

¿Cuál es la Tasa de Corte en la Argentina? *

Decisiones de Inversión

La teoría de las finanzas corporativas nos enseña que el objetivo de toda empresa es maximizar el valor de la firma para el accionista. Sin embargo, es conveniente aclarar que existe una relación entre la rentabilidad esperada de una inversión y el riesgo de la misma. Cuanto mayor sea la rentabilidad exigida a una inversión, mayor será el riesgo de la misma. Por lo tanto, una definición más acertada sería: *“Maximizar el valor de la firma, sujeta al riesgo que los accionistas estén dispuestos a afrontar”*

Teniendo en cuenta éste postulado, es necesario contar con alguna herramienta que nos permita tomar decisiones de inversión acertadas y acordes con el perfil de riesgo de la empresa. En este sentido, la metodología del Flujo de Fondos Descontada, utilizada en la evaluación económica y financiera de proyectos de inversión, plantea la utilización de una “Tasa de Corte” como una rentabilidad mínima exigida al negocio.

Teniendo en cuenta el valor en el tiempo del dinero, por el cual preferimos recibir un peso hoy en vez de un peso mañana, el VAN, Valor Actual Neto, nos permite obtener un valor actualizado por la “Tasa de Corte”, de los flujos de fondos futuros esperados al momento actual deducida la inversión inicial. Si la rentabilidad del mismo, medida por la TIR, Tasa Interna de Retorno, es mayor a la tasa exigida, es de esperar, salvo situaciones particulares, que el VAN sea positivo y la inversión sea factible.

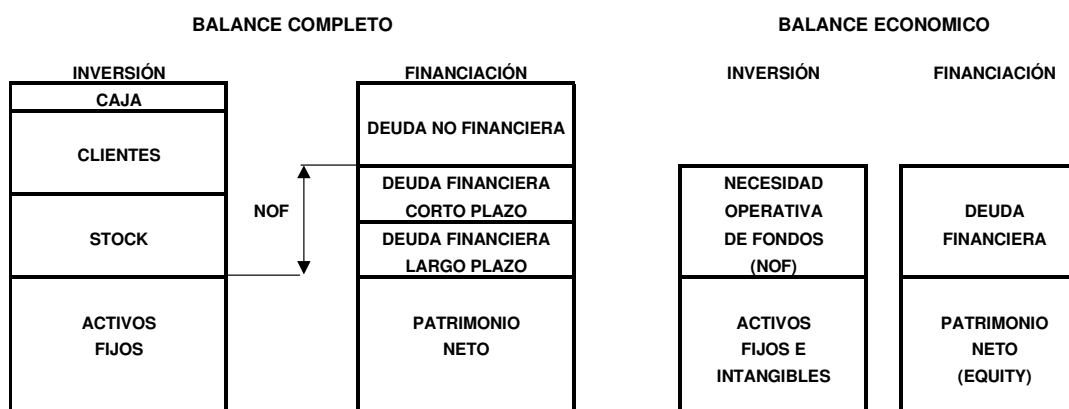
La Tasa de Corte

Ahora bien, considerando las diferentes fuentes de riesgo en la evaluación de proyectos de inversión, quizá la discusión más importante sea cómo calcular la “Tasa de Corte”, y cuáles deberían ser sus componentes. Más aún, pensando en un escenario de alta volatilidad, con tasas de riesgo país por las nubes, como tenemos en la Argentina en *default*, la pregunta adicional sería ¿es correcto utilizar la misma tasa de descuento para todos los flujos, o deberíamos contar con tasas distintas para cada año?

Lejos está la teoría financiera de dar una respuesta exacta a estas cuestiones, pero podemos basarnos en los modelos teóricos existentes en la búsqueda de una solución aplicable. Específicamente, presentaremos una metodología adaptada del WACC, Weighted Average Cost of Capital o Costo Promedio Ponderado del Capital, el cuál es una medida del costo del financiamiento de los proyectos de inversión. Así, si el proyecto de inversión requiere una combinación de deuda y capital propio tal que el costo financiero a afrontar fuera del 35%, y la rentabilidad esperada del proyecto fuera del 30%, más que interesante en la Argentina, es fácil de darse cuenta que el mismo debería ser rechazado.

