factor “intuición”, lo cual se traduce a posteriori en situaciones de estrangulamiento financiero producto del descalce de fondos generados por la decisión y en la consecuente destrucción de valor para la Pyme, hecho que, a todas luces, se evitaría con una correcta y oportuna formulación y evaluación del proyecto involucrado en la decisión. Veremos en el próximo apartado de este trabajo como utilizar el Análisis de Escenarios para intentar resolver este limitante.

En segundo lugar, respecto al comportamiento del Tipo de Cambio, claramente encontramos aquí otra variable cuya evolución impacta notoriamente en el escenario económico para las Pymes. Nuestro país no ha logrado todavía contar con una moneda de curso legal que sea visualizada por los agentes económicos como resguardo de valor y ello genera constantes presiones sobre el tipo de cambio, lo cual para un país con inconvenientes estructurales para generar ingresos de divisas presupone la generación de crisis cambiarias que, históricamente han culminado con procesos devaluatorios de la moneda local. Esto plantea para las Pymes una dificultad importante para poder analizar y definir inversiones en Bienes de capital o insumos dolarizados, a raíz de no poder estimar con certeza el importe en pesos que deberán afrontar oportunamente.

En tercer lugar, respecto a la Tasa de Inflación, encontramos en este punto, otra variable macroeconómica cuyo comportamiento influye negativamente en el desempeño económico y financiero de la Pyme, sobre todo en cuanto a la compresión de sus márgenes de rentabilidad. Es honesto mencionar que nuestro país convive desde hace más de una década con niveles de inflación superiores al 20/25%, lo que conlleva un deterioro del poder adquisitivo de la moneda local y por añadidura, una distorsión de los precios relativos de la economía. Esto afecta a la Pyme producto del incremento sobre sus costos

fijos, situación que redundará en una desmejora de sus márgenes bruto y operativo, dado que no siempre pueden trasladar a precios dichos incrementos.

En último lugar, debemos mencionar a la variable del nivel de Tasa de Interés de referencia de la economía. Claramente nuestro país no cuenta con un mercado bancario y de capitales profundo, lo cual repercute en la escasez de financiamiento para las pymes a la hora de analizar alternativas para cubrir los requerimientos de inversión de sus proyectos, máxime en un contexto donde el nivel de tasas de interés es una variable de política monetaria a través de la cual el Banco Central de la República Argentina busca contener las demandas inflacionarias y cambiarias. Esto ha generado un encarecimiento del crédito y un corrimiento del sector privado de la oferta de crédito, repercutiendo en el costo del financiamiento para la Pyme, que en muchas ocasiones se torna antieconómico y produce una situación de desventaja financiera, destruyendo valor para la misma.

BREVE ABORDAJE DEL MODELO UTILIZADO PARA EVALUAR UN PROYECTO DE INVERSION

Para evaluar un proyecto de inversión, se necesita conocer su flujo de caja, el tiempo de duración del proyecto (horizonte de inversión) y la tasa de descuento o costo de oportunidad del capital (posibilidad de invertir en otra alternativa de riesgo y rendimiento comparables), de forma de llevar el flujo de efectivo a valor presente.

El modelo de Flujo de Fondos descontados (en adelante “El modelo DCF”), representa la herramienta más eficiente para determinar la capacidad de agregar o destruir valor de un proyecto de inversión para sus titulares.

Los principales aspectos que deben abordarse y determinarse bajo este modelo, son los siguientes:

a- Métodos de valuación

Implica determinar el flujo de efectivo de la empresa aplicando las distintas medidas, a saber (Van Horne, 2000):

- Free cash flow o flujo de efectivo libre (en adelante “FCF”);
- Capital cash flow o flujo de efectivo de la firma (en adelante “CCF”);
- Equity cash flow o cash flow del accionista (en adelante “ECF”);

- Adjusted present value o valor presente ajustado (en adelante “APV”);

En líneas generales, el FCF representa el flujo de fondos que genera la empresa, independientemente de cómo es financiada, es decir, considerando el supuesto que la compañía se financia enteramente con capital propio, lo cual lleva a detraer el impacto fiscal del endeudamiento.

El CCF, por su parte, puede definirse como el flujo de fondos total para los inversores, considerando los dividendos para los accionistas y los cambios en el nivel de deuda e intereses para los obligacionistas. Cabe destacar que el CCF puede obtenerse partiendo del FCF y sumando a éste el efecto del ahorro fiscal.

