

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA**

**CARRERA DE POSGRADO
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS**

Tema: Riesgo país y su incorporación en la valuación de empresas.

Autor: Jure Martín Ivancich.

Director: Dr. Guillermo López Dumrauf.

06/11/2018

Resumen:

El objetivo del trabajo es presentar el debate acerca de la conveniencia de la inclusión del riesgo país en el flujo o en la tasa de descuento de un proyecto, valorado según la metodología del Discounted Cash Flow.

Cómo incluir el riesgo divide a los valuadores en dos grupos. Se llamarán “académicos” a quienes sostienen que el riesgo debe ser tenido en cuenta en el flujo de caja y “prácticos” a quienes argumentan que es conveniente hacerlo en la tasa de descuento.

Se realizará entonces un recorrido por los fundamentos que cada grupo expone así como un análisis de las principales virtudes y dificultades que presentan.

Será tarea de un trabajo de tesis la puesta en práctica de ambas posturas.

Palabras clave:

Riesgo país: nivel general de incertidumbre política, financiera y económica que afecta el valor de los bonos y acciones de un país. Generalmente, el riesgo país se mide mediante el EMBI (Emerging Markets Bond Index), creado por JP Morgan Chase, calculado en base a la diferencia de tasas de interés que rinden los bonos denominados en dólares emitidos por países subdesarrollados y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados libres de riesgo. Este diferencial se expresa en puntos básicos. A mayor riesgo, mayor diferencial.

Valuación: proceso de cálculo del valor razonable de un negocio, siendo éste aquel que surge del análisis detallado de los flujos de ingresos futuros. Las técnicas generalmente aceptadas para la valuación son tres y se denominan: a) enfoque de ingresos, b) enfoque de mercado y c) enfoque de costos. La naturaleza y las características de la empresa y el objetivo del trabajo indican cual es más aplicable.

Flujo de fondos: reporte de entrada y salida de dinero de una organización durante un período de tiempo.

Tasa de descuento: costo del capital que se aplica para determinar el valor presente de un flujo de fondos. El método generalmente utilizado es el del costo promedio ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés).

Índice:

1. Introducción	3
A. Objetivo de la valuación de empresas	3
B. Relevancia del tema	3
C. Cómo valorar un proyecto	5
a. Metodologías	5
b. Enfoque de ingresos	5
D. Tasa de descuento	7
a. Supuestos del CAPM	8
b. Ventajas del CAPM	9
c. Desventajas del CAPM	10
d. Conclusión acerca del CAPM	11
E. Valuación en ambientes con riesgos	11
a. Manejo de tipos de cambio e inflación con los mercados desarrollados	13
b. Factorización de la inflación en el análisis financiero histórico y el flujo proyectado	13
c. Incorporación de riesgos financieros	14
2. Debate	15
A. Académicos	16
a. Costo de capital en economías emergentes	17
b. Componentes del costo del patrimonio en economías emergentes	18
i. Tasa libre de riesgo	18
ii. Beta	19
iii. Prima de riesgo de mercado	19
iv. Costo de la deuda	20
v. WACC	20
B. Prácticos	21
a. Antecedentes	21
b. Facilidad de aplicación	22
c. Conservadurismo	23
d. Pasos a seguir	23
i. Costo de la deuda	24
ii. ¿Qué riesgo país tomar?	24
iii. Límites a la inclusión de la prima por riesgo país	26
iv. Riesgo país y distintas industrias	27
3. Conclusiones acerca de la teoría	29
A. Bibliografía	30
a. Sitios web de referencia para datos e informes financieros	32

1. Introducción

El objetivo del trabajo es presentar el debate acerca de la conveniencia de la inclusión del riesgo país en el flujo o en la tasa de descuento de un proyecto, valorado según la metodología del Discounted Cash Flow (DCF) -o flujo de caja descontado-.

La relevancia del tema radica en la continua actividad de fusiones y adquisiciones que se dan en distintos países cuyas condiciones macroeconómicas difieren y que deben ser capturadas en la valuación de un proyecto.

La manera de materializar estos riesgos divide a los valuadores en dos grupos. Siguiendo a Sabal, J. (2013), llamaremos “académicos” a quienes sostienen que el riesgo debe ser tenido en cuenta en el flujo de caja y “prácticos” a quienes argumentan que es conveniente hacerlo en la tasa de descuento.

Se realizará entonces un recorrido por los motivos que indica cada grupo oportunos para sostener su teoría. Será tarea de un trabajo de tesis llevar estas ideas a la práctica y desde allí brindar una postura profesional.

A. Objetivo de la valuación de empresas

El objetivo de la valuación de empresas es calcular el *Valor Razonable* de un negocio. Llamaremos valor razonable a aquel que surge del análisis detallado de los flujos de ingresos futuros actualizados a valor presente. Puede diferir respecto al valor de mercado, ya que cuestiones de liquidez o particularidades en procesos de negociación podrían ocasionar diferencias entre el valor estimado y el precio de transacción.

Si bien en el estudio de los ingresos de caja que el proyecto es capaz de generar se intenta alcanzar la mayor objetividad posible, al incorporar proyecciones de crecimiento, tipo de cambio, inflación, tasas de interés, impuestos y riesgos típicos del ambiente, la opinión personal del valuador es imposible de eludir. Por lo que, al fin de cuentas, la valuación de empresas queda sujeta a la visión de quien realice el trabajo. Siempre que la misma no pierda de vista lo que muchos valuadores denominan “sentido común”, el valor razonable estimado será aceptable bajo los parámetros considerados.

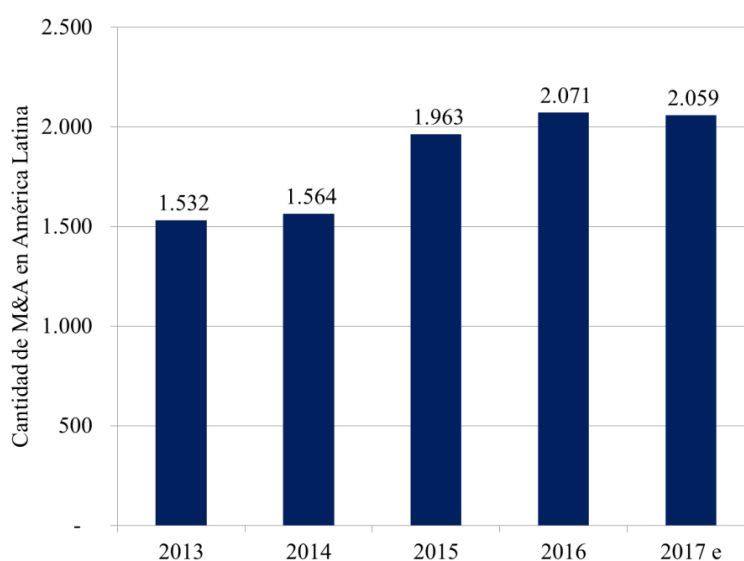
B. Relevancia del tema

En un mundo económicamente integrado, con negocios que se transforman y otros tantos que nacen, las decisiones de inversión se complejizan. Bekaert, G. y Harvey, C.R. (2000) advertían que las reformas iniciadas por las economías emergentes en pos de liberalizar mercados desde fines de los años 80 conllevaban un nuevo escenario global. Hoy las nuevas tecnologías, formas de comunicación y acceso a la información permiten pensar en empresas que trascienden las fronteras políticas. Así, automotrices multinacionales suelen separar la producción de partes de sus autos en distintos lugares del planeta de acuerdo a cuestiones de costo. En Argentina, compañías extranjeras dedicadas al desarrollo de las energías renovables buscan concretar joint-ventures con PyMES locales para la fabricación de molinos eólicos o trackers solares. En la industria

de telecomunicaciones, de gran crecimiento, se observa un número importante de fusiones y adquisiciones, como la reciente adquisición de Telecom en manos de Grupo Clarín. Por otro lado, el e-commerce aumenta de manera exponencial, a tal punto que Amazon desembarca para competir con Mercado Libre.

El estudio especializado en finanzas Transactional Track Record, contabiliza en América Latina un total de 2.071 fusiones y adquisiciones en 2016 y un estimado de 2.059 transacciones para 2017. Ambos números se encuentran significativamente por encima de las 1.532 operaciones registradas en 2013.

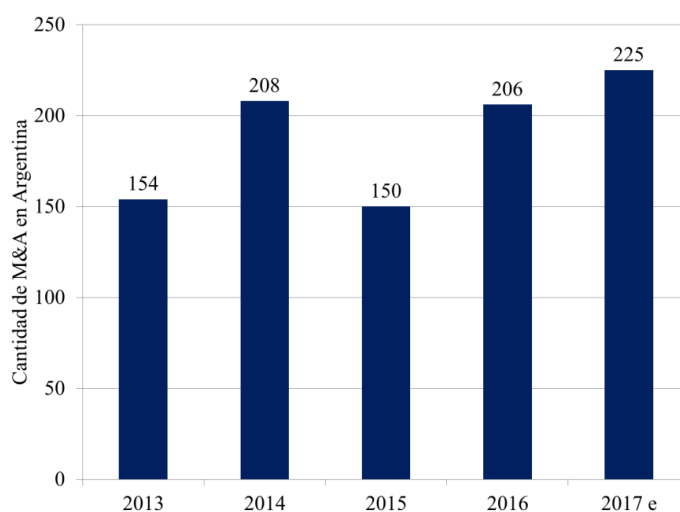
Evolución Fusiones y Adquisiciones en América Latina 2013-2017



Fuente: Transactional Track Record.

Más importante ha sido en los últimos años el incremento en el número de fusiones y adquisiciones registradas en Argentina, donde aumentaron 37% en 2016 respecto a 2015 y se espera que lo hagan en un 9% para 2017 comparado con 2016.

Evolución Fusiones y Adquisiciones en Argentina 2013-2017



Fuente: Transactional Track Record.