Componentes del Costo Promedio Ponderado del Capital

Sí reformulamos el balance de una firma, por el cual el Activo = Pasivo + PN; podríamos llegar al Balance Económico, el cual muestra que las inversiones realizadas por la empresa, Capital de Trabajo y Capital Productivo, son iguales a las fuentes de financiamiento, Deuda Financiera o Capital de Terceros y Capital Propio o Equity.



$$NOF = CAJA + CLIENTES + STOCK - DEUDA NO FINANCIERAS$$

El “Balance Económico”, considera que todas las inversiones de corto plazo, NOF o Capital de Trabajo, y las de largo plazo, Activos Fijos e Intangibles, realizadas en un proyecto de inversión, son iguales a la sumatoria de los dos tipos de financiamiento con los cuales cuenta la empresa; Deuda Financiera (D) y Capital Propio o Equity (E). La sumatoria de dichas fuentes (V) representa la estructura de capital del proyecto en cuestión, siendo $V = D + E$.

Si analizamos un poco más los componentes del financiamiento, podemos observar que la deuda de terceros (D) es menos riesgosa que el capital propio (E) y, por lo tanto, la rentabilidad exigida por un inversionista al negocio, K_e , casi siempre, será mayor al costo de la deuda medido por la tasa de interés (K_d). Esto es así, porque los acreedores siempre tienen derecho a cobro antes que los accionistas, realizan cuidadosos análisis de riesgo crediticio antes de determinar la tasa a la cual prestan, etc. y además, dado que los intereses se descuentan de impuestos, el costo marginal de la deuda disminuye por el “Escudo Fiscal” o “Tax Shield”, dado por la tasa marginal de impuesto a las ganancias; impuesto a las ganancias dividido por el beneficio antes de impuestos. En cambio, el inversionista es socio del proyecto y por lo tanto sólo cobra si el negocio funciona.

Ahora bien, mediante el WACC, buscamos obtener el costo promedio ponderado del capital, es decir la combinación del costo de la deuda financiera (K_d) que requiere el proyecto, neta del beneficio impositivo de los intereses, conocido como “Tax Shield” o “Escudo Fiscal”, ponderada por la participación de la misma en la estructura de capital (D/V) y el costo del capital propio (K_e), ponderado por su participación en dicha estructura (E/V).

$$WACC = K_d * (1 - T) * \frac{D}{V} + K_e * \frac{E}{V}$$

Siendo,

D = Deuda Financiera a Valor de Mercado.

E = Valor de Mercado del Equity de la Empresa.

V = D + E

$K_d * (1 - T)$ = Costo Marginal de la deuda, neto del Efecto Impositivo.

K_e = CAPM = Rentabilidad exigida al Proyecto por el Accionista.

Un error común en este cálculo, es tomar la Deuda y el Equity a valores contables. La forma correcta es tomar valores de mercado. Por un lado, el valor actual de la Deuda y, por el otro, el valor del Equity que, para empresas que cotizan en Bolsa, se representa por la Capitalización Bursátil (Precio de Mercado de la Acción * Cantidad de acciones en

Circulación). En el caso de un proyecto de inversión, es posible definir el financiamiento “Target” u óptimo, obtenido de la estructura óptima de capital; nivel de D/E que minimiza el costo del capital y maximiza el valor de la empresa. Si bien este nivel es difícil de calcular y alcanzar, se podría utilizar el promedio de la industria, generalmente por industria las empresas poseen una estructura similar. En la Argentina podríamos estar hablando de alrededor del 40% a 50%.

