

Cuando el costo del capital es menor a la tasa libre de riesgo

Por Jose Pablo Dapena

A los efectos de la valuación de empresas se utiliza generalmente el modelo de flujo de fondos descontado. El mismo (en una de sus modalidades) trabaja a través de proyectar los flujos de fondos libres hacia los accionistas que generará la firma, y los descuenta utilizando una tasa que refleja adecuadamente el costo del capital propio. Para determinar esta tasa, en la práctica se utiliza el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), que obtiene la tasa de costo de capital a través de sumar a una tasa libre de riesgo un premio de interés constituido por la diferencia entre el retorno promedio de las acciones en el mercado y la tasa libre de riesgo, de la forma

$$\text{Costo de capital} = R_f + \text{Beta} * (E(R_m) - R_f)$$

donde beta cuantifica el nivel de riesgo de la firma o negocio. Este beta refleja el grado de covarianza (movimiento conjunto) entre el retorno de todos los activos de la economía y el de la firma objeto de análisis. Por lo general este beta es positivo, dado que cuando a la economía le va bien, al mercado le va bien y en general a las empresas le va bien. Ahora si los retornos de esta empresa (que se mueven en el mismo sentido que el mercado) son más fluctuantes o volátiles que el mismo, su beta será mayor con lo que su costo de capital será mayor.

Siempre se asume que mientras más riesgosa es la firma (medido por la volatilidad de sus retornos), mayor debe ser el costo del capital asociado, y por ende menor debe ser el precio a pagarse por la misma. Sin embargo este convencimiento pasa por alto que los retornos de la empresa se pueden mover en sentido contrario a los retornos de mercado. Esto sería factible bajo un escenario que a la empresa le va bien cuando a la economía le va mal, y viceversa. Si así fuese el beta sería negativo, y el costo del capital sería menor que el de un activo libre de riesgo! Como es posible esto?. La explicación es sencilla, si se piensa que los precios de los activos son arbitrados por inversores bien diversificados en sus tenencias.

Si el beta es negativo, implica que el retorno del activo se mueve a contramano del retorno del mercado (cuando uno sube, el otro baja); para un inversor que quiere estabilizar un portafolio de inversiones, este tipo de activos es muy valioso, dado que le permite obtener resultados no tan malos si al mercado le va mal (el retorno del mercado sería bajo, pero el del activo con beta negativo se esperaría sea alto), en consecuencia este tipo de activo sería muy demandado para cubrir escenarios donde los otros activos no dan los resultados esperados; esta mayor demanda se traduciría en un mayor precio (por las características de “insurance” del activo), lo que dado el retorno en \$\$ de la empresa, un precio mayor hace que el cociente (retorno en \$ sobre precio) sea menor; este sobreprecio que se estaría pagando en equilibrio por este tipo de activos viene dado por las características de “insurance” que proveen los mismos a un inversor que busca diversificación. Es más, en este caso mientras más volátil sea el retorno del activo con beta negativo, más alto será el beta, pero dado que tiene signo negativo, y según la fórmula de CAPM, más bajo será el costo del capital requerido en equilibrio (vemos que la volatilidad reduce en este caso el costo del capital).

Dentro de la economía es factible asociar la noción de beta negativo con la elasticidad ingreso de un bien o servicio. La elasticidad ingreso mide cuanto aumenta porcentualmente el consumo de un bien o servicio cuando se incrementa en un 1% el ingreso disponible de un sujeto o mercado. Dentro de este esquema, existen bienes inferiores (cae el consumo a medida que la población tiene más ingresos) y normales (sube el consumo al ritmo de las expansiones del ingreso). Ahora cuando el ingreso cae, y por simetría de funcionamiento, el consumo de bienes inferiores sube. Esto se asocia con el tipo de bienes y servicios que son consumidos cuando la economía entra en recesión, y para más datos ver el caso argentino (auge de B-brands, debt recovery firms, etc.). Dado que a las firmas que producen estos bienes les va bien cuando hay recesiones (donde se produce una caída del ingreso promedio per cápita), podríamos encontrar una asociación entre las firmas que ofrecen este tipo de bienes y servicios considerados inferiores (con elasticidad ingreso negativa) y los betas negativos.