C. Cómo valorar un proyecto

a. Metodologías

Los enfoques generalmente aceptados para la valoración se denominan comúnmente:

1. Enfoque de ingresos.
2. Enfoque de mercado.
3. Enfoque de costos.

La naturaleza y las características de la empresa y el objetivo del compromiso indican qué enfoque es más aplicable a efectos de valoración.

Enfoque de ingresos: El enfoque de ingresos, que más comúnmente incorpora el uso del método de flujo de efectivo descontado, se centra en la capacidad de producción de ingresos de la empresa incorporando las características operativas específicas en cuestión en un análisis prospectivo. Adicionalmente, se hace una evaluación de una tasa de descuento ajustada al riesgo apropiada para aplicar a las estimaciones del flujo de caja.

Enfoque de mercado: Dos metodologías comúnmente aplicadas en el enfoque de mercado son la empresa comparable y los métodos de transacciones similares. El método de la empresa comparable se centra en la comparación del perfil de riesgo de la empresa en cuestión y las perspectivas de crecimiento para seleccionar compañías negociadas públicamente de forma razonablemente similar. En el método de transacciones similares, se consideran los precios pagados en transacciones recientes que han ocurrido en la industria de la empresa en cuestión o en industrias relacionadas.

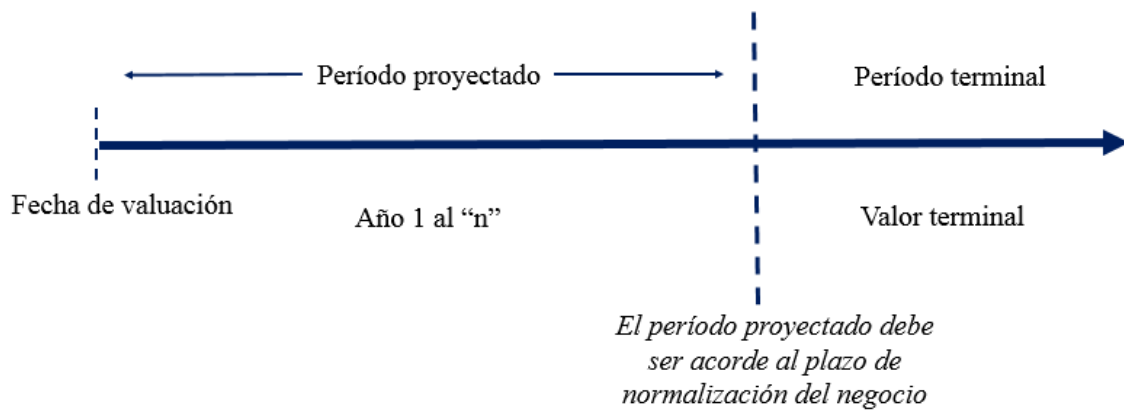
Enfoque de costos: En el método de costo, también denominado método de activos netos ajustados, se realiza un análisis de valuación para los activos fijos, financieros y otros identificados de una empresa. El valor agregado derivado de estos activos es entonces "compensado" con el valor estimado de todos los pasivos existentes y potenciales, dando como resultado una indicación del valor del patrimonio neto.

A fines del trabajo, nos enfocaremos en la metodología utilizada para valorar proyectos en marcha.

b. Enfoque de ingresos

Dentro del enfoque de ingresos, el método más aplicado es el de flujo de caja descontado (DCF). En el análisis DCF, los flujos de efectivo anticipados durante varios períodos, más un valor terminal al final de ese horizonte de tiempo, se descuentan a su valor actual utilizando una tasa de descuento requerida apropiada. El DCF y otros modelos prospectivos se consideran los métodos más teóricamente correctos para la valoración porque consideran explícitamente los beneficios futuros asociados con el negocio. El método DCF se basa en el concepto de que el valor de una empresa es igual

al valor presente del flujo de efectivo obtenido durante el período de previsión, más el valor al final de ese período, denominado el valor "terminal". Se estima explícitamente los flujos de efectivo de los primeros años para obtener flexibilidad de pronóstico y, una vez que los flujos de efectivo se han estabilizado, se calcula el valor continuo a través de una perpetuidad. Mediante el cálculo del descuento se ajustan ambos componentes por el valor temporal del dinero y el riesgo agregado. El enfoque de DCF valora a una empresa en una base de continuidad. Es una medida directa de la capacidad de pago de dividendos. La realización de un análisis de DCF requiere la preparación y el análisis de un pronóstico confiable del rendimiento financiero futuro esperado de la entidad en estudio. La previsión del flujo de caja requiere la proyección de ingresos, gastos operativos, impuestos, necesidades de capital de trabajo y gastos de capital para un período futuro.



El flujo de caja proyectado debe entonces descontarse a un valor operativo actual utilizando una tasa de descuento que contabilice correctamente el costo de mercado del capital y la naturaleza de los flujos de efectivo proyectados. Una vez calculado el valor operativo actual –valor de las operaciones-, los activos o pasivos no operacionales propiedad de la compañía se suman o restan para obtener el valor patrimonial total.

Valor del patrimonio =

Valor de las operaciones + Activos no operativos - Pasivos no operativos – Deuda financiera



D. Tasa de descuento

Para estimar la tasa de descuento, se adopta comúnmente el método de costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés), como la tasa apropiada para descontar los flujos de efectivo operativos. El WACC se define mediante la siguiente expresión:

$$WACC = \frac{D}{(S+D)} r_D (1-t) + \frac{S}{(S+D)} r_S$$

Donde: D: Valor de mercado de la deuda financiera; rd: costo de la deuda; S: valor de mercado del capital; rs: costo del capital; t: tasa del impuesto a la renta.

Es el costo ponderado por la estructura de capital y deuda del proyecto. A modo de ejemplo, si la empresa a valorar cuenta con una estructura de 70% de capital propio y 30% de deuda, y el costo del capital propio se estima en 20% y el de deuda en 10%, el WACC será: $70\% * 20\% + 30\% * 10\% = 17\%$.

En la estimación del costo de capital propio, se acude al Modelo de Valor de los Activos de Capital (CAPM, por sus siglas en inglés). Desarrollado por Sharpe (1964), Lintner (1965) y Mossin (1966), quienes profundizaron estudios vinculados al riesgo iniciados de la mano de Markowitz (1959) y Tobin (1958), concluyen en la siguiente expresión:

$$r_S = R_f + \beta_S * ERP$$

Donde: rs: costo de capital; Rf: tasa libre de riesgo; Bs: Beta; ERP: Prima de riesgo de capital.

- Tasa libre de riesgo: la tasa de retorno libre de riesgo es la tasa teórica de retorno de una inversión con riesgo cero. La tasa libre de riesgo representa el interés que un inversor obtendría con certeza de una inversión absolutamente libre de riesgos durante un período de tiempo específico. Generalmente se utiliza el rendimiento de un bono del tesoro de los Estados Unidos a 10 años de plazo.
- Beta: el coeficiente beta utilizado en el CAPM captura el riesgo de los activos individuales a través de un análisis de regresión entre el retorno de activos y el rendimiento del mercado (S&P 500). De acuerdo a Van Horne, J.C, y Wachowicz, J.M. (2002) es la pendiente, es decir, el cambio en el rendimiento extraordinario de las acciones en relación con el cambio en el rendimiento extraordinario del portafolio del mercado. Una pendiente de más de 1 significa que el rendimiento extraordinario de las acciones varía más que proporcionalmente con el rendimiento extraordinario del mercado. Si la pendiente es 1, significa que el rendimiento extraordinario de las acciones varía de manera proporcional con el del portafolio del mercado. Finalmente, si es la pendiente menor a 1, el rendimiento extraordinario de las acciones varía menos que proporcionalmente respecto al del mercado.

Es preciso mencionar que las estructuras de capital de las empresas con información pública cuyas betas son publicadas por sitios como Bloomberg o Reuters pueden no ser los mismos que la de la empresa a valorar. Para estos casos habrá que realizar ajustes con el objeto de obtener una Beta apalancada que sea representativa. Aswath Damodaran recomienda seguir los siguientes pasos:

En primer lugar, se deberá encontrar Betas de firmas que coticen en bolsa comparables con la empresa objeto de estudio. Seguidamente, habrá que desapalancar cada una de estas Betas utilizando la deuda promedio a proporción de capital de cada empresa de la muestra; desarrollado matemáticamente por Robert Hamada (1972), sería $B_u = B_L / (1 + (1 - t) * (D/S))$, donde B_u = Beta desapalancada de cada empresa comparable, B_L = Beta apalancada de cada empresa comparable, t = tasa de impuesto a la renta, D/S = Proporción de deuda sobre capital de cada una de estas empresas.

El próximo paso será calcular un promedio de las betas desapalancadas para luego obtener una beta apalancada representativa de la empresa X bajo análisis. Para ello habrá que reapalancar la Beta desapalancada promedio calculada pero utilizando en este caso la relación D/S de la empresa X. Matemáticamente sería $B_{LX} = B_u * (1 + (1 - t_x) * (D_x/S_x))$.

- Prima de riesgo de capital: la prima de riesgo de renta representa la rentabilidad adicional requerida por los inversores sobre la tasa libre de riesgo, para compensarlos por el riesgo extra que se adquiere al invertir en activos de riesgo. Generalmente se compara el rendimiento extraordinario histórico del S&P 500 respecto al de los bonos del tesoro de Estados Unidos.

a. Supuestos del CAPM

De acuerdo a Watson, D. & Head, A. (2007), las principales suposiciones que se desprenden del CAPM son las siguientes:

Los inversores tienen carteras diversificadas:

Esta suposición significa que los inversores sólo requerirán una devolución por el riesgo sistemático de sus carteras, ya que el riesgo no sistemático se ha eliminado y se puede ignorar.

Horizonte de transacción de un solo período:

El CAPM asume un período estandarizado para hacer comparables los rendimientos de los diferentes valores. Un retorno por una inversión de seis meses, por ejemplo, no se puede comparar con un rendimiento de más de 12 meses. Generalmente se usa un período de inversión de un año.

Los inversores pueden pedir prestado y prestar a la tasa de rendimiento libre de riesgo:

Esta es una suposición hecha por la teoría de cartera, a partir de la cual se desarrolló el CAPM, y proporciona un nivel mínimo de rentabilidad requerido por los inversores.