En penúltimo lugar, el ECF, representa el flujo de efectivo residual de la empresa, luego de que se han abonado los intereses y los impuestos

Por último, el APV se define como el descuento del flujo de fondos libre de la compañía con el rendimiento exigido a una empresa no apalancada, es decir, financiada íntegramente con capital propio, sumado al valor presente del ahorro fiscal por endeudamiento.

b- Horizonte de la proyección

La proyección del flujo de fondos involucra dos períodos: un período explícito (normalmente entre 5 y 10 años) y el valor de la continuidad, conocido como valor terminal (López Dumrauf, 2010), el cual se comentará en el próximo apartado.

c- Valor terminal

Representa el valor presente de los flujos de efectivo perpetuos que comienzan un año después de la fecha definida como fin del período que sigue a la finalización del período explícito.

d- Costo de Capital

El costo de capital representa la tasa de rendimiento requerida por los titulares a los fines de descontar los flujos de fondos proyectados de la empresa (Pereiro y Galli, 2000).

Refleja el costo de oportunidad asumidos por los accionistas, considerando el grado de apalancamiento y el riesgo inherente al negocio.

PROBLEMAS INHERENTES AL MERCADO ARGENTINO

El contexto argentino presenta características particulares que configuran un entorno incierto para el desarrollo de una modelización financiera de determinación de valor de un proyecto de inversión. Esto amerita plantearse distintas cuestiones que deben ser definidas por los profesionales y titulares intervinientes, con el objetivo de medir el efecto sobre las proyecciones del negocio bajo análisis. Entre estos aspectos se destacan:

a- Consideración de la inflación y el tipo de cambio

La cuestión a considerar al momento de determinar si se utilizan cifras nominales o cifras constantes, radica en la coherencia en el tratamiento de la inflación. Esto obliga, a que si los flujos de efectivo se estiman en moneda constante, la tasa de oportunidad aplicada para descontar dichos flujos debería ser una tasa de interés real, es decir, considerando los efectos de la inflación.

Es recomendable utilizar flujos nominales, ya que obligan a establecer pronósticos de cantidades y evolución de precios, tornando necesario realizar posteriores chequeos de consistencia (López Dumrauf, 2010).

Por otro lado, también se encuentra vigente la discusión sobre la utilización de flujos de fondos en moneda local o en moneda extranjera, principalmente el dólar de Estados Unidos, planteo que puede ser subsanado, por una parte, estimando el flujo de fondos y el costo de capital en moneda doméstica y agregando a este último una prima por el diferencial entre la tasa de inflación doméstica respecto a la tasa de inflación de Estados Unidos, o bien, por otra manera, estimando el flujo de fondos y el costo de capital directamente en moneda extranjera.

La primera alternativa permite a la empresa trabajar con las premisas de cantidades y precios que elaboran en forma cotidiana, mientras que la segunda, implica estimar los flujos en la moneda doméstica y luego su conversión al tipo de cambio esperado para

cada año, aplicando normalmente la Teoría de Paridad de la Tasa de Interés¹. Posteriormente, dicho flujo de fondos, requiere ser descontado con un costo de capital medido en moneda extranjera.

Si bien ambas alternativas deben conducir a los mismos resultados, la proyección de los flujos de fondos en dólares posee ciertas ventajas, dado que tiene en cuenta el momento en que se cobrarán los pesos para su posterior conversión a USD, evitando errores de sobreestimación y, adicionalmente obliga a la empresa a realizar chequeos de consistencia: tipo de cambio real implícito en la proyección, tasas de interés domésticas frente a tasas de interés en dólares, tasas de crecimiento real frente al crecimiento proyectado en cantidades y precios en las ventas de la compañía (Lopez Dumrauf, 2010).

b- Ausencia de valores de mercado en las valuaciones

En Argentina, la mayoría de las transacciones de compraventa involucran empresas de capitales privados cerrados redundando en la ausencia de valores de mercado, necesarios para estimar un coeficiente Beta² y utilizar un modelo para la estimación de la tasa de rendimiento requerida por los accionistas y el posterior cálculo del costo de capital promedio de la compañía .