Los componentes de la primer parte de la fórmula son los más fáciles de determinar. Simplemente tendríamos que ver cuál sería la tasa de interés a la cuál le prestaría el mercado una suma de dinero por el mismo plazo del proyecto. La misma se relaciona con la calificación de deuda otorgada por las calificadoras de riesgo, como S&P y Moody's, considerando que ninguna empresa puede superar en 3 escalones la categoría del país. A dicha tasa, se la multiplica por (1-Tasa de Impuesto a las Ganancias), obteniéndose como resultado el verdadero costo de la deuda para la empresa; el costo marginal de la deuda a largo plazo neto del efecto impositivo. Por último, este costo se pondera por la participación de la deuda en la estructura de capital.

La discusión más importante, es la determinación del costo del capital, rendimiento exigido por los accionistas al proyecto materializado por la esperanza de cobrar dividendos u obtener una ganancia de capital con la valorización de la empresa.

Los componentes de la rentabilidad exigida por el accionista a una inversión son una tasa libre de riesgo, instrumento emitido por el un Gobierno que “no tenga” riesgo de default ni de reinversión, y una prima por el riesgo no sistemático o de mercado; mínimo riesgo que puede alcanzar una cartera de activos locales bien diversificada. Podemos identificar 2 tipos de riesgos:

- Riesgo sistemático: es el riesgo de realizar un proyecto de inversión en un mercado de un país específico.
- Riesgo no sistemático: es el riesgo propio del negocio, relacionado con las características específicas del sector y la empresa que llevará adelante el proyecto. Básicamente refleja el riesgo operativo y financiero.

El modelo utilizado para medir el costo del capital es el CAPM (Capital Assets Pricing Model o Modelo de Valuación de Activos de Capital). Este modelo capta los 2 tipos de riesgos:

$$CAPM = Tlr + \beta * (E(m) - Tlr)$$

Siendo,

Tlr = Tasa Libre de Riesgo;

β = Medida del Riesgo Sistemático.

E(m) = Retorno Esperado del Mercado.

$\beta * (E(m) - Tlr)$ = Prima por Riesgo Sistemático.

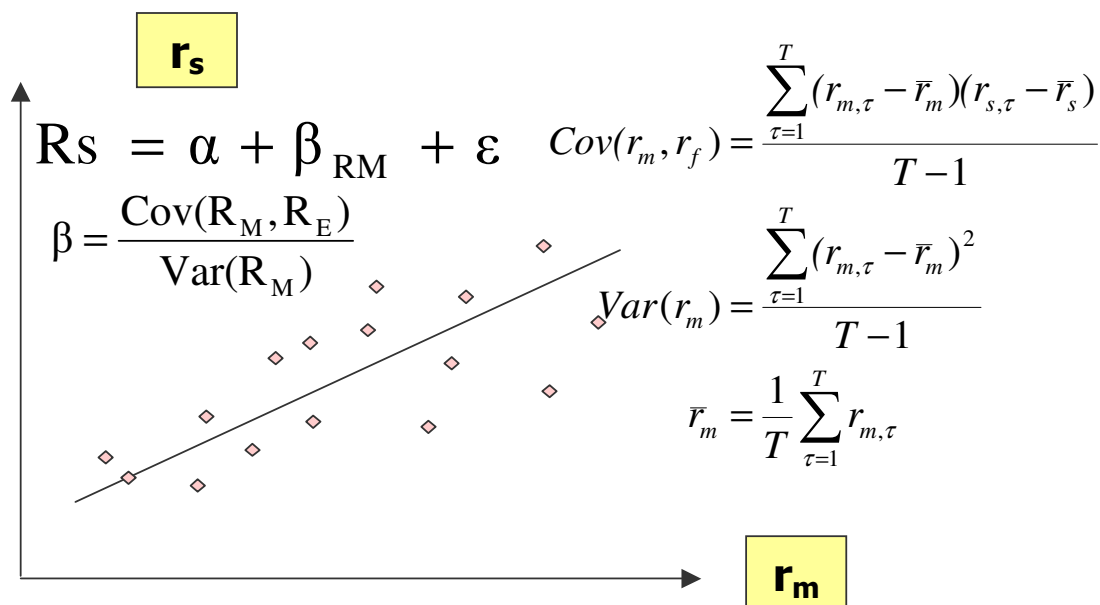
El coeficiente beta representa el riesgo en un portafolio bien diversificado. Cuando se construye una cartera de inversión se incorpora una cierta cantidad de activos. A medida que el número de activos aumenta el riesgo total del portafolio, medido por su desvío estándar disminuye.