Mercado de capitales perfecto:

Esta suposición significa que todos los títulos se valoran correctamente. Un mercado de capitales perfecto requerirá que no haya impuestos ni costos de transacción; que la información esté disponible gratuitamente para todos los inversores, los que, como resultado, tienen las mismas expectativas; que todos los inversores sean reacios al riesgo, racionales y deseen maximizar su propia utilidad y que haya una gran cantidad de compradores y vendedores en el mercado.

Si bien las suposiciones del CAPM le permiten enfocarse en la relación entre el retorno y el riesgo sistemático, el mundo idealizado creado por los supuestos no es el mismo que el mundo real en el que las empresas y las personas toman las decisiones de inversión.

Por ejemplo, los mercados de capital del mundo real claramente no son perfectos. Aunque se puede argumentar que los mercados bursátiles bien desarrollados, en la práctica, exhiben un alto grado de eficiencia, existe margen para que los valores del mercado bursátil tengan un precio incorrecto.

El supuesto de un horizonte de transacción de un solo período parece razonable desde una perspectiva del mundo real, porque a pesar de que muchos inversores poseen valores durante mucho más de un año, los rendimientos de los valores generalmente se cotizan sobre una base anual.

La suposición de que los inversores tienen carteras diversificadas significa que todos los inversores quieren tener una cartera que refleje el mercado de valores en su conjunto. Aunque no es posible poseer la cartera del mercado en sí, es bastante fácil y económico para los inversores diversificar los riesgos específicos o no sistemáticos y construir carteras que sigan al mercado. Asumir que los inversores están interesados en recibir una compensación financiera por el riesgo sistemático parece, por lo tanto, ser bastante razonable.

Un problema más serio es que, en realidad, no es posible que los inversores pidan prestado a la tasa libre de riesgo. La razón de esto es que el riesgo asociado con los inversores individuales es generalmente mucho mayor que el asociado con el gobierno.

En general, parece razonable concluir que, si bien los supuestos del CAPM representan una visión idealizada más que del mundo real, existe una gran posibilidad de una relación lineal entre el rendimiento requerido y el riesgo sistemático.

b. Ventajas del CAPM

El CAPM tiene varias ventajas sobre otros métodos de cálculo del rendimiento requerido, explicando por qué se ha mantenido popular en el mundo de las finanzas:

Considera sólo el riesgo sistemático, reflejando una realidad en la que la mayoría de los inversores tienen carteras diversificadas de las cuales se ha eliminado esencialmente el riesgo no sistemático.

Genera una relación teóricamente derivada entre el rendimiento requerido y el riesgo sistemático, que ha estado sujeta a frecuentes investigaciones y pruebas empíricas.

Es válido para calcular el costo del capital de una compañía, ya que tiene en cuenta explícitamente el nivel de riesgo sistemático de una empresa en relación con el mercado de valores en general.

c. Desventajas del CAPM

El CAPM adolece de una serie de desventajas y limitaciones que deben tenerse en cuenta.

Asignación de valores a variables:

Para utilizar el CAPM, los valores deben asignarse a la tasa de rendimiento libre de riesgo, la rentabilidad en el mercado o prima de riesgo de capital y la beta de capital.

El rendimiento de la deuda pública, que se utiliza como sustituto de la tasa de rendimiento libre de riesgo, no es fijo, sino que cambia a diario de acuerdo con las circunstancias económicas. Se puede usar un valor promedio a corto plazo para suavizar esta volatilidad.

Encontrar un valor para la prima de riesgo del mercado es más difícil. El rendimiento en una bolsa de valores es la suma de la ganancia de capital promedio y el rendimiento promedio de dividendos. A corto plazo, un mercado bursátil puede generar un rendimiento negativo en lugar de positivo si el efecto de la caída de los precios de las acciones supera el rendimiento del dividendo. Por lo tanto, es habitual utilizar un valor promedio a largo plazo, tomado de la investigación empírica. Sin embargo, la incertidumbre sobre el valor exacto de la prima de riesgo del capital introduce incertidumbre en el valor calculado para la valoración requerida.

Los valores Beta ahora se calculan y publican regularmente para todas las compañías que cotizan en bolsa. El problema aquí surge en el valor del rendimiento esperado porque el valor de beta no es constante, sino que cambia con el tiempo.

Usando el CAPM en la evaluación de inversiones

Pueden surgir problemas al usar el CAPM para calcular una tasa de descuento específica de un proyecto. Por ejemplo, una dificultad común es encontrar betas adecuadas, ya que las empresas rara vez llevan a cabo una sola actividad comercial. Así, la beta para un proyecto de inversión propuesto debe separarse de la beta de la empresa. Una forma de hacerlo podría ser considerando la beta de capital como un promedio de las betas de varias áreas diferentes de la actividad de la compañía, ponderada por la participación relativa del valor de mercado de la compañía que surge de cada actividad.

Sin embargo, la información sobre las participaciones relativas del valor de mercado de la compañía puede ser bastante difícil de obtener.

Una dificultad similar es que las betas a utilizar comprenden por detrás información de estructura de capital que puede no estar fácilmente disponible. Algunas empresas tienen estructuras de capital complejas con muchas fuentes de financiación diferentes. Otras compañías pueden tener deudas que no se negocien o utilizar fuentes de financiación diversas, como los bonos convertibles. La suposición simplificadora de que el valor beta de la deuda es cero también generará inexactitudes en el valor calculado de la tasa de descuento específica del proyecto.

Finalmente, otra desventaja en el uso del CAPM en la evaluación de proyectos es que la suposición de un horizonte temporal de un solo período está en desacuerdo con la naturaleza de períodos múltiples de las inversiones. Si bien las variables CAPM se pueden suponer constantes en sucesivos períodos futuros, la experiencia indica que esto no es cierto en la realidad.

d. Conclusión acerca del CAPM

Las investigaciones han demostrado que el CAPM resiste a las críticas, aunque los ataques en su contra han aumentado en los últimos años. Hasta que se presente algo mejor, el CAPM sigue siendo un elemento muy útil en el conjunto de herramientas de gestión financiera.

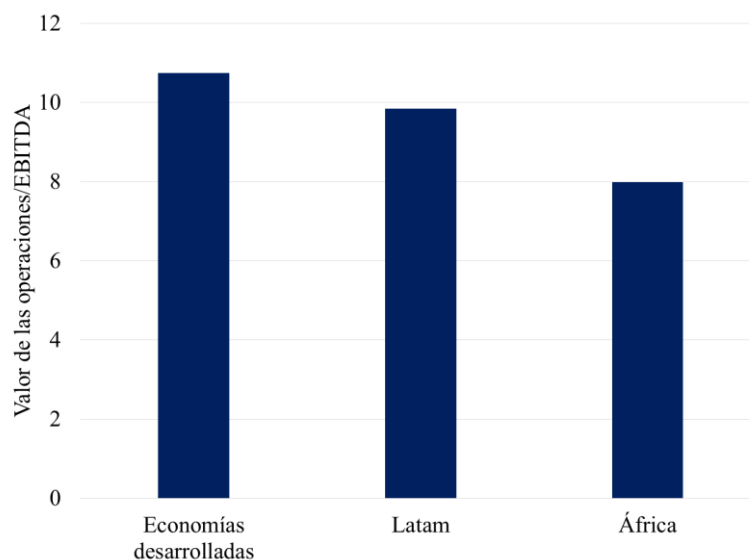
E. Valuación en ambientes con riesgos

Según Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005), las economías emergentes suelen experimentar fuertes crecimientos, lo que produce situaciones que requieren especial análisis. Privatizaciones, joint-ventures, fusiones y adquisiciones, instituciones financieras locales como bancos y mercados de capitales, muestran una sofisticación creciente. Los inversores por su lado, diversifican sus carteras agregando tenencias internacionales en acciones de otros mercados.

Sostienen que la valuación es mucho más difícil en estos entornos debido a los riesgos y obstáculos para las empresas, incluidos la gran incertidumbre macroeconómica, mercados de capitales ilíquidos, controles en el flujo de capital dentro y fuera del país, contabilidad menos rigurosa respecto a estándares y niveles de divulgación y altos riesgos políticos. Estas cuestiones impactan directamente en el valor de las empresas sujetas a estos factores. Stulz, R., Schlingemann F., Moeller, S. y Ellis, J (2011) demostraron que, en materia de adquisiciones, los compradores de firmas en países con mejores condiciones de gobernanza se beneficiaban en mayor medida de sus inversiones respecto a los que lo hacían en países con debilidades en ese sentido. Relacionado con ello, Stulz, R., Williamson, R. y Pinkowitz, L. (2003) habían corroborado que los comportamientos de los managers en países con menores resguardos de derechos de los accionistas eran distintos que bajo marcos institucionales más firmes; pues podían sacar provechos personales, dando origen a un problema de principal-agente. Así, basta

observar el promedio del ratio Valor de las operaciones sobre EBITDA que registran las compañías en economías desarrolladas –mayor por menor riesgo- frente a las de Latinoamérica y África.

Promedio Valor de las operaciones/EBITDA según región al 30/6/17



Fuente: Riscura.com en base a S&P Capital.

En esta línea, Doidge, C., Karolyi, G.A. y Stulz, R.M. (2001), partiendo de que a fines de 1997 las compañías extranjeras cotizando en los Estados Unidos tenían una razón Q de Tobin que excedía en un 16,5% la razón Q de las empresas del mismo país que no estaban listadas en los EE.UU., se propusieron elaborar una teoría que explicara esa diferencia de valoración. Demostraron la hipótesis de que los accionistas controlantes de las empresas enumeradas en los EE.UU. no podían extraer tantos beneficios privados del control en comparación con los accionistas de empresas que no figuraban en este país, pero que sus empresas podían aprovechar mejor, en términos de valor de sus acciones, las oportunidades de crecimiento. Esto sucedía porque una fracción menor del flujo de efectivo de estas empresas sería expropiada por los accionistas controladores. Además, demostraron que la diferencia en la Q era mayor para las empresas de origen en países con esquemas jurídicos más débiles. Benos, E. y Weisbach, M. (2004) profundizaron el tema y concluyeron que al listar sus compañías en Estados Unidos, las gerencias de las empresas tenían menor poder de apropiación de beneficios de los accionistas ya que se encontraban bajo marcos legales más rigurosos que en sus países de origen. Como consecuencia, conseguir financiación en el mercado de capitales se les haría más fácil a partir de la confianza que ello generaba.

