

Introducción

Las decisiones de inversión en diferentes activos financieros parten de una adecuada cuantificación del riesgo y, como tal, el costo de capital es uno de los conceptos de mayor importancia en las finanzas; es el eje del proceso de toma de decisiones de inversión.

A lo largo del tiempo, se han desarrollado modelos que contienen las variables financieras y económicas más relevantes que, en conjunto, pueden contribuir a determinar el costo de capital más preciso o, en palabras más simples, la retribución o prima que el inversionista exige por el riesgo que asume. Uno de ellos es el Capital Asset Pricing Model (CAPM), que desde su aparición en 1964 es el más difundido y utilizado para la determinación del costo de oportunidad del capital (COK). Su aplicabilidad en países emergentes, no obstante, ha causado fuertes discusiones. En efecto, una de las críticas más importantes a estos modelos es que solo son aplicables a países desarrollados, cuyos mercados de capitales son eficientes. Por el contrario, en los países emergentes, como el Perú, los mercados de capitales son poco líquidos, presentan bajos niveles de negociación y transparencia insuficiente; es decir, carecen de los elementos necesarios para generar eficientemente precios de mercado.

Asimismo, la mayoría de los textos de finanzas utilizados como referencia en los programas de posgrado, de maestría y doctorado, de las principales universidades, han sido escritos por académicos del y para el Primer Mundo. Ello implica que los conceptos estudiados son aplicados bajo supuestos que corresponden a realidades diferentes de las nuestra. Entonces, ¿cómo aplicar estos modelos de cálculo del costo de capital sin perder rigurosidad conceptual y, a la vez, adaptándolos a las características de los mercados del Tercer Mundo, como el Perú?

Por otro lado, en un mundo globalizado, donde las inversiones se dirigen a distintos países, la cuantificación del riesgo implica considerar aspectos propios del país receptor de la inversión, es decir, el riesgo-país, tema que, por lo tanto, adquiere gran importancia en el cálculo del costo de capital. Pero, ¿cómo aplicar una metodología consistente para la cuantificación del riesgo-país y su inclusión en el cálculo del costo de capital?

Este libro parte del estudio y la valorización del riesgo sobre la base de los conceptos de la teoría del portafolio, el ya mencionado modelo de valoración de activos de capital (Capital Asset Pricing Model) y el riesgo-país. El enfoque planteado es consistente con los principios financieros y, a la vez, de una clara orientación práctica, con el fin de reelaborar el modelo y hacerlo aplicable a la realidad y el funcionamiento de los mercados financieros de las economías emergentes. Este último aspecto es muy importante, de ahí que el libro desarrolla exhaustivamente estudios de casos aplicados a diversos sectores de servicios públicos regulados: saneamiento, electricidad y telecomunicaciones.

Siguiendo la secuencia de los temas más importantes de la teoría financiera, el libro se divide en cinco grandes partes. La primera presenta una primera aproximación a la naturaleza de las finanzas, a través de los estados y flujos económicos y financieros, así como los indicadores de rentabilidad económica (ROA) y financiera (ROE), con lo que el lector puede empezar a distinguir el aspecto financiero del económico.

En la segunda parte se ingresa a un tema más específico; a partir de las principales herramientas de la teoría del portafolio, la rentabilidad (medida por el retorno promedio) y el riesgo (cuantificado por la desviación estándar), se muestra cómo estructurar portafolios eficientes de activos financieros. Primero se desarrolla un ejemplo con dos activos financieros, uno con riesgo (acción) y otro libre de riesgo (un bono T-Bill). Luego se extiende el ejercicio a un mercado de tres activos financieros para explicar cómo se determinan las combinaciones óptimas de rentabilidad y riesgo, representadas en la línea de mercado de capitales y la frontera eficiente.

En la tercera parte se presentan la historia y los fundamentos del Capital Asset Pricing Model (CAPM), considerado un hito en las finanzas —después de la teoría del portafolio—, porque logra sintetizar y simplificar el conocimiento de su época en un modelo de aplicación práctica. También se definen los parámetros para la construcción de este modelo: una tasa libre de riesgo y el retorno de mercado, con los cuales se logra obtener el retorno de una acción determinada a través del beta, coeficiente que mide la volatilidad entre el retorno de una acción y el retorno de mercado en que esta se cotiza.

Después de todo este marco teórico, en la cuarta parte se expone el aporte y la línea argumental más importante de esta obra, pues se analiza y cuestiona la aplicabilidad del CAPM en mercados emergentes. Si bien en mercados desarrollados se ha demostrado que este modelo tiene una utilidad práctica para

valorizar activos y determinar el costo de capital, los supuestos en que se basa no concuerdan con el funcionamiento de mercados de capitales de economías emergentes, pequeños y poco profundos. Con el objeto de adaptar el modelo a economías como las nuestras, se introducen otras variables y conceptos, así como diversas metodologías de cálculo, principalmente para el costo de oportunidad del capital y el riesgo-país.

La quinta y última parte del libro es básicamente práctica. Se trata de aplicar las metodologías desarrolladas a diversos sectores de servicios públicos regulados. Para ello, previamente se determina el costo de oportunidad del capital en una economía emergente a través del cálculo de betas sectoriales, específicamente para los sectores de saneamiento, eléctrico y telecomunicaciones. En este último sector se estudian los casos de dos empresas de telefonía, una del Perú y otra de Venezuela.