Pero llega un momento que aunque aumente el número de activos el riesgo del portafolio no disminuye más, este riesgo se denomina riesgo sistemático o riesgo propio del mercado y es el riesgo que representa el coeficiente beta.

Esto significa que el CAPM supone que el inversor diversificó su portafolio y que eliminó el riesgo no sistemático mediante una apropiada diversificación. Habiendo procedido así, el único riesgo que queda es el propio del mercado que es el riesgo sistemático representado mediante beta.

Este es el único riesgo que interviene en la ecuación que relaciona el retorno del portafolio con el retorno del mercado. No es la varianza total de los retornos la que afecta el rendimiento esperado sino la parte de la varianza que no puede ser eliminada mediante diversificación.

Si consideramos un proyecto a largo plazo en EEUU, obviamente en dólares, como Tlr se tomaría el promedio geométrico de los rendimientos históricos de un Bono de Largo Plazo (T-Bond), como el de 10, 20 o 30 años, emitido por la FED; Reserva Federal de dicho país. La β sería la pendiente de la regresión por mínimos cuadrados que intente predecir la variabilidad de los retornos esperados de la acción en cuestión ante cambios en el Índice del Mercado en el cuál cotice la misma. La β depende del tipo de negocio o la ciclicidad de los ingresos, y del Apalancamiento Operativo y Financiero de la empresa. Representa el Riesgo Sistemático.



Siendo,

$\mathbf{r_s}$ el retorno esperado de la Acción.

$\mathbf{r_m}$ el retorno esperado del Índice de Mercado.

α la ordenada al origen de la recta de regresión.

VAR la varianza de los retornos. Esta es una medida de la variabilidad de los datos de una variable. Medida como desvío estándar, la raíz cuadrada de la varianza, es una medida de riesgo asociado, en este caso a los retornos esperados de la acción o del mercado.

COV la covarianza entre los retornos de la acción y del mercado. Indica el grado de relación que existe entre ambas variables. Por ejemplo, si la covarianza es positiva, si aumentan los retornos del mercado, también lo harán los de la acción, y viceversa. Si el valor es nulo, entonces no existe relación entre los retornos.

T la cantidad de períodos bajo análisis de la regresión.

Si al retorno esperado del mercado, medido en este caso por el promedio geométrico de los retornos históricos del Índice de la Bolsa de New York, S&P500, le restamos la Tlr , obtenemos el exceso de retorno del mercado por sobre la rentabilidad mínima exigida a cualquier inversor. Por último, al multiplicar este resultado por la β , es posible medir la Prima por el Riesgo Sistemático. O sea, el coeficiente beta indica cuál es el porcentaje de crecimiento de la acción cuando el premio por mantener riesgo, es decir, $(E(m) - Tlr)$ crece 1%.

Cabe aclarar que es más correcto estimar los retornos esperados del Índice de Mercado en lugar de utilizar los retornos históricos. Esto es porque nadie nos asegura que el comportamiento futuro sea similar al pasado.

El coeficiente beta por lo general se aproxima al valor uno; cuando es menor que uno se dice que el activo es conservador, ya que el rendimiento varía menos que el índice de mercado, cuando es superior a uno se dice que el activo es agresivo.

La información utilizada se fundamenta en los libros de Damodaram; quienes estén interesados pueden visitar su página web, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, en la cual encontrarán todos los recursos utilizados en la valuación de empresas.

Adaptación del Cálculo a la Argentina y los Países Emergentes

La metodología anterior, claramente nos brinda un costo del capital para un proyecto en dólares y en EEUU. Veremos entonces como lo corregimos para obtener una tasa para un proyecto en pesos y en la Argentina.