Relacionado con una óptima captación de oportunidades de crecimiento en el valor de las empresas, Bekaert, G., Harvey, C.R., Lundbald, C. y Siegel, S. (2004) plantean como un aspecto clave la apertura del mercado financiero – algo no recurrente en muchas economías emergentes y que previamente Bekaert, G., Harvey, C.R., Lundbald, C. (2000) habían demostrado estar asociado con significativos aumentos en el crecimiento real de las economías.

Koller, T., Goedhart, M. y Wessels, D. (2005) denuncian que la academia, los bancos de inversión y los profesionales de la industria aún tienen que acordar cómo abordar estos desafíos. Los métodos varían considerablemente y a menudo se hacen ajustes arbitrarios basados en la intuición y limitada evidencia empírica.

Mientras tanto enuncian algunas complicaciones específicas de los mercados emergentes:

a. Manejo de tipos de cambio e inflación con los mercados desarrollados.

Debido a que las tasas de cambio, la inflación y las tasas de interés pueden fluctuar de manera pronunciada de un año a otro en los mercados emergentes, los supuestos que subyacen a las estimaciones de resultados financieros en moneda nacional o extranjera y el costo del capital deben ser considerados. Los componentes de los flujos de efectivo de las empresas de mercados emergentes son a menudo denominados en varias monedas. Considerando un exportador de soja por ejemplo, sus ingresos están determinados por el precio en dólares, mientras que muchos de sus costos están determinados en moneda nacional. Si los tipos de cambio reflejarían perfectamente los diferenciales de inflación, por lo que la paridad del poder adquisitivo (PPA) se mantendría constante, los márgenes de operación de la compañía y los flujos de efectivo en términos reales no se verían afectados. En ese caso, variaciones en los tipos de cambio serían irrelevantes para la valuación. Sin embargo, en el corto plazo esto no siempre se cumple porque en mercados emergentes los tipos de cambio se mueven mucho y rápido. Por ejemplo, en Argentina a fines de 2001, el tipo de cambio subió de 1 peso por dólar estadounidense a casi 1,9 en 15 días y a 3,1 en menos de 4 meses. Durante un período de sólo un par de semanas en 1999, el real brasilero se debilitó en más de un 50% en relación con el dólar.

Por otro lado, la evidencia empírica a largo plazo demuestra que la PPA se mantiene incluso entre economías emergentes y desarrolladas. En otras palabras, los tipos de cambio finalmente se ajustarán a las diferencias de inflación entre países. Por lo tanto, suponer otra cosa sería una apuesta a futuros movimientos del tipo de cambio real.

Habrá que prestar atención que los tipos de cambio pueden desviarse de su PPA durante algún tiempo. Por lo tanto, antes de hacer proyecciones financieras será útil evaluar si la tasa de cambio actual está sobre o subvaluada y, si es así, por cuánto. Luego modelar la convergencia de las tasas de cambio a la PPA y reflejar su impacto en la rentabilidad del proyecto.

b. Factorización de la inflación en el análisis financiero histórico y el flujo proyectado.

Incluso con suposiciones consistentes sobre inflación y tipos de cambio, la previsión del rendimiento financiero de las empresas de mercados emergentes sigue siendo un desafío. La inflación distorsiona también los estados financieros, por lo que es difícil hacer comparaciones de un año a otro. Para compañías que operan en entornos de alta

inflación, análisis históricos y proyecciones deberán llevarse a cabo tanto en valores nominales como reales. Si bien las proyecciones financieras pueden hacerse en ambas opciones, correctamente realizadas deberían arrojar un valor idéntico.

En cuanto al análisis histórico, las convenciones contables en los mercados emergentes a menudo difieren sustancialmente de los mercados desarrollados. Además, existen comúnmente ajustes que hacen que los impuestos sean más difíciles de estimar que en los países desarrollados.

A menudo, los estados financieros no se ajustan para reflejar los efectos de la inflación. Si la inflación es alta, conduce a distorsiones en el estado de situación patrimonial y en el estado de resultados. Los activos no monetarios, tales como inventarios y propiedades, planta y equipo, se muestran a valores muy por debajo del valor de reposición actual. En la cuenta de resultados, los cargos por depreciación serán muy bajos relativamente a los costos de reemplazo actuales. Ventas y costos de enero y diciembre del mismo año generalmente se agregan como si representaran el mismo poder de compra. Como resultado, muchos indicadores financieros típicamente utilizados en análisis históricos pueden distorsionarse cuando se calcula directamente a partir de los estados financieros. Para prevenir estos errores sería útil considerar que: a) el crecimiento puede mostrarse exagerado en tiempos de inflación, por lo que debe medirse en términos reales; b) la rotación de capital puede resultar exagerada porque los activos operativos son llevado a costos históricos. Se debería aproximar los costos actuales de activos de larga duración mediante el ajuste de su valor reportado con una inflación índice para su vida media estimada; y c) los márgenes operativos (beneficio operativo sobre ventas) pueden ser exagerados debido a una depreciación demasiado baja. Sería útil entonces comparar ratios EBITDA/ventas de compañías del mismo sector en economías desarrolladas.

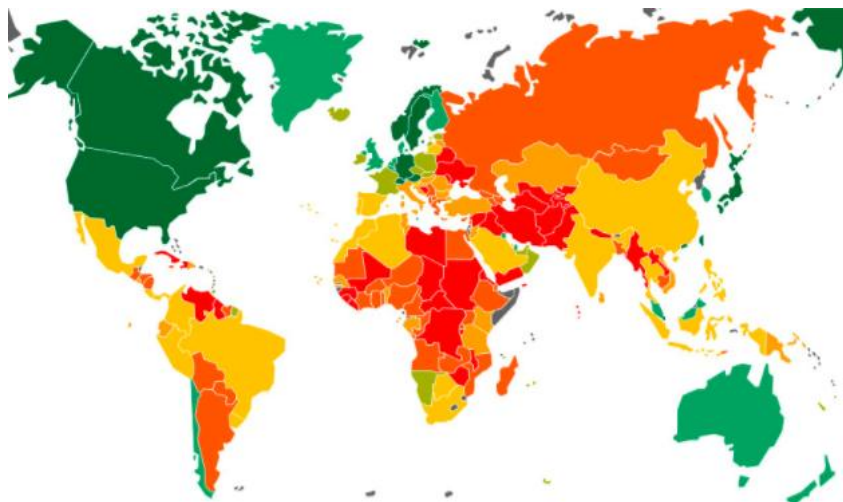
Las proyecciones financieras podrán realizarse en términos reales o nominales, pero habrá que ser cuidadoso en descontar esos flujos a una tasa real o nominal, según cómo se haya realizado el análisis. Lo mismo ocurrirá con la moneda utilizada en las proyecciones, pues la tasa de descuento debe estar calculada en base a ella.

c. Incorporación de riesgos específicos.

2. Debate

Mapa de riesgo país según consultora Citeco 2018

(verde menos riesgoso, rojo más riesgoso)



Cómo incluir los riesgos típicos que afectan a cada negocio en particular en base al lugar donde se genere es motivo de controversia en el mundo de la valuación. Estos riesgos deben incluir tanto condiciones macroeconómicas, microeconómicas, jurídicas, políticas, ambientales como geográficas. Erb, C., Harvey, C., y Viskanta, T. (1998) sostiene que, además de entender los factores que influyen en el riesgo de una economía, es importante anticipar las variaciones en el nivel de riesgo que esta experimentará.

“...La principal distinción entre valuación de empresas en mercados desarrollados y mercados emergentes es el mayor nivel de riesgo. No sólo se deben tener en cuenta los riesgos relacionados con la estrategia de la compañía, la posición del mercado y la industria -como se haría en un mercado desarrollado- también deben tratarse los riesgos causados por una mayor volatilidad en los mercados de capital y entornos macroeconómicos y políticos...” Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005).

No hay consenso sobre cómo reflejar este mayor nivel de riesgo en una valuación. Un enfoque modela riesgos explícitamente en el flujo de caja proyectado, el otro agrega la prima de riesgo país a la tasa de descuento. Ambos, correcta y consistentemente aplicados, deberían conducir al mismo resultado.

Siguiendo a Sabal, J. (2013), llamaremos “académicos” a quienes sostienen que el riesgo debe ser tenido en cuenta en el flujo de caja y “prácticos” a quienes argumentan que es conveniente hacerlo en la tasa de descuento.

A. Académicos

Los “académicos” sostienen que los riesgos del ambiente donde se genera un negocio deben ser incorporados en el flujo de caja proyectado.

James, M. y Koller, T. (2002), argumentan tres motivos generales. En primer lugar, los inversores pueden diversificar la mayoría de los riesgos peculiares a los mercados riesgosos, como la expropiación, la devaluación y la guerra. Como la teoría financiera es clara que el costo del capital – y la tasa de descuento- debería reflejar sólo el riesgo sistémico, el diversificable deberá incorporarse en los flujos de efectivo.

En segundo lugar, muchos riesgos en un país son idiosincráticos: no se aplican por igual a todas las industrias o incluso a todas las empresas dentro de una industria. El enfoque que incorpora el riesgo en la tasa de descuento implica agregar allí una prima de riesgo país igual a la diferencia entre el interés sobre un bono local denominado en dólares estadounidenses y un bono del gobierno de los EEUU de madurez similar. Pero este método claramente no tiene en cuenta los diferentes riesgos a los que se enfrentan las diferentes industrias. Es más probable que se nacionalicen bancos que retailers, por ejemplo. Empresas exportadoras de materias primas pueden beneficiarse de una devaluación, mientras que importadoras se verían perjudicadas. Aplicar la misma prima a todos los proyectos de un país exageraría el riesgo para algunos y lo subestimaría para otros.