Una de las soluciones más aceptadas en la doctrina financiera consiste en utilizar la técnica del comparable, mediante el cual se deben elegir empresas comparables, con un perfil similar a la empresa a valorar, que efectúen oferta pública de sus títulos valores en mercados de valores de la región (Lopez Dumrauf, 2010 & Pereiro y Galli, 2000).

c- Introducción del Riesgo País

La introducción del riesgo país en la tasa de descuento a utilizar, supone implícitamente, que los riesgos que afectan a la compañía son similares a los de bonos soberanos del país en donde opera.

¹ La Teoría de Paridad de la Tasa de Interés nos dice que el tipo de cambio futuro será igual al tipo de cambio actual multiplicado por el rendimiento marginal de un bono soberano en pesos por sobre un bono soberano en dólares, a saber: $TC \text{ futuro} = TC \text{ actual} \times (1+i\$) / (1+iUSD)$

² El Beta de un activo mide el grado de correlación entre el rendimiento de ese activo en cuestión y el rendimiento promedio del portafolio del mercado

La consideración del riesgo país en la tasa de descuento, debería contemplar la tasa implícita que los inversores demandan de un bono soberano cuando se percibe riesgo de default y una quita de capital futuro, como así también, el promedio del indicador durante un período prolongado de tiempo, por ejemplo diez años, evaluando estos aspectos detenidamente, a los fines de optar por incorporar el riesgo país de un momento determinado al cálculo de la tasa de descuento.

d- Beta de parámetros cualitativos

El coeficiente Beta es un indicador estadístico que permite captar la volatilidad del sector donde se va a desarrollar el proyecto, logrando medir su incidencia dentro de la tasa de descuento del proyecto, de manera de que la misma refleje, no solamente el riesgo de mercado, sino puntualmente, el riesgo del sector y del propio proyecto.

Como alternativa, ante el inconveniente ya comentado de la ausencia de valores de mercado, se puede trabajar la Beta de Parámetros Cualitativos, que responde a una nueva corriente en la doctrina financiera relacionada a la construcción de la Beta asignando valor a una serie de parámetros cualitativos, que se valúan de 1 a 5, se ponderan y, a partir de la suma, se obtiene el coeficiente:

		RIESGO					Riesgo ponderado	
		Bajo	Normal	Notable	Alto	Muy alto		
		1	2	3	4	5		
25	N	Negocio: Sector/producto					5	1.25
10	O	Apalancamiento operativo					1	0.40
10	D	Directivos					2	0.10
5	E	Exposición a otros riesgos (ej. divisas)						0.10
15	R	Riesgo país					4	0.60
5	F	Flujos, Estabilidad					3	0.15
15	E	Endeudamiento asignado						0.30
5	L	Liquidez de la inversión						0.25
5	A	Acceso a fuentes de fondos					3	0.15
2	S	Socios					4	0.08
3	E	Estrategia					4	0.12
100							3.50	

e- Mayoría de empresas familiares

Por último, dentro de las problemáticas que se suscitan en el contexto local, es imposible dejar de soslayar las particularidades que se observan en empresa PYMES familiares, la cual representan el corazón del entramado productivo argentino. Al momento de analizar

información de índole económica y financiera, es común identificar cuestiones que afectan la adecuada evaluación de un proyecto, como ser:

- Cuando la dirección no está separada de la propiedad y esto afecta directamente en los flujos de fondos.
- Cuando no está diferenciado el patrimonio y gastos familiares y el necesario para las operaciones de la empresa (inmuebles, marcas, etc.)
- Cuando algunos costos no se correlacionan con encuestas de mercados (sueldos, alquileres, etc.)
- Balances Fiscales- Planes de cuentas defectuosos
- Posiciones gerenciales redundantes o vacantes
- Dividendos encubiertos

HERRAMIENTAS UTILES PARA SUPERAR LOS OBSTACULOS

En este capítulo, introduciremos al lector algunas herramientas financieras que permitirán morigerar (o en algún caso, eliminar) el riesgo subyacente al operar en contextos de incertidumbre en Argentina.