Como vimos anteriormente, los componentes de la rentabilidad exigida a un proyecto de inversión eran, la tasa libre de riesgo, instrumento emitido por un Gobierno; una prima por el riesgo de mercado, mínimo riesgo que puede alcanzar una cartera de activos locales bien diversificada; y el riesgo propio de la industria y la empresa específica, con un grado de apalancamiento operativo y financiero.

Supongamos por un momento que el proyecto rinde menos que un Bono de Largo Plazo del Tesoro de EEUU, medida aproximada de la tasa libre de riesgo, ¿usted aceptaría realizar la inversión? Claramente no. Dejaría su plata en dichos bonos y no tomaría tantos riesgos. Por lo tanto la exigencia de rentabilidad es bastante mayor.

Generalmente, en los países emergentes se suele sumar una prima adicional por el “Riesgo País”. El “Riesgo País” es medido por el EMBI+ del JP Morgan, construido a partir de los bonos de la deuda externa de los países emergentes. Una alternativa es incluir sus efectos en el flujo y no en la tasa.

En la Argentina, por los efectos de la devaluación, la pesificación asimétrica y el *default*, los niveles de riesgo han tocado el cielo. En dicho escenario, la tasa de corte exigida a un proyecto de inversión, que incluya este índice, parecería ser lo suficientemente alta como para rechazar cualquier proyecto.

Entonces, ***¿podríamos afirmar que en la Argentina actual, Junio 2004, los proyectos de inversión no son viables?***

Si tomamos el promedio de los rendimientos de los Bonos de Largo Plazo de EEUU, obtenemos una Tasa Libre de Riesgo del 7%. Sin embargo, si estamos trabajando en un proyecto a 10 años, es más representativo utilizar la rentabilidad de los Bonos de 10 años, actualmente alrededor de 4.75%. Si le sumamos el valor del EMBI Argentina, actualmente en los 5.100 puntos básicos, obtendríamos, antes del riesgo del negocio, un costo del capital propio cercano al 55%. Si este cálculo fuera correcto, y si tomáramos una “Tasa de Corte” mayor al 55% prácticamente ningún proyecto sería rentable.

La buena noticia, es que el EMBI+ no es la medida exacta del impacto del riesgo argentino en los negocios, y por lo tanto, las tasas son menores.

Durante los años '90, en un contexto de aparente estabilidad, los bancos de inversión solían sumar entre un 4% y un 8% por este concepto. En la actualidad, según una metodología propuesta por el Profesor Aswath Damodaram, aceptada en el mundo entero, el número trepa al 11.9%; en el 2001 superaba el 18%.

Dicho calculo parte de la calificación de Riesgo otorgada por las Calificadoras de Riesgo, como Standard & Poor's o Moody's, al país en cuestión. Los países sin riesgo reciben una calificación de AAA. Esta calificación se relaciona con el "Riesgo de Default". La calificación actual de la Argentina es de B3, a la cual le corresponde una Prima por Default de 850 puntos Básicos por sobre el T-Bond. (Fuentes: Corporate spreads: <http://www.bondsonline.com> y Country Bond: <http://www.bradynet.com>)

El Premio por el Riesgo Total, se calcula sumando a la Tlr la Prima de Default ajustada por la relación entre el Mercado Local de Acciones vs. el Mercado Local de Bonos de la deuda externa, (Desviación estándar del Mercado de Equity, utilizando el BURCAP / Desviación estándar del Mercado de Bonos, utilizando el EMBI+). Este factor es aproximadamente de 1.5; el factor actual para la Argentina se encuentra más cercano a 1.4. La Prima de Riesgo País se obtiene como la diferencia entre la Prima de Riesgo Total – la Prima de Riesgo de Default.