En tercer lugar, utilizar el riesgo de crédito de un país como sustituto del riesgo que enfrentan las empresas ignora el hecho de que las inversiones de capital en una empresa pueden ser menos riesgosas que las inversiones en bonos del gobierno. Los bonos de YPF, por ejemplo, han tenido menores rendimientos que la deuda del gobierno argentino. Como muestra este caso, la calificación financiera de una empresa puede ser mayor que la del soberano.

López Dumrauf (2010) agrega las diferencias en el desarrollo temporal del flujo de efectivo, ya que muchas veces el flujo de los títulos utilizados para el cálculo del riesgo país difiere de los de la firma. Adiciona también el hecho de que en oportunidades los ingresos de una empresa se dividen entre distintos países, por lo que el riesgo incluido debe reflejar el del origen del ingreso. En este sentido, Bodnar, Dumas y Martson (2003) – desde una perspectiva afín a los “prácticos”- hablan de un CAPM “híbrido” que incluya betas y premios de capital de ambos países.

La consultora Mc Kinsey & Company argumenta que este enfoque de valoración ayuda a los gerentes a lograr una mayor comprensión de los riesgos explícitos que afronta cada negocio y sus efectos en los flujos de efectivo, comparado con el método “sencillo” de incorporar el riesgo en la tasa de descuento. Sostiene también que, en ocasiones, los “prácticos” cometen el error de agregar el riesgo país al costo de capital para descontar el valor esperado de los flujos de efectivo futuros donde ya se han considerado cuestiones del ambiente específico de la empresa. El valor resultante será demasiado

bajo porque se tiene en cuenta la probabilidad de una crisis dos veces, en el flujo y en la tasa.

Pues, los “académicos” sostienen que la mayoría de los intentos de incluir el riesgo de los mercados en la tasa de descuento carecen de análisis, por lo que los gerentes reciben poca información sobre la forma en que afectan los riesgos específicos el valor de una empresa. Sólo se les dice que una prima de riesgo del país ha sido agregada al descuento. Por el contrario, un análisis específico de riesgos y su impacto en el valor permite mejorar los planes para mitigarlos. A modo de ejemplo, si la infraestructura regional y los riesgos de suministro de energía fueran una gran preocupación, un fabricante podría decidir construir varias plantas pequeñas en lugar de una sola grande, aunque podría costar más inicialmente.

Al incorporar el riesgo en los flujos de efectivo, se utiliza en primer lugar la macroeconomía -inflación, déficit fiscal, evolución del PBI, tipo de cambio y tasa de interés- para construir distintos escenarios, pues tales factores afectan directamente el desempeño de los proyectos. Luego se alinean escenarios específicos para empresas e industrias bajo estas condiciones macroeconómicas. La diferencia aquí entre países más y menos riesgosos es de grado, en mercados desarrollados el desempeño será menos variable. Por eso, en países en desarrollo sería recomendable proyectar la mayor cantidad de escenarios posibles.

López Dumrauf (2010) aclara que estas variables deben trabajarse con interrelaciones coherentes. Por ejemplo, el crecimiento y la inflación son variables que influyen sobre el tipo de cambio – el crecimiento del PBI genera un aumento de las importaciones que puede presionar el tipo de cambio al alza, del mismo modo que el aumento en los precios puede estar influido por éste-. A la vez, el tipo de cambio en el largo plazo deberá reflejar la inflación proyectada, de lo contrario, se estaría forjando un atraso o adelanto cambiario que tendría repercusiones en las exportaciones netas. También, la tasa de interés real se verá afectada por la inflación y la financiación del déficit fiscal proyectado puede presionar sobre el costo del dinero.

Seguidamente, deberán tenerse en consideración cuestiones relacionadas específicamente con el sector al que pertenece el proyecto. Intervenciones gubernamentales, cambios en la carga impositiva, restricciones al comercio o problemas con el suministro de materias primas, entre otros, se incorporan al modelo de manera explícita.

Los conceptos del flujo proyectado que se verán afectados según cada escenario serán los ingresos, los gastos, el capital de trabajo, las inversiones en capital y los instrumentos de deuda.

a. Costo de capital en economías emergentes

El análisis de los académicos adopta la perspectiva de un inversor global. Reconocen que muchos mercados emergentes no están bien integrados con el mercado mundial y

los inversores locales pueden enfrentar barreras para invertir en el exterior. Como resultado, los inversores locales no siempre podrán mantener bien diversificada sus carteras y su costo de capital puede ser considerablemente diferente al de un inversor global. Sin embargo, argumentan que no existe un marco establecido para estimar el costo de capital de inversores locales. Además, siempre que inversores internacionales tengan acceso a oportunidades de inversión locales, los precios locales se basarán en un costo de capital internacional. Finalmente, los mercados emergentes parecen haberse integrado cada vez más a los mercados mundiales de capital. Suponen entonces que esta tendencia continuará y que la mayoría de los países reducirán gradualmente las restricciones a la inversión extranjera para los inversores locales en el largo plazo.

Una suposición derivada es que la mayoría de los riesgos de un país son diversificables desde la perspectiva del inversor global. Por lo tanto, no sería necesaria ninguna prima adicional en el costo de capital por los riesgos encontrados en los mercados emergentes al descontar los flujos de efectivo esperados. Dados estos supuestos, el costo del capital en los mercados emergentes generalmente debería estar cerca de un costo global de capital.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005), recuerdan algunas pautas generales del enfoque académico:

- Si bien el CAPM puede ser un modelo menos robusto para los mercados emergentes menos integrados, no hay una alternativa mejor. Además, se espera que se convierta en un mejor predictor de rentabilidades variables en todo el mundo a medida que los mercados continúen integrándose.
- En mercados emergentes, a menudo hay importantes lagunas de información y datos (por ejemplo, para estimar betas o tasas libre de riesgo en moneda local).
- No hay que mezclar enfoques. Se debe utilizar el costo del capital global para descontar distintos escenarios de flujos de efectivos ponderados por probabilidades. No habrá que agregar en ese caso ninguna prima de riesgo a la tasa de descuento, porque se estará contando dos veces el riesgo.

b. Componentes del costo del patrimonio en economías emergentes

i. Tasa libre de riesgo

En los mercados emergentes, la tasa libre de riesgo es más difícil de estimar que en mercados desarrollados. Surgen tres principales problemas: en primer lugar, la mayor parte de la deuda pública en los mercados emergentes no es, de hecho, libre de riesgo. Las calificaciones de gran parte de estas deudas a menudo están por debajo de grado de inversión. En segundo lugar, es difícil encontrar bonos del gobierno a largo plazo que se negocien activamente con suficiente liquidez. Finalmente, la deuda a largo plazo de estos países suele estar en dólares estadounidenses, moneda europea, o en yen japonés, por lo que no es apropiado para el descuento local.

La recomendación sería entonces comenzar con una tasa libre de riesgo basada en el rendimiento de los bonos del gobierno estadounidense a 10 años, como en mercados desarrollados.

ii. Beta

Según los “académicos” a veces los prácticos calculan el beta en relación con el mercado local. Esto no sólo sería inconsistente desde la perspectiva de un inversor global, sino que también es un análisis distorsionado por el hecho de que el índice del mercado en un país emergente rara vez será representativo de una economía diversificada. Debería entonces estimarse betas de la industria en relación con un índice de mercado bien diversificado o global. Dado que los mercados de acciones en las economías emergentes son a menudo pequeños, con liquidez concentrada en pocas acciones, falta de datos y volátiles, puede ser difícil encontrar una muestra representativa de compañías locales que cotizan en bolsa para estimar el beta de una industria. En ese caso, se deberá obtener un beta de la industria internacional comparable que opere en el mismo sector o uno similar. La suposición implícita es que los factores fundamentales del riesgo sistemático serán similares en mercados emergentes y desarrollados.

Sin embargo, López Dumrauf (2010) enuncia que el Beta, aún en países con mercados de capitales desarrollados, plantea inconvenientes, a saber:

- Los betas varían a lo largo del tiempo ya que las acciones pueden cambiar su riesgo de mercado y son actualizados con diferente periodicidad por las empresas que brindan dicho servicio.
- Los servicios financieros que proveen las betas toman diferentes intervalos de medición pero no está claro cuál es el ideal.
- Es difícil calcular un beta sectorial representativo, ya que existe una fuerte dispersión intersectorial.
- Los betas de cada período pueden estar influenciados por el momento en que una noticia de una empresa surge, relativa a la rentabilidad del mercado de ese momento. Así, podría estar sobre o subestimado.

iii. Prima de riesgo de mercado

Los retornos de la renta variable sobre los rendimientos de los bonos locales no son un buen proxy para la prima de riesgo de mercado en los mercados emergentes, dada la falta de diversificación en el mercado local de acciones, la calidad y la cantidad de datos disponibles. Para usar una prima de riesgo de mercado que sea coherente con la perspectiva de un inversor global, sería recomendable utilizar una estimación global.

López Dumrauf (2010) plantea el interrogante de qué tipo de medida, aritmética o geométrica, es preferible adoptar. Aclara que, mientras la medida geométrica es la más apropiada para representar el desempeño de un activo en el largo plazo – ya que al tomar en cuenta la composición de rendimientos a lo largo de un período determinado,

constituye el rendimiento equivalente periódico- la medida aritmética es considerada la mejor en cuanto a la rentabilidad esperada futura, siendo consistente con el CAPM, ya que éste es un modelo de un solo período. Si se consideran rendimientos proyectados, la prima por el riesgo de mercado a emplear es la que se espera ocurra en los futuros períodos.

iv. Costo de la deuda

En la mayoría de las economías emergentes no hay mercados líquidos de bonos corporativos, por lo que hay poca o ninguna información de mercado disponible para estimar el costo de deuda. Sin embargo, desde la perspectiva de un inversor internacional, el costo de la deuda en moneda local simplemente debería ser igual a la suma de la tasa en dólares libre de riesgo y la parte sistemática del diferencial de crédito.

