

La racionalidad de las decisiones estratégicas

por Ricardo Schefer

La incertidumbre lleva a suspender la ejecución de proyectos. Esta afirmación, comúnmente aceptada, no siempre es consistente con el cálculo tradicional de generación esperada de valor, el VPN o valor presente neto. De esa manera, a veces en las empresas los directorios postergan proyectos rentables propuestos por la gerencia, a pesar de la fuerza de los números. En esos casos generalmente se afirma que los proyectos fueron rechazados por consideraciones estratégicas, queriendo decir que los números “dan bien” pero el directorio decide según otros criterios desconocidos. De esa manera negocios y proyectos que en el papel muestran una buena rentabilidad, se rechazan en momentos de incertidumbre aún en casos que en los flujos de caja proyectados se haya ponderado la probabilidad de escenarios adversos, y además su tasa de descuento incluye una prima de riesgo asociada a dicha probabilidad.

Quizá los criterios estratégicos de los directorios sean correctos.

Considere un proyecto con una rentabilidad proyectada del 16.5%, mayor que su costo de capital de 15%. La inversión requerida es \$ 1,000 y generará un flujo a perpetuidad de \$165 anuales en un escenario promedio. Si el negocio resulta mejor que lo esperado, por el entorno económico o por razones propias del negocio, se estima que generará \$190 anuales y, en el caso contrario, \$140. Asuma como información adicional que la incertidumbre acerca de la evolución del proyecto se disipará en un año. Considere, sin embargo, postergar por un año la iniciación del proyecto hace perder el valor presente de los \$165 proyectados para entonces.

Este proyecto tendrá una distribución de TIRs esperadas de 14% ó 19%, 16½% en promedio. Si el costo de capital (tasa de interés más prima de riesgo) es de 15%, “en teoría” debe ejecutarse porque aumenta el valor de la empresa en \$100, siendo ése el VPN.

¿Porqué puede resultar óptima la decisión de postergar tal negocio? Si bien la tradicional técnica del valor presente sirve para detectar cuanto valor agregan las inversiones, no detecta alternativas mejores. Esto es lógico, porque un algoritmo puede decidir entre alternativas definidas, pero resulta impotente para detectar alternativas no identificadas.

Con la información del ejemplo puede evaluarse, sin embargo, la decisión de postergar el proyecto. En un año, si las condiciones evolucionan

favorablemente, el proyecto generará \$190 a perpetuidad y si el costo de la inversión no cambia el valor agregado por el mismo será

$$VPN = \$190/k - Inversión = \$190/0.15 - \$1,000 = \$265$$

Si bien hoy hay incertidumbre respecto a tal escenario, se sabe que si en un año la misma se resuelve favorablemente, se decidirá realizar la inversión. Obviamente se sabe también que en caso contrario el proyecto no se hará. Si la probabilidad de tales eventos se estimara en 0.5, entonces mantener en carpeta tal proyecto da la oportunidad de tener en un año \$265 ajustado por su probabilidad, ó \$132.5; al costo de capital de 15% resulta en un valor ajustado por tiempo y riesgo de \$115. Esta alternativa es más valiosa que el VP del proyecto de \$100. La empresa que mantiene el proyecto en carpeta valdrá más postergando que invirtiendo. En estos casos se habla de valor estratégico.

El caso planteado es como muchos proyectos que pueden ser postergados sin una variación apreciable del monto de la inversión. Tal es el caso del equipamiento transable internacionalmente, cuyos valores no están correlacionados con los ciclos económicos domésticos, o de la evolución de ciertos megocios en función de algún adelanto tecnológico independiente del marco general. Estos proyectos proveen una opción de postergar, que en casos como el descrito puede ser muy valiosa. Otros proyectos proveen oportunidades de crecimiento, o de abandono según convenga. Vistas como opciones, las oportunidades estratégicas se pueden valorar.

En el ejemplo se muestra que durante escenarios macroeconómicos indefinidos, aún cuando se estime una resolución futura, la decisión empresaria de postergar ciertas inversiones rentables es racional.