

LA ASIGNACIÓN DE UN COSTO AL CAPITAL PROPIO EN EL COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC)

Luis Adrián Barrera

Universidad de Buenos Aires

SUMARIO: 1. Estructura de capital; 2. Apalancamiento financiero.

Para comentarios: lbarrera@econ.uba.ar

La incorporación de ciertos conceptos en la formación de los jóvenes alumnos que provienen de distintas bibliografías, en especial la americana, traducida por españoles o mexicanos adolecen de no contemplar el contexto de nuestro país, en especial en las Pymes (pequeñas y medianas empresas) que son el ámbito en el cual me desempeño profesionalmente.

1. Estructura de capital

Bien sabemos que el lado derecho de un balance nos indica la forma en que una empresa se financia. Esta financiación puede ser propia o externa. La propia esta constituida por el capital, las reservas (que indican un incremento del patrimonio neto), y los resultados no asignados que pueden ser los del ejercicio, o bien los de ejercicios anteriores.

La externa puede estar dada por las deudas comerciales, bancarias y fiscales o sociales de corto o de largo plazo. La composición en términos de porcentaje de capital propio y externo es lo que se denomina estructura de capital. ¿Y cual es la razón deuda/capital o estructura de capital optima?. Sin dudas es la que maximiza el valor de la empresa.

Este índice esta ligado con el costo de capital de la empresa, que es el rendimiento requerido de los activos de la empresa en su conjunto y que depende fundamentalmente del tipo de actividad que desarrolla la empresa pues no hay ninguna evidencia seria que debe tener una determinada proporción.

Por otro lado, tomamos en cuenta el costo de la deuda que dependerá de que la empresa puede financiarse de distintas formas, pero esas distintas formas tienen asociados costos diferentes. Por ejemplo, si decimos que una inversión cuya tasa de corte es del 15%, estamos indicando que su VAN será positivo, sólo si su rendimiento excede el 15%, para lo cual el costo de capital puede ser menor, igual o superior a ese 15 %.

Tenemos en claro que el costo de capital es un costo de oportunidad porque los que deben decidir financiar un emprendimiento nuevo renuncian a ingresos alternativos que podrían obtener de esos fondos. Estamos en una sociedad capitalista y no centraré esta ponencia en el costo

de capital que tienen otras formas societarias sin fines de lucro (asociaciones civiles, fundaciones, cooperativas, etc.) .

Un nuevo proyecto debe reeditar al menos algo más que las colocaciones de fondos en las distintas alternativas financieras que tiene el inversor en los mercados.

La tasa de corte a utilizar será aquella que refleje el riesgo del negocio, la utilidad deseada y el costo de financiamiento que tiene la empresa, definiendo ésta última como promedio ponderado de los costos de deuda, entre las cuales está el costo del capital propio, que es simplemente el rendimiento que requieren los accionistas de la empresa.

El costo de la deuda es la tasa de interés que exigen los acreedores para nuevos préstamos y en general la obtenemos del mercado financiero.

De esta forma

$$CPPC = R_D \frac{D}{V} + R_C \frac{C}{V}$$

donde

D es el valor del Pasivo

C es el valor del Capital

V es la suma de Deuda más Capital,

R_D es el rendimiento requerido para la deuda

R_C es el rendimiento requerido para el Capital.

Para estimar R_D se puede utilizar el promedio ponderado de las tasa aplicadas a todos los préstamos con que cuenta la empresa.

Para estimar R_C podemos utilizar el *Capital Asset Pricing Model*

La fórmula para el cálculo de esta tasa es

$$R_i = R_f + B(R_m - R_f)$$

donde:

R_i es la tasa de retorno requerida para el proyecto. En este caso la tasa para capital propio.

R_f es la tasa libre de riesgo

B es el coeficiente Beta (Riesgo sistemático del proyecto)

R_m es el rendimiento de mercado

Esta tasa de descuento se debe utilizar cuando se trata de evaluar proyectos similares al de la empresa. Para estimar R_D , es decir, el costo de la deuda, se toma la tasa de interés que exigen los acreedores para nuevos préstamos y en general la obtenemos del mercado financiero.