La mayor parte del riesgo país puede diversificarse en una cartera de bonos global. Por lo tanto, la parte sistemática del riesgo de incumplimiento probablemente no sea mayor que el de las empresas en los mercados internacionales y el costo de la deuda no debería incluir una prima de riesgo país. Esto explica por qué los costos de financiación de las multinacionales con extensas carteras en mercados emergentes, Coca-Cola y Colgate-Palmolive por ejemplo, tienen un costo de deuda similar a sus competidores orientados exclusivamente en Estados Unidos.

Respecto a la tasa impositiva, la tasa nominal en los mercados emergentes puede ser muy diferente de la tasa efectiva. Es menester recordar que sólo los impuestos que se aplican a los gastos por intereses se deben utilizar en la estimación del WACC.

v. WACC

Dadas las estimaciones del costo del capital y el costo de la deuda después de impuestos, se precisan ponderaciones de capital y deuda para obtener una estimación del costo promedio ponderado del capital. En los mercados emergentes, muchas empresas tienen una estructura de capital distinta en comparación con sus pares internacionales. Una razón es el riesgo del país. La posibilidad de crisis macroeconómicas puede hacer a las empresas más conservadoras en establecer su estructura. Otra razón podrían ser anomalías en los mercados locales de deuda o acciones. En el largo plazo, cuando se corrigen tales anomalías, las empresas deberían esperar converger a una estructura de capital similar a la de sus competidores globales. Por lo tanto, el valuador podría pronosticar cómo la compañía evolucionará hacia una estructura de capital más parecida a los estándares globales.

B. Prácticos

La mayoría de los prácticos están convencidos de que los países emergentes son intrínsecamente más riesgosos. Por lo tanto, se debe esperar un mayor rendimiento de inversiones en estas regiones para dar cuenta del "riesgo país". Esto es materializado en las valuaciones mediante la adición de un diferencial llamado "prima de riesgo país" a la tasa correspondiente para una inversión equivalente en un mercado desarrollado. Así, el modelo del CAPM presentado anteriormente resulta en la siguiente fórmula adaptada:

$$r_S = Rf + \beta_S * ERP + CR_x$$

Donde CR_x significa el riesgo del país X en donde se lleva a cabo la empresa. Usualmente se utiliza el diferencial de tasas entre un bono del tesoro estadounidense a 10 años versus un bono emitido por el país X en dólares al mismo plazo.

a. Antecedentes

Partiendo del CAPM global, donde se supone que los inversores locales pueden invertir sin limitaciones en mercados internacionales e inversores internacionales hacer lo mismo en mercados locales, Solnik (1974,1977) advierte la posibilidad de variaciones en los tipos de cambio, incluyendo en el clásico CAPM el riesgo cambiario:

$$r_S = Rf + \beta_S * ERP + Y$$

Donde Y significa la prima de riesgo de moneda.

Años más tarde Harvey (1995) demuestra que el Beta resultado de una cartera global no muestra relación con los rendimientos de los activos en mercados emergentes, siendo los errores de predicción positivos, significando ello que el CAPM global estaría subestimando el costo de capital en aquellas economías no desarrolladas. Se desprende entonces que un ajuste similar era necesario para cubrir esa prima por riesgo país.

Este ajuste puede realizarse de distintas maneras según el mercado de bonos, entre ellas:

- a) Diferencial de bonos (bond spread): basado en el cálculo del rendimiento adicional que paga un bono soberano de un país en vías de desarrollo respecto al de un país desarrollado presumido como libre de riesgo. Para una válida comparación deberá considerarse que los bonos estén emitidos en la misma moneda, misma duration y similares condiciones de liquidez.
- b) Diferencial de no pago (default spread): agencias calificadoras de riesgo, como Standard & Poor's, Moody's y Fitch, suelen publicar calificaciones crediticias de bonos de distintos países con sus respectivas primas por posibilidad de incobrabilidad.
- c) EMBI: Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes, calculado por JP Morgan Chase. Consiste en la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países

subdesarrollados, y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo.

También podría derivarse este ajuste desde el mercado de acciones:

- d) Volatilidades relativas de la prima de mercado: utilizando como referencia la razón de los devíos estándar del mercado de acciones del país emergente y el desarrollado. Damodaran (2002).
- e) Tasas implícitas en los precios: se trata de inferir a qué tasa está el mercado descontando los flujos futuros a partir de los precios de las acciones, que se supone incorporan expectativas de flujos esperados y costo de capital.

Una vez recorridas distintas alternativas de inclusión de esta prima, es útil recordar que el riesgo país generalmente está asociado con el riesgo político, que proviene de los poderes discrecionales de las autoridades gubernamentales. Cuanto menos estructurado y confiable el marco institucional, más significativos estos poderes son. El riesgo político adquiere particular relevancia en los mercados emergentes dada la debilidad de sus instituciones.

En el caso de las inversiones, el riesgo político se materializa en obstáculos a la repatriación del capital invertido o a los beneficios originalmente esperados. También puede manifestarse en cambios inesperados de las leyes, regulaciones o prácticas administrativas gubernamentales.

El enfoque de los “prácticos” parece no tener ninguna justificación teórica. Sin embargo, es el más popular entre los evaluadores. El motivo, señala Sabal, J. (2003), es posible que esté enraizado en una inclinación a reducir las complicaciones al mínimo combinado con una actitud conservadora de la mayoría de los analistas al recomendar inversiones en mercados emergentes. Es útil analizar ambas posibles razones:

b. Facilidad de aplicación

El CAPM es un modelo atractivo. Para el analista menos informado aparece como una ecuación simple cuyos parámetros (las betas, la tasa libre de riesgo, y el rendimiento esperado en la cartera de mercado) son fácilmente obtenibles a través de servicios de información financiera (Bloomberg, Reuters, etc.). Por lo tanto, ofrece una forma directa de obtener una tasa de descuento.

Además, al estar diseñado para las economías desarrolladas, parece cobrar sentido agregar una prima de riesgo país para tener en cuenta el riesgo adicional de hacer negocios en el mundo en desarrollo.

Incluso cuando el analista considere la existencia de otros modelos, como los “académicos”, estos generalmente son rechazados porque tienden a ser más difíciles de entender y aplicar. Además son más complejos de describir a las empresas tomadoras de decisiones que a menudo carecen de capacitación en finanzas corporativas modernas.

Otra posibilidad es que, como la mayoría de las suposiciones conceptuales detrás de los modelos están a veces distantes de las realidades en los mercados emergentes, los analistas prefieren descartarlos a favor de enfoques más prácticos.

La tentación de adaptar el CAPM con una tasa de riesgo país es aún más pronunciada en casos en que los resultados de valoración son necesarios rápidamente y no hay suficiente tiempo para adicionar complicaciones.

c. Conservadurismo

Los incentivos personales de los analistas y los tomadores de decisiones en relación con el proyecto bajo consideración es otro factor. Suele en la práctica no alentarse la diversificación hacia mercados riesgosos.

Además, una estructura de incentivos asimétrica podría estar presente en la mayoría de las situaciones. Los gerentes pueden esperar ser fuertemente penalizados cuando la inversión particular en los mercados emergentes fracasa, pero no especialmente recompensados si el proyecto es exitoso. Por lo tanto, sólo si un mercado emergente ofrece rendimientos extraordinariamente altos podría ser recomendado y llevado a cabo.

Estos comportamientos son sostenibles siempre que haya barreras significativas de entrada y salida a los proyectos en cuestión, que parece ser factible en el contexto de los mercados emergentes.

d. Pasos a seguir

En base a López Dumrauf (2010), el primer paso consistirá en el cálculo del riesgo soberano, correspondido con la posibilidad que los deudores de un país no puedan o no estén dispuestos a cumplir con sus obligaciones financieras. Difiere del rendimiento de la deuda soberana, ya que comúnmente los bonos soberanos tienen garantías, por lo que será necesario calcular un spread por riesgo de default al rendimiento del bono. Así, si el rendimiento de un bono garantizado de un país emergente es 10%, y una vez despejado el efecto de la garantía asciende a 12%, mientras que la tasa libre de riesgo es 5%, tendremos un riesgo soberano de 7%, compuesto de 5 puntos porcentuales correspondientes al riesgo país más 2 puntos típicos del riesgo de crédito.

Seguidamente habrá que prestar atención a la duración de los bonos que se comparan respecto a la vida del proyecto que se valúa, pues en caso de no coincidir, podría derivarse en sobre o sub valuación del activo. En términos normales, las curvas suelen ofrecer spreads bajos al principio y más altos sobre el final de la vida del bono, lo que construye una curva de pendiente positiva. La inclusión directa del riesgo país con este tipo de curva conducirá a una sobrevaluación de la empresa. Contrariamente, si la curva tiene pendiente descendente, por ejemplo, cuando un país se encuentra en default, su inclusión podría conducir a una subvaloración del negocio en estudio.

i. Costo de la deuda

Muchos valuadores suelen incluir un ajuste por riesgo país también en el costo de la deuda. Al indagar rendimientos de bonos corporativos de empresas comparables en mercados desarrollados, advierten que tal rendimiento puede no ser representativo para el costo de deuda de la empresa a valorar. Es por ello que, asumiendo un diferencial de riesgo entre el mercado donde opera la firma objeto de análisis versus una economía desarrollada, se ajusta el rendimiento del bono comparable. Generalmente tal corrección al alza se realiza considerando la diferencia de rendimientos de bonos soberanos entre los países correspondientes.

A modo de ejemplo, si se está analizando una empresa fabricante de maquinaria agrícola en Argentina y para determinar su costo de deuda se considera el rendimiento de un bono corporativo de John Deere Capital Estados Unidos de 4%, teniendo en cuenta un diferencial de tasas de bonos soberanos entre Argentina y ese país de 5%, el rendimiento del bono corporativo ajustado a nuestra economía sería del 9%. Es importante destacar que los plazos de los títulos mencionados deben coincidir para que la corrección sea válida.

ii. ¿Qué Riesgo País tomar?