En primera medida, es menester abordar el Análisis de Escenarios como herramienta para atenuar el efecto que suscita la volatilidad del PBI en las proyecciones económicas de la empresa. Los cambios en las variables macroeconómicas producen modificaciones en los indicadores económicos y en el flujo de fondos de las empresas, por lo que es indispensable a la hora de construir presupuestos y proyecciones que la Pyme sensibilice las mismas bajo el marco de un esquema de Escenarios Ponderados, esto es, determinar las características, el comportamiento y el valor que se estiman tendrán a futuro las principales variables económicas y asignarles una ponderación en base a su probabilidad de ocurrencia. De esta manera, las proyecciones que realice la Pyme no quedarán enteramente condicionadas y sustentadas en un único contexto a futuro sino que estarán en condiciones de absorber los cambios que se puedan suscitar, buscando siempre ponderar en mayor medida escenarios desfavorables. (Lopez Dumrauf, 2010).

En segunda medida, se presenta a continuación otra herramienta de vital importancia para la Pyme a los fines de mitigar y, puntualmente, en esta cuestión eliminar el riesgo cambiario. Es notorio como el deterioro de la moneda local frente a monedas extranjeras, principalmente el Dólar de Estados Unidos, repercute negativamente en las inversiones de Bienes de Capital que las Pymes precisan para sostener o mejorar su capacidad productiva, en virtud de no poder presupuestar con certeza qué valor deberán afrontar en moneda local para dicha inversión.

Los contratos de Dólar Futuro que se negocian en el Mercado de Futuros de Rosario y Buenos Aires (en adelante Matba/Rofex)³ y permiten a los participantes realizar operaciones de coberturas sobre sus flujos de fondos a partir de la compra o venta de dichos contratos en las distintas posiciones ofrecidas. Como características generales, se puede mencionar que se trata de contratos estandarizados, en donde cada uno equivale a USD 1.000 y se negocian para cada uno de los próximos doce meses calendario, resolviéndose por liquidación de diferencias. Por lo tanto, una Pyme que precise eliminar el riesgo cambiario sobre su flujo de fondos, producto por ejemplo, de la concertación de una operación de importación puede acceder a este mercado a cubrir la cantidad de dólares que requiere disponer y de esa manera, otorgar certeza a sus proyecciones financieras.

Adicionalmente, en situaciones donde la Pyme deba incorporar el tipo de cambio dentro de sus modelos financieros, se puede recurrir a la Teoría de Paridad de Tasas de Interés, por la cual, como establece Van Horne se puede estimar el tipo de cambio futuro de una moneda respecto a otra, tomando el tipo de cambio actual multiplicado por el rendimiento marginal de un bono soberano en pesos por sobre un bono soberano en dólares, a saber:

$$TC_{futuro} = TC_{actual} \times (1+i_{\$}) / (1+i_{USD}).$$

En tercera medida, a raíz del efecto negativo sobre los márgenes bruto, operativo y neto que provocan los escenarios inflacionarios recurrentes de nuestro país, es oportuno presentar en este punto dos herramientas útiles para evaluar el resultado que tendría sobre el Resultado Operativo y el Resultado Neto, variaciones en el nivel de ventas de la Pyme: Leverage Operativo y Leverage Financiero.

³ Fundado en 2019, Matba Rofex nace de la fusión de dos mercados de tradición centenaria en la operatoria de futuros y opciones en Argentina, el Mercado a Término de Buenos Aires S.A. y ROFEX S.A.

Se define al *Leverage Operativo* como una herramienta de sensibilidad que muestra como cambia el resultado operativo cuando se producen cambios en el nivel de ventas representando el "efecto palanca" sobre los resultados operativos, como consecuencia de la existencia de costos fijos. Matemáticamente se puede obtener de la siguiente manera: $LOP = \text{Contribución marginal} / \text{Resultado Operativo}$. De esta forma, utilizando esta herramienta la Pyme puede conocer el impacto probable en su margen operativo como consecuencia de una variación en la facturación, por ejemplo, por adecuación de lista de precios por inflación. Paralelamente, el mismo autor define al *Leverage Financiero* como la herramienta que muestra como cambia el resultado neto (o rentabilidad del capital propio) cuando se utiliza financiamiento ajeno, representando, en este caso, el "efecto palanca" sobre el resultado neto, como consecuencia de la existencia de costos fijos por intereses financieros. Matemáticamente se obtiene de la siguiente manera: $LF = \text{Resultado Operativo} / (\text{Resultado Operativo} - \text{Intereses})$. (Lopez Dumrauf, 2010).