Adicionalmente, la Prima de Riesgo País no afecta a todos los proyectos por igual. Entonces, tenemos 2 situaciones:

- 1) Si todas las empresas en el país tienen igual exposición al riesgo:

$$K_e = Tlr + \beta * (E(m) - Tlr) + PrimaRiesgoPaís$$

- 2) Si la exposición al riesgo país y el riesgo de mercado son similares:

$$K_e = Tlr + \beta * (E(m) - Tlr + PrimaRiesgoPaís)$$

- 3) Tratar el riesgo país como un factor separado, suponiendo que todas las empresas tienen diferentes exposición al mismo:

$$K_e = Tlr + \beta * (E(m) - Tlr) + A_j \otimes PrimaRiesgoPaís$$

siendo A_j un coeficiente que puede ser el cociente entre las ventas de las empresas en el país, con respecto a la producción total, y lo que vende la empresa que estamos evaluando en el país, respecto a su producción total. Ejemplo: las ventas en el país de todas las empresas son 80% y la empresa en cuestión vende el 60% en el mercado local $A_j = 60/80$; $A_j = 0.75$

El cálculo del profesor de la New York State University, arroja un resultado similar al estudio presentado por Ecolatina. En el mes de enero de 2004, la consultora fundada por el actual Ministro de Economía Roberto Lavagna propuso calcular el “Riesgo País” a partir de los BODEN 2012, bono más representativo por no estar en *default*. La medida actual es de 1.200 puntos básicos. Este indicador se ubicaba en octubre del 2002 en un 20%.

Por lo tanto, una mejor estimación del costo del capital mínimo sería cercano a un 18%. Recordemos que a este cálculo debemos agregarle la prima por el riesgo propio del negocio, la cual se estima multiplicando el Beta (β), medida que expresa la sensibilidad de los retornos de una acción a los movimientos del Mercado, por el exceso de retorno esperado del mercado por sobre la tasa libre de riesgo.

En la Argentina, donde el mercado de capitales es pequeño y la mayoría de las empresas son de capital cerrado, la información disponible no es 100% confiable y no contamos con estadísticas que nos permitan obtener una medida aceptable del riesgo propio de cada industria. Una alternativa sería utilizar Betas comparables de sectores o empresas que coticen en Wall Street.

La Betas obtenidas según la metodología presentada anteriormente, son Betas que contienen el apalancamiento de la empresa (Beta Leverage). En el caso de los comparables, es recomendable utilizar las Betas sin apalancamiento (Beta Unleverage).

Por lo tanto, vamos a utilizar las Betas promedio de la industria sin apalancamiento de la siguiente forma:

$$\beta_U^{USA} = \frac{\beta_L^{USA}}{\left[1 + (1-t) \frac{D}{E}\right]}$$

donde,

β_U^{USA} es la Beta desapalancada para una empresa específica en Estados Unidos.

β_L^{USA} es la Beta apalancada para una empresa específica en Estados Unidos.

t es la tasa marginal de impuesto a las ganancias.

(1-t) es el efecto del Escudo Fiscal.

D es la Deuda Financiera de la Estructura de Capital definida para el proyecto.

E es el Equity de la Estructura de Capital definida para el proyecto.

D/E es el grado de apalancamiento.

Una vez que se obtienen los coeficientes Betas desapalancados de las empresas seleccionadas, se recomienda que como mínimo sean 3, pertenecientes a la industria en cuestión, se calcula el promedio de alguna de las dos formas siguientes:

1. Un promedio simple de los valores obtenidos.
2. Un promedio ponderado por la capitalización de mercado de cada empresa.

El segundo método es más recomendable que el primero ya que tiene en cuenta el tamaño de cada empresa y su exposición al mercado de capitales.

La Beta apalancada que se utilizará en el proyecto se calculará con la siguiente fórmula:

$$\beta_L^{ARG} = \overline{\beta_U^{USA}} \otimes \left[1 + (1-t) \frac{D}{E}\right]$$

donde,

$\overline{\beta}_U^{USA}$ es la Beta desapalancada promedio del Sector en los Estados Unidos.

β_L^{ARG} es la Beta apalancada para la empresa en la Argentina.