La medida de riesgo país popularmente conocida y adoptada por valuadores de todo el mundo es el EMBI (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes), calculado por JP Morgan Chase. Consiste en la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países subdesarrollados, y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo. Este diferencial (también denominado spread) se expresa en puntos básicos (pb). Una medida de 100 pb significa que el gobierno en cuestión estaría pagando un punto porcentual (1%) por encima del rendimiento de los bonos libres de riesgo, los “Treasury Bills”. Los bonos más riesgosos pagan un interés más alto, pues deben atraer a inversores, que, de acuerdo a Bekaert, G. y Harvey, C.R. (2000) harán fluir menor cantidad de flujos hacia aquellos papeles con mayor riesgo país, por lo tanto el spread de estos bonos respecto a los bonos del Tesoro de Estados Unidos es mayor. Esto implica que el mayor rendimiento que tiene un bono riesgoso es la compensación por existir una probabilidad de incumplimiento.

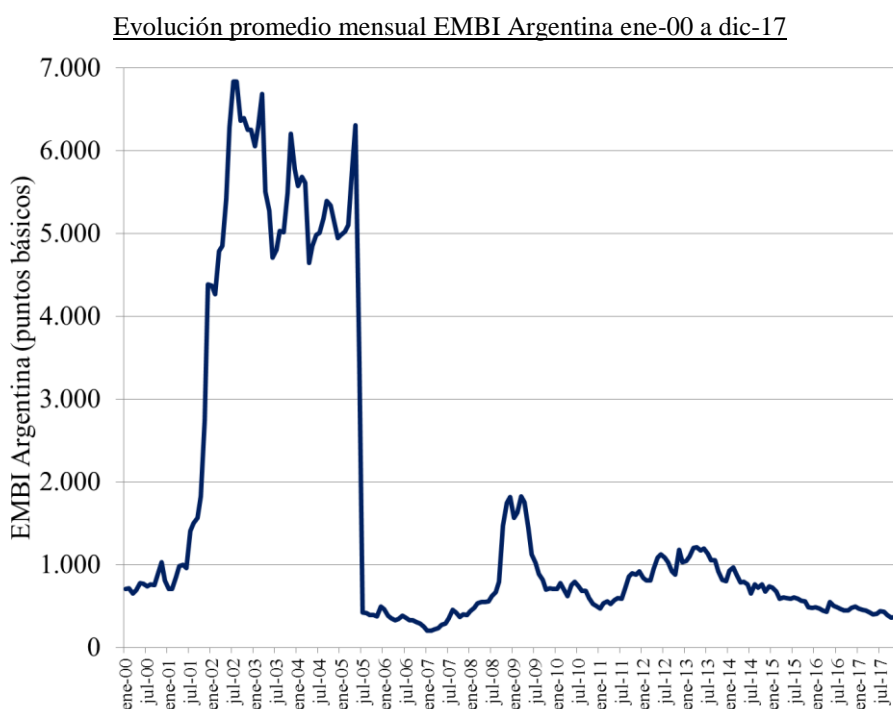
Surge luego el interrogante de qué riesgo país incluir en la tasa de descuento. Al calcularse el EMBI de manera diaria existen distintas opiniones entre los valuadores. Por un lado, quienes consideran un promedio del EMBI de los últimos años argumentando que de esa forma se evita tomar en la valuación situaciones atípicas que no reflejen fehacientemente los riesgos del país en cuestión. Por ejemplo, el EMBI calculado para Argentina a mediados de diciembre de 2015 era de 500 puntos básicos pero una vez pasadas las elecciones, al 31 de diciembre de ese año, descendió hasta 438 pb. Este grupo de valuadores, si tuviese que realizar una valuación al 31 de diciembre de 2015 seguramente no tomaría los 438 pb. Pues, consideraría que tal valor responde únicamente al resultado de las urnas, sin que todavía hayan ocurrido modificaciones

estructurales que permitan pensar que el país es menos riesgoso realmente. A favor de ellos se podría anotar que una vez pasada la euforia positiva con la que el mercado recibió el resultado electoral, el EMBI al 21 de enero de 2016 era de 525 pb.

Por otro lado se encuentran quienes sostienen que, como el EMBI se fundamenta en rendimientos esperados, éste ya tiene incorporada tanto la historia como las expectativas en su valor diario. Pues, cuando se calcula el rendimiento esperado se contempla el historial de incumplimientos de pagos que tiene un país. Así, al presentar una valuación al 31 de diciembre de 2015, sería correcto incluir en la tasa de descuento el valor de 438 pb que publicaba JP Morgan Chase.

Parecerían ambos grupos sostener sus opiniones con argumentos válidos. De más estaría recordar que este tipo de interrogantes cobra significado únicamente en países emergentes con variaciones significativas y recurrentes en su nivel de riesgo país. En definitiva, las valuaciones deben aplicar muchas veces lo que el “sentido común” manda. Así, cada caso será particular y la subjetividad del valuador primará.

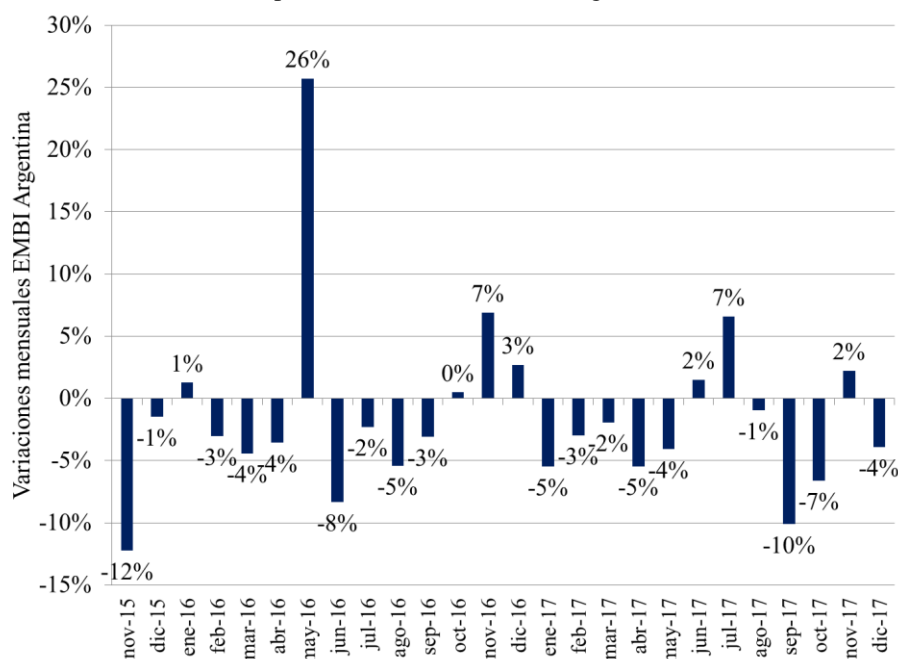
El cuadro a continuación expone la evolución del promedio mensual del índice EMBI para Argentina desde enero de 2000 hasta diciembre de 2017. Como puede observarse, ha alcanzado máximos de casi 7.000 puntos básicos hasta mínimos de 200 puntos básicos.



Fuente: Ámbito Financiero.

A fines de reforzar el concepto de la variabilidad de este índice en el corto plazo, se exponen a continuación las variaciones mensuales de los promedios del EMBI argentino desde fines de 2015 hasta diciembre de 2017. Como puede observarse, en este lapso han coexistido variaciones que van desde -12% hasta + 26%, confirmando la sensibilidad del indicador ante cuestiones políticas, económicas o jurídicas que afectan a los países.

Evolución variación porcentual mensual EMBI Argentina nov-15 a dic-17



Fuente: Ámbito Financiero.

iii. Límites a la inclusión de la prima por riesgo país

López Dumrauf (2010) advierte sobre la posible existencia de límites a la cantidad de puntos básicos que se pueden incorporar a la prima de riesgo país en función de la situación del mercado de renta fija. En esta línea, Daniel Gonzalez (2011) plantea la necesidad de realizar ajustes a la prima de riesgo país ante eventos de default.

López Dumrauf (2010) distingue en la prima de riesgo país los riesgos de crédito de los factores económicos, políticos e institucionales.

El primero está asociado a la probabilidad de incumplimiento de compromisos financieros mientras que los segundos hacen referencia a la volatilidad del PBI, el riesgo fiscal, los riesgos cambiarios, riesgos jurídicos, regulatorios, desconfianzas en las estadísticas, disturbios civiles y ruido político. Estos últimos están presentes aún cuando el riesgo de crédito sea bajo. Por otra parte los riesgos de crédito comienzan a operar cuando el default es potencial, y es allí donde los inversores pasan a valuar los bonos soberanos con quitas, afectando la TIR de los bonos y en consecuencia la medición de la prima de riesgo país. Sobre este punto y a partir de un análisis de la evolución de la prima de riesgo argentino desde 1991 hasta 2010, Daniel Gonzalez (2010) plantea la siguiente hipótesis en su tesis doctoral:

“Cuando existe probabilidad de default de deuda soberana la curva de rendimientos se encuentra invertida porque los inversores precian sus bonos con quitas de capital, y por lo tanto los valores de riesgo país calculados a partir del mercado de bonos no logran explicar el retorno esperado por los accionistas. En consecuencia, cuando los inversores vislumbran la posibilidad de default de deuda soberana no se pueden utilizar en forma directa las primas de riesgo país obtenidas en el mercado de bonos y se hace necesario

poner un límite a la cantidad de puntos básicos incluidos en Prima de Mercado Emergente”

Luego de realizar un estudio para determinar el límite a partir del cual un ajuste por prima de riesgo país se hace necesario en el caso argentino, determina que para el EMBI +ARG estaría aproximadamente en los 1.000 puntos básicos, pues hasta allí el coeficiente de correlación entre éste y el Merval guarda relación significativa. Se deduce entonces que una vez excedido ese límite surgirá una distorsión tal que, trasladada a una valuación conduciría a una incorrecta valoración del proyecto, siendo este “castigado” en exceso por una alta prima de riesgo país viciada de percepción de riesgo de default por el mercado.

iv. Riesgo país y distintas industrias

Otra pregunta que se abre al incluir el riesgo país en la tasa de descuento es si corresponde considerar el 100% del mismo o sólo una parte. Citando el caso de Aceitera General Deheza -empresa argentina que produce aceites crudos de soja, girasol y maní; aceites refinados y envasados; proteínas vegetales, maní apto para consumo humano y blanchado; manteca de maní, mayonesas y aderezos; biodiésel y bioetanol; dedicándose también a la explotación agrícola ganadera y a la comercialización de cereales- cuyas ventas totales durante el ejercicio fiscal 2016/17 alcanzaron US\$ 327 millones, siendo las exportaciones US\$ 110 millones (34%), cabe plantearse si esta empresa está sujeta al total del riesgo argentino o a una porción del mismo.

