

Nota de Actualidad Número 34-Julio de 2008

¿Qué tasa de descuento utilizar?: una aplicación a la actividad emprendedora.

Diego Gauna
Coordinador del Centro de Investigación en Negocios
Graduate School of Business
Universidad de Palermo
dgauna@palermo.edu

La actividad emprendedora en Argentina ha crecido en forma apreciable en la última década. Según el Observatorio Global de Emprendimientos (GEF), la tasa de la actividad emprendedora en estado inicial en Argentina se incrementó del 9.2 % en el año 2000 al 14.40 % en el año 2007.

No obstante ello, el acceso al financiamiento externo por parte de los emprendedores es aun muy limitado dada las características estructurales del sistema bancario argentino y al escaso (aunque incipiente) desarrollo de los vehículos apropiados para la actividad, tales como los capitales de riesgo y los inversores "ángeles". Por esta razón, la frase con contenido humorístico que dice que los emprendedores se financian con las "tres F" (*family, friends and fools*) se adapta perfectamente a la realidad de nuestro país.

Este hecho tiene como consecuencia que, al no disponer de vehículos alternativos de financiamiento para sus proyectos, los emprendedores deben destinar gran parte de su riqueza a la actividad emprendedora, reduciendo las posibilidades de diversificación. Esta falta de diversificación de los emprendedores argentinos afecta a una de las variables clave para determinar el éxito financiero de un proyecto: la tasa de descuento.

La tasa de descuento de un proyecto se puede definir como la tasa mínima de rentabilidad exigida por un inversor, dado el nivel de riesgo del proyecto. Es muy común en la práctica profesional estimar la tasa de descuento de un proyecto en base al modelo de valuación de activos financieros desarrollado en la década del '70 por William Sharpe y John Lintner: el modelo CAPM ("Capital Asset Pricing Model"). Según el modelo CAPM, la tasa de rendimiento esperada de un activo debe ser igual a la tasa libre de riesgo más la prima de riesgo esperada de mercado multiplicada por la beta del activo. ¿Qué representa beta? Constituye la contribución del riesgo de un activo al riesgo de un portafolio suficientemente diversificado y mide la sensibilidad de los retornos del activo a los movimientos del mercado.

Uno de los aportes más importantes del modelo CAPM es el planteamiento de que, en un portafolio suficientemente diversificado, **el riesgo de un activo individual no importa**: el riesgo debe medirse por la correlación del activo con el mercado. De este modo, los inversores deberían exigir tasas de rentabilidad más altas a activos con betas más altas, independientemente del riesgo específico del activo. Un ejemplo paradigmático es la inversión en activos del sector agropecuario. Si bien los mismos

tienen altos niveles de riesgo específico (como, por ejemplo, el riesgo climático), tienen una baja correlación histórica con el mercado. De este modo, la tasa de rentabilidad exigida por un inversor diversificado a un activo del sector agropecuario debería ser relativamente baja.

Como señalamos líneas anteriores, el modelo CAPM es el más popular para estimar tasas de descuento de proyectos de inversión. Sin embargo, debe tenerse presente que sólo es aplicable en la medida en que los inversores se encuentren diversificados! Si gran parte de la riqueza de un emprendedor se destina a su actividad, la tasa de descuento que surge del modelo CAPM subestima la verdadera tasa de descuento y el enfoque de utilizar "betas comparables" deja de tener sentido.

Ahora, ¿qué alternativas existen? El principio básico es que, si un inversor no está diversificado, la tasa de rentabilidad exigida por el inversor debería estar relacionada al riesgo específico del activo. Sin embargo, no existe en la literatura financiera un consenso de cómo debería incluirse el riesgo específico en la tasa de descuento. Esto lleva a los inversores a fijar una tasa de descuento en función de sus expectativas de rentabilidad ("*hurdle-rate*") y no en función del riesgo del proyecto. Si bien este enfoque es el más simple ("Invierto sólo si la tasa de rentabilidad esperada es del 35 % anual, por ejemplo"), puede conducirnos a la toma de decisiones erróneas, fundamentalmente por la sobreestimación de la tasa de descuento.

En este contexto, se recomienda realizar un minucioso análisis de sensibilidad, teniendo en cuenta que la tasa de descuento debe ser mayor a la que surge del modelo CAPM y menor a un límite fijado arbitrariamente. Dicho procedimiento puede evitar, por un lado, que dejemos pasar buenos proyectos por castigarlos excesivamente; y, por otro lado, evitaremos invertir en malos proyectos por estimar erróneamente la tasa de descuento, utilizando un modelo no apropiado para un inversor no diversificado.

**Center for Business Research and Studies
Graduate School of Business
Universidad de Palermo**

Av. Madero 942, 8º piso
C1106ACV – Buenos Aires, Argentina
Tel. (5411) 5199-1399
www.palermo.edu/gsb

Director:

Daniel Seva
dseva@palermo.edu

Coordinador general de investigación:

Diego Gauna
dgauna@palermo.edu

Finanzas y economía:

Conrado Martínez
cmarti1@palermo.edu

Rubén Ramallo
rramal1@palermo.edu

Marketing:

Gabriel Krell
gkrell@palermo.edu

Management:

Patricio O' Gorman
pogorman@palermo.edu