Utilizando comparables en EEUU, la tasa de corte que se obtenga será aplicable a una inversión realizada en dólares y por lo tanto, deberíamos ajustarla por un factor que relaciona la inflación esperada en Argentina sobre la inflación esperada en EEUU. Según las proyecciones del reporte económico “UB MacroSíntesis”, dicho factor de ajuste es de 1,043 (1,074/1,03).

Un Caso Práctico en la Argentina

En la tabla adjunta encontramos los resultados del modelo presentado. Dado que los factores a incluir son demasiados, hemos decidido tomar la información de sectores comparables en EEUU, y ajustar el resultado para un proyecto en la Argentina y en pesos.

A partir de las Betas sin Leverage, desapalancadas, de las industrias similares en EEUU, se definieron 5 Grupos ordenados por niveles de Riesgo Operativo y Financiero, para empresas en la Argentina con diferentes niveles de deuda, apalancamiento financiero, a distintas tasas de interés.

TASAS DE CORTE Y COSTO DEL CAPITAL PROPIO PARA UN PROYECTO EN PESOS EN LA ARGENTINA EN SECTORES SELECCIONADOS
 (Máximos y Mínimos estimados para combinaciones de Deuda desde 0% a 80% y tasas de interés de entre 10% y 30%)

Industrias Comparables en EEUU	Beta sin Deuda	Costo del Capital Propio en US\$	Costo del Capital Propio en \$	Tasa de Interés	Tasa de Corte Deuda 20%	Tasa de Corte Deuda 40%	Tasa de Corte Deuda 60%	Tasa de Corte Deuda 80%
Grupo I: Empresas de Muy Bajo Riesgo								
Metales Preciosos, Distribución de Gas Natural, Textil,	Min: 0,38	Min: 19,2%	Min: 24,3%	i 10%:	21,47%	18,68%	15,93%	13,23%
Electricidad, Inversiones, Automóviles, Tabaco, Acero,				i 15%:	22,12%	19,98%	17,88%	15,83%
Tiendas de Comida, Servicios Financieros, Textil, Agua,	Prom: 0,53	Prom: 24%	Prom: 29,3%	i 20%:	22,77%	21,28%	19,83%	18,43%
Energía, Alimentos, Producción de Petróleo, Bebidas,				i 25%:	23,42%	22,58%	21,78%	21,03%
Neumáticos y Caucho, Materiales de Construcción.	Máx: 0,64	Máx: 34,3%	Máx: 40,1%	i 30%:	24,07%	23,88%	23,73%	23,63%
Grupo II: Empresas de Riesgo Bajo								
Autopartes, Cemento, Restaurantes, Cosméticos,	Min: 0,65	Min: 21,5%	Min: 26,7%	i 10%:	24,0%	21,4%	18,9%	16,5%
Servicios Industriales, Equipamiento de Oficinas, Metales,				i 15%:	24,7%	22,7%	20,9%	19,1%
Mobiliario, Servicios Médicos, Artefactos del hogar,	Prom: 0,75	Prom: 30,5%	Prom: 36,1%	i 20%:	25,3%	24,0%	22,8%	21,7%
Productos Químicos, Carbón, Petróleo, Editoriales,				i 25%:	26,0%	25,3%	24,8%	24,3%
Seguros, Calzados, Diarios, Vestido, Ventas Minoristas,	Máx: 0,91	Máx: 50,1%	Máx: 56,5%	i 30%:	26,6%	26,6%	26,7%	26,9%
Farmacias, Metales y Minas, RRHH, Telecomunicaciones.								
Grupo III: Empresas de Riesgo Medio								
Transporte Aéreo, Servicios Informáticos,	Min: 0,95	Min: 21,5%	Min: 26,7%	i 10%:	24,1%	21,5%	19,0%	16,6%
Publicidad, TV por Cable, Drogas,				i 15%:	24,7%	22,8%	20,9%	19,2%
Electrónicos, Compañías de Inversión,	Prom: 1,01	Prom: 30,7%	Prom: 36,3%	i 20%:	25,4%	24,1%	22,9%	21,8%
Servicios de Educación, Entretenimiento,				i 25%:	26,0%	25,4%	24,8%	24,4%
Proveedores para Tiendas Departamentales,	Máx: 1,09	Máx: 50,5%	Máx: 56,9%	i 30%:	26,7%	26,7%	26,8%	27,0%
Grupo IV: Empresas de Riesgo Medio Alto								
Biología, Electrónica, Instrumentos de Precisión,	Min: 1,16	Min: 22,8%	Min: 28,1%	i 10%:	25,5%	23,1%	20,7%	18,5%
Equipos Eléctricos, Redes Celulares.				i 15%:	26,2%	24,4%	22,6%	21,1%
	Prom: 1,28	Prom: 34,4%	Prom: 40,2%	i 20%:	26,8%	25,7%	24,6%	23,7%
				i 25%:	27,5%	27,0%	26,5%	26,3%
	Máx: 1,51	Máx: 59,5%	Máx: 66,3%	i 30%:	28,1%	28,3%	28,5%	28,9%
Grupo V: Empresas de Alto Riesgo								
Servicios de Software, Tecnología para Hospitales,	Min: 1,7	Min: 27,0%	Min: 32,4%	i 10%:	30,2%	28,1%	26,2%	24,5%
Computadoras y Periféricos, Internet, E-commerce,				i 15%:	30,8%	29,4%	28,1%	27,1%
Equipos de Telecomunicaciones, Semiconductores.	Prom: 2,14	Prom: 46,4%	Prom: 52,6%	i 20%:	31,5%	30,7%	30,1%	29,7%
				i 25%:	32,1%	32,0%	32,0%	32,3%
	Máx: 2,80	Máx: 88,3%	Máx: 96,3%	i 30%:	32,8%	33,3%	34,0%	34,9%

