

Costo de capital y horizonte de valorización

El costo promedio ponderado de capital (WACC) es una de las métricas más utilizadas en finanzas corporativas. Constituye un elemento central en la evaluación de proyectos y en la valorización de empresas, ya que determina la tasa a la cual se descuentan los flujos de caja futuros.

Formalmente, el WACC se define como:

$$R^{WACC} = \frac{E}{D+E} \cdot R_E + \frac{D}{D+E} \cdot R_D \cdot (1 - T),$$

donde E representa el valor del patrimonio, D la deuda, R_E el costo del patrimonio, R_D el costo de la deuda y T la tasa de impuestos corporativos.

Si bien su cálculo es directo, la estimación de sus componentes no siempre es trivial. En particular, cuando hablamos de flujos de caja de largo plazo, es razonable preguntarse si los parámetros utilizados deben reflejar las condiciones actuales de la empresa o sus condiciones de largo plazo.

Las características financieras de una firma tienden a cambiar en el tiempo. La estructura de capital puede converger hacia un nivel objetivo (o de equilibrio), el costo del patrimonio puede reflejar el riesgo estructural de la empresa más allá de fluctuaciones recientes y el costo de la deuda depende tanto del riesgo crediticio como de la estructura de tasas de interés de la economía.

Una forma apropiada para abordar este problema es distinguir entre estimaciones de corto y largo plazo para tres componentes fundamentales del WACC: la estructura de capital, el costo del patrimonio y el costo de la deuda.

Estructura de Capital

La primera dimensión corresponde a la proporción de financiamiento asociada a deuda y a patrimonio.

En el corto plazo, resulta apropiado utilizar la estructura de capital actual de la compañía, ya que refleja las condiciones financieras efectivamente observadas al momento de la valorización

En el largo plazo, en cambio, es habitual utilizar una estructura de capital objetivo. Muchas empresas mantienen políticas financieras que buscan converger hacia niveles de apalancamiento considerados sostenibles o consistentes con su perfil de riesgo. En este contexto, la estructura objetivo suele representar de mejor manera el financiamiento esperado de la firma en equilibrio.

Costo del Patrimonio

El costo del patrimonio refleja el retorno exigido por los accionistas para compensar el riesgo de la inversión.

En el corto plazo, este costo puede estimarse utilizando información reciente de mercado ($R_{E,CP}$), como volatilidad observada de los retornos y parámetros del modelo CAPM. Algo riguroso y apropiado podría ser utilizar la estimación dinámica de betas, identificar las condiciones económicas de corto plazo y calcular un beta promedio dentro de los periodos en los que el ciclo económico tenga condiciones similares al ciclo actual.

En el largo plazo, resulta conveniente utilizar estimaciones que reflejen el riesgo estructural de la empresa. Una alternativa consiste en estimar la volatilidad de largo plazo mediante modelos econométricos como modelos GARCH, los cuales permiten identificar una varianza de largo plazo a partir de la dinámica histórica de la firma y, a partir de ese input, construir las exigencias de patrimonio de largo plazo ($R_{E,LP}$).

Esta estimación debe ajustarse (apalancarse) considerando el apalancamiento asociado a la estructura de capital objetivo, permitiendo que el costo del patrimonio de largo plazo sea coherente con el perfil financiero esperado de la empresa.

Costo de la Deuda

El costo de la deuda puede descomponerse conceptualmente en dos elementos: una tasa base y un spread crediticio asociado al perfil de riesgo de la firma ($R_D = R_F + spread$).

La tasa base se relaciona con la estructura temporal de tasas de interés de la economía (la tasa libre de riesgo). En este sentido, las tasas de corto ($R_{F,CP}$) y largo plazo ($R_{F,LP}$) observadas en la curva de rendimientos constituyen una referencia apropiada para estimar el costo de financiamiento libre de riesgo.

El spread crediticio refleja el riesgo de incumplimiento de la empresa. Una forma de aproximarlos consiste en utilizar estimaciones de probabilidad de default asociadas al nivel de apalancamiento de la firma. En particular, mayores niveles de deuda en la estructura de capital objetivo se asocian con mayor riesgo de crédito y, por lo tanto, con mayores spreads.

En el corto plazo, el costo de la deuda puede aproximarse utilizando las condiciones actuales de financiamiento de la empresa ($R_{D,CP}$), observables a partir de préstamos bancarios y bonos emitidos durante el (los) últimos periodo(s).

En el largo plazo, en cambio, es razonable utilizar tasas consistentes con la curva de rendimientos de largo plazo¹ y con el riesgo crediticio asociado a la estructura de capital objetivo para construir el costo de financiamiento de largo plazo ($R_{D^{LP}}$).

Estructura de Capital incorporando la dinámica temporal

Considerar explícitamente estas tres dimensiones permite reconocer que el costo de capital relevante puede diferir entre horizontes de corto y largo plazo. Al incorporar la evolución esperada de la estructura financiera de la empresa, el WACC deja de ser un parámetro estático y pasa a reflejar de manera más consistente las condiciones económicas que enfrentará la firma a lo largo del tiempo. Esto permite realizar evaluaciones de proyectos de largo plazo y valorizaciones corporativas sobre una base más robusta y coherente con la dinámica económico-financiera de la empresa².

En la práctica, la transición entre los parámetros de corto y largo plazo puede modelarse mediante interpolaciones entre ambos horizontes. Esto permite construir trayectorias consistentes para la estructura de capital, el costo del patrimonio y el costo de la deuda a lo largo del tiempo. Existen diversas alternativas metodológicas, desde interpolaciones lineales hasta esquemas geométricos o funciones de convergencia hacia la estructura objetivo.

La elección del método puede apoyarse en evidencia histórica de la firma o del sector, particularmente en relación con la velocidad de ajuste hacia la estructura de capital objetivo. De esta forma, el análisis incorpora de manera explícita cómo evolucionan los parámetros financieros relevantes a medida que la empresa converge hacia su equilibrio de largo plazo.

¹ La estructura temporal de tasas de interés evoluciona en el tiempo. Cambios en la Tasa de Política Monetaria afectan principalmente las tasas de corto plazo y generan nuevos equilibrios que determinan las tasas de mediano y largo plazo. Para modelar esta dinámica pueden utilizarse simulaciones de Monte Carlo de la curva de tasas, considerando nivel, pendiente y curvatura, mediante parametrizaciones como Nelson-Siegel o métodos de interpolación.

² Otro componente que también puede ser relevante es la tasa de impuestos corporativos. Cuando existen cambios tributarios programados, el ajuste es relativamente directo: en el corto plazo se utiliza la tasa vigente y, a partir del periodo en que entra en vigor la reforma, se incorpora la nueva tasa impositiva en el cálculo del WACC.