2. Apalancamiento financiero

El apalancamiento financiero es el nivel de deuda en que se apoya la empresa. Se lo conoce como efecto Leverage, y nos señala como inciden en la rentabilidad de los fondos propios los diferentes grados de endeudamiento de la empresa.

En el ejemplo siguiente se muestra un esquema sin endeudamiento y con endeudamiento del 50%. El total de los activos es de \$50.000. La tasa de interés aplicada es del 20%

El efecto Leverage indica como repercuten los distintos niveles de endeudamiento sobre la rentabilidad de los fondos propios.

Cuando la tasa de rendimiento de los activos es más alta que el costo de deuda, la rentabilidad de los activos provoca incrementos mas que proporcionales en los fondos propios.

Ya sabemos, luego de Modigliani-Miller que desde el punto de vista de la estructura de capital en mercados perfectos, al aumentar el riesgo financiero por el incremento del endeudamiento, se produce una alteración en el costo de las acciones lo suficientemente grande como para compensar los mayores dividendos repartidos.

Unidades		2.000	3.000	4.000
Precio de venta	\$20	\$40,000	\$60,000	\$80,000
Costos Variables	\$15	\$30,000	\$45,000	\$60,000
Costos Fijos	\$1,300	\$1,300	\$1,300	\$1,300
U.A.I.I.		\$8,700	\$13,700	\$18,700
Rentabilidad sobre activos	%	17.40	27.40	37.40
SIN ENDEUDAMIENTO				
U.A.I.I.		\$8,700	\$13,700	\$18,700
Impuesto a las ganancias 35%		\$3,045	\$4,795	\$6,545
U.D.I.		\$5,655	\$8,905	\$12,155
Ganancia por acción	5000 a \$10	0,1131	0,1781	0,2431
Rentabilidad sobre fondos propios	%	11.31	17.81	24.31
CON ENDEUDAMIENTO DEL 50 %				
U.A.I.I.		\$8,700	\$13,700	\$18,700
Interés	20% s/25000	\$5,000	\$5,000	\$5,000
Utilidad imponible		\$3,700	\$8,700	\$13,700
Impuesto a ganancias 35%		\$1,295	\$3,045	\$4,795
U.D.I.		\$2,405	\$5,655	\$8,905
Ganancia por acción	2500 a \$10	0,0962	0,2262	0,3562
Rentabilidad sobre fondos propios	%	9.62	22.62	35.62

De aquí se desprende que las decisiones de inversión son independientes de las decisiones de financiamiento. Pero debemos considerar lo que ocurre cuando consideramos a los impuestos dentro de la estructura de capital. La ventaja de las empresas endeudadas es que pueden deducir los intereses pagados de la base imponible. Aquí nuevamente utilizaremos un cuadro para observar como se comportan los rendimientos para empresas con y sin endeudamiento.

	EMPRESA "A"	EMPRESA "B"
U.A.I.I.	4.000	4.000
Intereses pagados a acreedores	0	1.200
Utilidad después de Intereses	4.000	2.800
Impuestos 35%	1.400	980
Ingresos para los accionistas	2.600	1.820
Ingresos para los accionistas más ingresos para acreedores	2.600	3.020

Vemos que el ingreso para los accionistas sumados al de los acreedores es mayor en la empresa endeudada que en la otra.

Aquí comienzan a aparecer los distintos condimentos particulares para los inversores que quieran un proyecto de inversión en una Pyme. A donde dirigirme, no existe un canal institucional a donde se pueda colocar fondos con cierta seguridad, pues todavía es muy incipiente el mercado de la Bolsa de Buenos Aires para atraer inversores para Pymes, y más se pone en los esfuerzos individuales de ciertos funcionarios a que un verdadero motor para el financiamiento de una nueva empresa.

No se sabe con precisión que porción del mercado abarcan, pues son tan ágiles en la aparición como en la desaparición, ya que como generalmente tienen productos específicos con un gran poder extorsivo por parte de los clientes, las fluctuaciones en la relación de oferta/demanda son muy amplias.