Fuente: UB MacroSíntesis en base a datos de Damodaram y el INDEC.

Conclusiones

Según los resultados obtenidos, podemos afirmar que la decisión de no invertir tomada por muchas empresas no se justifica en el nivel de la “Tasa de Corte”, si no en su cálculo y uso incorrecto. Por ejemplo, es un error tomar estas tasas como “Tasa de Corte” para cada año que dura del proyecto. Es de esperar que el riesgo disminuya en el futuro y, por lo tanto, es más acertado usar una “Tasa de Corte” que disminuya en el tiempo.

Otro error típico, por desconocimiento, es utilizar la misma tasa de corte para todas sus líneas de negocio. Más aún, algunas empresas multinacionales utilizan la misma tasa de corte para todos sus negocios en todos los países del mundo. Este es un gran error. No

podemos exigirle la misma rentabilidad a todos los negocios, y mucho menos podemos tomar decisiones en la Argentina o en Singapur en base un mismo rendimiento esperado. Estrictamente hablando, para cada proyecto existe una tasa distinta.

En toda crisis existen oportunidades de negocio, y así como muchos proyectos dejaron de ser viables desde el 2001, muchos otros, como los basados en el agro, la sustitución de importaciones y las exportaciones, comenzaron a ser rentables.

Finalmente, si bien es verdad que la Argentina no cuenta con un marco jurídico y económico que aliente a las inversiones, los empresarios deben tener en cuenta que existen negocios rentables. Si utilizan todas las herramientas disponibles para la correcta evaluación económica y financiera de los proyectos, realizando simulaciones que nos permitan reducir la incertidumbre, podrán realizar inversiones beneficiosas y rechazar las que no se ajusten al modelo.

Lic. Mariano G. Merlo

Lic. en Economía (UCA); Especialista en Finanzas (UB); Master en Finanzas (CEMA). Coordinador Académico del MBA mención Finanzas de la Empresa y de la Especialización en Análisis Financiero de la Escuela de Economía y Negocios Internacionales (EENI); Director Académico de los cursos de posgrado en Economía y Finanzas de la Universidad de Belgrano. Director de UB MacroSíntesis. Responsable Económico de las Sinergias – Telefónica Móviles (MoviStar)

*Ampliación del Artículo publicado en la Revista Fortuna del 5 de Junio 2004.