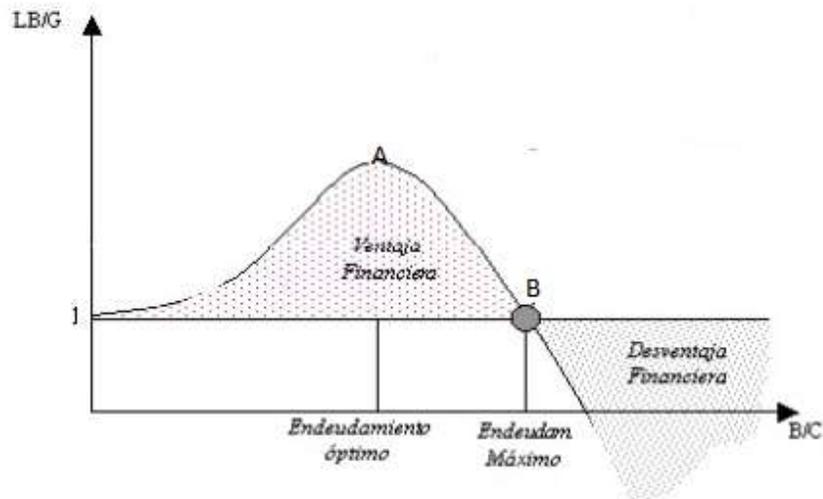
Por lo expuesto anteriormente, la combinación de ambas herramientas permite a la Pyme estimar como responderían sus márgenes operativo y neto ante modificaciones en el volumen de facturación.

En última medida, se presenta una herramienta interesante para medir la calidad del financiamiento que toma la Pyme: el *Leverage de Balance General (LBG)*. Conceptualmente esta herramienta indica el cuanto cambia la rentabilidad financiera (o Rentabilidad del capital propio) en virtud de una nueva toma de deuda, con respecto a una situación previa sin endeudamiento, manteniendo constante el resultado operativo.

Desde una óptica matemática, el LBG puede obtenerse a partir de:

$$LBG = ((\text{Resultado Operativo} - \text{Intereses}) / \text{Resultado Operativo}) \times (\text{Activo} / \text{PN});$$

Es interesante entender la herramienta desde una perspectiva gráfica, a saber:



Del análisis gráfico, puede entenderse que, en un primer momento, a medida que la Pyme va incorporando deuda a su estructura patrimonial, se va desarrollando una situación de “Ventaja financiera”, por la cual el rendimiento operativo que genera el nuevo financiamiento supera su costo, teniendo como punto máximo (punto A) el punto de endeudamiento óptimo, en el cual la ventaja financiera se amplifica. Sin embargo, a medida que la Pyme continúa incrementando su nivel de endeudamiento, esa ventaja comienza a evaporarse (punto B endeudamiento máximo) y se transforma en una situación de Desventaja Financiera, por la cual el costo de la deuda supera el rendimiento operativo que la Pyme logra con su incorporación. En síntesis, esta herramienta permite medir la conveniencia o no, en términos de generación de valor para la Pyme, de una decisión de financiamiento con deuda.

CONCLUSIONES

La evaluación de proyectos de inversión en el mercado argentino, presupone una tarea que requiere sortear distintos inconvenientes, los cuales han sido descriptos a lo largo de este artículo. Se ha intentado presentar en forma concreta distintos aspectos que se suscitan a partir de contexto de incertidumbre presente en nuestra economía y los procedimientos y métodos empleados mayoritariamente por la doctrina financiera, haciendo hincapié en la determinación de la beta, la inclusión del riesgo país en la tasa de descuento, la inflación y el tipo de cambio.

Dadas las controversias que se generan dentro del marco de un proceso de valuación en empresas argentinas, se reconoce un amplio margen para optimizar y perfeccionar las

estimaciones de aspectos complejos asociadas a las técnicas de valuación existentes en la actualidad.

BIBLIOGRAFIA

- Lopez Dumrauf, G. (2010). **Finanzas corporativas. Un enfoque latinoamericano.** Editorial Alfaomega

- Pereiro, L. y Galli, M. (2000). **La determinación del Costo de Capital en la valuación de empresas de capital cerrado: una guía práctica.** Trabajo de investigación conjunto entre Universidad Torcuato di Tella y el Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas

- Van Horne, J. (2000) - **Administración Financiera.** 10ª Edición.; Editorial Prentice Hall; México.