Tampoco existe por parte de los bancos la menor intención de financiar proyectos nuevos, sino que siempre lo hacen en empresas en marcha y con ciertos rendimientos ya concretos. Por lo tanto el financiamiento de un proyecto nuevo siempre nace por impulso de sus creadores y no por que exista un mercado en donde una buena idea se transforme en un buen negocio con inversores de riesgo en start-up.

Entonces el llamado costo de oportunidad como lo entendemos no existe para el creador de la empresa. No tiene opción. O lo hace o se queda esperando hasta que circunstancias ajenas lo impulsen a hacerlo. Supongamos que se trata de una sociedad anónima. Los \$ 12.000 de capital inicial que se comprometen los socios a hacer no tienen ni por asomo una tasa de rendimiento requerida acorde al riesgo que asumen. SE TRATA DE FONDOS PERDIDOS. Es decir que la asignación de un costo 0 para este impulso inicial, propuesta por este docente en sus cursos, no surge de una noche alunada, sino que es directa consecuencia de la experiencia de que los empresarios no tienen opción.

Quiere decir que su estructura de capital al inicio no tiene un costo de rendimiento asignado por riesgo o por expectativa de lucro, sino que hace como dijo un presidente "liberemos el precio del dólar y que sea lo que Dios quiera". El empresario Pyme producto de la extorsión de la falta de un mercado de capitales adonde llevar sus proyectos debe embarcarse en la aventura como pueda. De allí uno puede ver con suma claridad que la cantidad de sociedades anónimas que pueblan los registros públicos de comercio no surgieron con un proyecto detrás sino que muchos la han hecho por falta de un mercado de capitales o por falta de una legislación adecuada y ágil para la baja (en esto los contadores son los principales recomendadores de dejar morir las sociedades hasta que la AFIP no tenga nada que reclamar).

Ahora bien, desde este punto de comienzo, una vez que la firma comienza a operar, las distintas fuentes de financiamiento tienen un costo explícito, que surgen de los contratos que la firma vaya efectuando. Si todo va bien, el empresario Pyme de lo que menos se preocupa es de ese costo requerido para ese impulso inicial, pues como las utilidades y honorarios que tiene por gestionar su propia empresa le compensan el esfuerzo de la puesta en marcha, establecer como 0 el costo de la fuente de financiamiento en acciones suscriptas no es ninguna locura, sino una expresión de la realidad de las empresas Pymes.

Por supuesto que el tema en debate solo se circunscribe a las empresas Pymes y su constitución pues con la empresa en marcha es totalmente distinto y nadie se embarca en un proyecto para perder, todo lo contrario, debemos estimular la creación desde la Universidad de nuevas empresas pues los jóvenes egresados deben ser generadores de empleo y no meros demandantes de empleo.

El cambio que producirá en la evaluación de los proyectos de inicio es que se analizará con la óptica del rendimiento justo en la medida del riesgo asumido, con la plena disposición a perder lo puesto para el arranque, ya que se trata de una lucha a todo o nada pero que entonces la evaluación final deberá ser a través del costo de capital marginal ponderado, es decir que conforme aumente el volumen de financiamiento, se pueden aumentar o disminuir los distintos costos de las fuentes de financiamiento, con lo que se debe asumir cual será el costo incremental o decremental marginal para financiar los proyectos. Si bien tomamos del derecho la universalidad del pasivo, no debemos olvidar, en particular en las empresas para las que ha desarrollado esta ponencia, que muchas veces las fuentes de financiamiento están atadas específicamente a invertir en un activo o a contratar personal (en la ciudad de Buenos Aires el Gobierno local impulsa esto con subsidios explícitos).

También es imposible medir el verdadero valor de las firmas, pues como la mayoría sólo valen si el creador está al frente (con lo bueno y malo del mismo) no podemos concluir que si bien la literatura le asigna un costo a las acciones que suscriben los iniciadores en mi opinión no se tiene que asignar costo alguno.