Nuevamente no hay consenso entre valuadores. En primer lugar, se encuentran quienes incluyen el total del riesgo dado que tanto la compañía, sus empleados, sus plantas industriales, proveedores, como sistema jurídico en el que se encuadra son de índole local. En segundo término, aparecen quienes observan que no sería adecuado tomar el total del riesgo local dado que un tercio de sus ventas ocurren en el exterior y que, ante una crisis en Argentina esta empresa podría seguir colocando gran parte de su producción en mercados internacionales. Ambos grupos parecerían contar con argumentos suficientes para defender sus posiciones. Independientemente de la postura que defina el valuador, lo que deberá primar es un análisis exhaustivo del caso donde no se pierda de vista el “sentido común”.

En este sentido y ampliando el interrogante a los distintos sectores económicos de un país, Daniel Gonzalez (2010) concluye que, debido a que no todas las industrias operan con el mismo nivel de apertura, ni tienen la misma oportunidad de generar ingresos en divisas internacionales, la prima de mercado emergente no afecta en igual a todos los sectores de una economía.

Abuaf (2011), luego de estudiar la correlación entre los retornos de ADR (American Depositary Receipt) de empresas de origen emergente respecto a los cambios en los spread de CDS (Credit Default Swap) de sus respectivos países, concluyó que las industrias tienen diferentes sensibilidades a los cambios en estos últimos, lo que conlleva a pensar que su exposición a riesgos políticos será distinto según el sector

industrial que se trate. Además, las correlaciones observadas en las industrias respecto al riesgo país serían más débiles cuanto más inestables sean las condiciones macroeconómicas de estos. Finalmente, también concluyó que las industrias por sí mismas tienen distintos grados de exposición al riesgo país, independientemente del lugar donde se encuentren.

Así, Abuaf (2015) propone ajustar el riesgo país que se aplica en la tasa de descuento en un rango de 35% a 100%, dependiendo de la industria en cuestión.

3. Conclusiones acerca de la teoría

Del recorrido realizado por las distintas posturas relacionadas a la complejidad del diferencial de riesgos presente en negocios en países en desarrollo puede desprenderse que, en principio, no habría un enfoque objetivamente superior a otro. Ambos parecen tener virtudes y defectos. Incluso reconocidas consultoras a nivel mundial suelen diferir en sus conceptos. Mientras Mc Kinsey es partidaria de reflejar el riesgo país en los flujos de fondos, Deloitte y Price Waterhouse Cooper optan por incorporar el diferencial de riesgos en la tasa de descuento.

Darí­a la impresión que la opción a elegir debería ser coherente con el objetivo que persiguen el valuador y el cliente. Evaluar el contexto en el que se realiza la valuación podría arrojar una idea de cuál camino tomar. Si el cliente desea conocer al detalle los factores que agregan riesgo a su emprendimiento y que por lo tanto aportan incertidumbre al negocio, detallar estos conceptos en el flujo de fondos parecería más apropiado. Por el contrario, si el cliente simplemente desea conocer el valor razonable de su empresa sin entrar en detalles de cómo se arribó al mismo, por cuestiones de simplicidad, practicidad y rapidez, tener en cuenta el riesgo en la tasa de descuento parecería una mejor opción.

Cualquiera sea el camino seleccionado, el resultado final de la valuación no debería diferir demasiado. Pues, si la experiencia demuestra que las compañías de un rubro determinado valen en Argentina en promedio cinco veces EBITDA, llamaría la atención una valuación que arroje un valor de diez veces EBITDA –siempre que la compañía a valuar se encuentre en condiciones de madurez y normalidad razonables-.

En definitiva, parecería que basarse en fundamentalismos no valdría la pena, dado que la valuación de empresas no dejaría de ser al fin una cuestión de “sentido común”, donde se pueden utilizar distintas herramientas para llegar a un valor razonable, no siendo una ciencia exacta con un único método correcto para arribar al resultado esperado.

Se deja para un trabajo de tesis la comprobación empírica de una valuación bajo los diferentes enfoques, así como una apreciación profesional de las principales virtudes y dificultades encontradas a la hora de recorrer sendos caminos.

A. Bibliografía

1. Abuaf, N. (2011), “Valuing emerging market equities – the empirical evidence”, *Journal of applied finance, University of Rochester*, 21:123-141.
2. Abuaf, N. (2015), “Valuing emerging market equities – A pragmatic approach based on the empirical evidence”, *Journal of applied corporate finance, University of Rochester*, 27:71-89.
3. Bekaert, G. y Harvey, C. (2000), “Capital flows and emerging economies: Theory, evidence and controversies”, *University of Chicago*, 6:159-194.
4. Bekaert, G., Harvey, C., y Lundbald, C. (2000), “Emerging equity markets and economic development”, *Documento de trabajo National Bureau of Economic Research*, N° 7763, junio.
5. Bekaert, G., Harvey, C., Lundbald, C. y Siegel, S. (2004), “Global growth opportunities and market integration”, *Documento de trabajo National Bureau of Economic Research*, N° 10990, diciembre.
6. Benos, E. y Weisbach, M. (2004), “Private benefits and cross-listings in the United States”, *Documento de trabajo National Bureau of Economic Research*, N° 10224, enero.
7. Bodnar, M., Dumas, B. y Marston, R. (2003), “Cross-border valuation: the international cost of equity capital”, *Documento de trabajo National Bureau of Economic Research*, N° 10115, noviembre.
8. Castedelo, M. & Schoniger, S. (2015), “Cost of Capital Study 2015: Value enhancement in the interplay of risks and returns”, *KPMG*.
9. Damodaran, A (2002), “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, 2da edición, *Wiley Finance*.
10. Damodaran, A. (2014). “Estimating discount rates, DCF Valuation”, *University of New York*.
11. Deloitte (2014). “Some common mistakes to avoid in estimating and applying discount rates, a middle east point of view”, 36-43.
12. Doidge, C., Karolyi, G.A. y Stulz, R.M. (2001), “Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?”, *Documento de trabajo National Bureau of Economic Research*, N° 8538, octubre.
13. Erb, C., Harvey, C., y Viskanta, T. (1998), “Country risk in global financial management”, *The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts*, enero.
14. Gonzalez, D. (2010), “Decisiones de inversión en mercados emergentes ¿Cómo estimar la prima de riesgo país?”, *UCEMA*.
15. Hamada, R. (1972), “The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks,” *The Journal of Finance*, 27:435-452.

16. James, M. & Koller, T. (2002), "Valuation in Emerging Markets", *Mc Kinsey Corporate Finance Paper*, 78-85.
17. Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005), "Valuation, measuring and managing the value of companies", *New York: John Wiley & Sons*.
18. Lintner, J. (1965), "The valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics*, febrero: 13-37.
19. López Dumrauf, G. (2010), "Finanzas corporativas: un enfoque latinoamericano", 2da edición, *Alfaomega*.
20. Markowitz H. (1959), "Portfolio Selection", *Yale University Press, New Heaven y Londres*.
21. Mossin J. (1966), "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica*, Vol. 34, N° 4: 768-783.
22. Ouzounian, S., Mirza, A. & Biley, J. (2015), "The WACC hurdle: Assessing Cost of Capital and Performance", *Bank of America Merrill Lynch Corporate Finance Topics*.
23. PwC Valuation and Economics Team (2015), "Africa: A closer look at value", 40-68.
24. Sabal, J. (2003), "The Discount Rate in Emerging Markets: A guide", *Universitat Ramon Llull*.
25. Sharpe, W. (1964), "Capital assets prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk", *Journal of Finance*, septiembre.
26. Solnik, B. (1974), "An equilibrium model of the international capital market", *Journal of Economic Theory*.
27. Solnik, B. (1977), "Testing international asset pricing: some pessimistic views", *Journal of Finance*, mayo.
28. Stulz, R., Karolyi, G. y Chan K. (1992), "Global financial markets and the risk premium on U.S. equity", *Documento de trabajo National Bureau of Economic Research*, N° 4074, mayo.
29. Stulz, R., Williamson, R. y Pinkowitz, L. (2003), "Do firms in countries with poor protection of investors rights hold more cash?", *Documento de trabajo National Bureau of Economic Research*, N° 10188, diciembre.
30. Stulz, R., Schlingemann F., Moeller, S. y Ellis, J (2011), "Globalization, governance, and the returns to cross-border acquisitions", *Documento de trabajo National Bureau of Economic Research*, N° 16676, enero.
31. Tobin, J. (1958), "Liquidity Preference as Behavior toward Risk", *Review of Economics Studies*, 25: 65-86.
32. Van Horne, J.C, & Wachowicz, J.M. (2002), "Fundamentos de Administración Financiera", *México D.F.: Pearson Prentice Hall*.

33. Watson, D. & Head, A. (2007), "Corporate Finance: Principles and Practice", *Prentice Hall*, 222-223.

a. Sitios web de referencia para datos e informes financieros:

www.ambito.com

www.imf.org

www.jpmorgan.com

www.minhacienda.gob.ar

www.nbeu.com

www.riscura.com

www.stern.nyu.edu

www.ttrecrod.com