

¿Para qué sirve realmente la WACC?

Zicari, Adrián

1. Introducción

Para quienes han estudiado ciencias económicas (o por lo menos para la mayoría de ellos) la tasa WACC es un recuerdo remoto, quizás un concepto rápidamente olvidado, que pareciera ser abstracto, teórico, de poca aplicación práctica. Como tantas cosas que se aprenden en la facultad para después ser olvidadas a la hora de la práctica profesional real. Sin embargo, la tasa WACC (también llamada "Costo Promedio Ponderado de Capital"⁽¹⁾) es una herramienta muy útil, con muchas aplicaciones concretas y que en consecuencia, no debería ser soslayada por ningún profesional de ciencias económicas. Por lo tanto, procuraremos en este artículo revisar los conceptos clave de esta tasa junto con algunas de sus principales aplicaciones prácticas.

2. ¿Qué es la WACC?

Como su nombre lo indica, **esta tasa constituye un promedio de los costos de financiamiento de una empresa. Lo interesante es que se considera aquí el costo de la totalidad de los financiamientos; esto es, del capital propio (Patrimonio) y del capital prestado (Pasivo)**. Es fácil comprender que el capital prestado tiene un costo: más aún, normalmente este costo es explícito. Por ejemplo, el costo de la deuda bancaria o el de una emisión de obligaciones negociables es un dato fácilmente obtenible. En cambio, no suele ser tan sencillo comprender que el capital prestado también tiene un costo. A primera vista, parecería que el capital propio no tiene costo: al fin y al cabo en el Estado de Resultados aparece el costo del capital prestado (intereses) pero no el del capital propio.

Es que en realidad el costo del capital propio se trata de un costo de oportunidad; esto es, de nuestra renuncia a un ingreso alternativo. ¿Cómo podemos comprender esto? Pensando que ese capital propio bien podría aplicarse a un negocio o inversión de similar riesgo. El rendimiento de esa aplicación alternativa que nos abstenemos de hacer constituye el costo de oportunidad de nuestro capital propio. Para poner un ejemplo sencillo, si utilizamos un inmueble que ya tenemos para un nuevo emprendimiento, no es cierto que el inmueble no tenga costo para nosotros sólo porque el mismo sea nuestro de antemano. Por el contrario, el inmueble tiene un costo, que puede estimarse: por ejemplo, el potencial uso que se le podría asignar para otro proyecto o el valor que podríamos obtener alquilándolo a terceros.

Así planteado el tema, surgen dos inquietudes. La primera es que, **a diferencia del capital prestado, el costo del capital propio puede resultar de difícil cuantificación**. Después de todo, se trata de una estimación, no de un dato concreto como el costo de una deuda bancaria. De este modo, dentro de cierto rango de razonabilidad, podría haber opiniones diversas acerca del costo de capital propio de una empresa. De todos modos, el hecho de que este costo sea difícil de estimar no quita el que sea un costo real para los accionistas.

La segunda cuestión se refiere a la relación riesgo-rentabilidad del capital propio. Lo importante aquí es destacar que más allá de las complejidades del cálculo de esta rentabilidad ⁽²⁾, es crucial tener una intuición acerca del riesgo del negocio. En otras palabras, **un proyecto de mayor riesgo (quizás porque se trate de una actividad nueva, o un mercado que no conocemos) exigirá necesariamente una mayor tasa**.

Una vez definidos o estimados los costos de capital propio y prestado, se hace un promedio ponderado en función de la participación de cada uno de los mencionados componentes en la financiación total de la empresa. Dicho de otro modo, una empresa que se financie por ejemplo en un 60% con patrimonio y en un 40% con pasivos, tomará estas proporciones para ponderar el costo de sus financiamientos (propios y ajenos). Para continuar con el mismo ejemplo, supongamos que para esa empresa el costo de su capital propio sea del 15% en tanto que el costo de su deuda sea del 20%. En consecuencia su WACC será el promedio ponderado de ambos costos, esto es un 17%.

Las proporciones antes mencionadas, que habitualmente llamamos estructura de capital, son de una importancia fundamental para la empresa. Normalmente, **esta combinación de capital propio y ajeno es una decisión de largo plazo, que no es sencilla de modificar rápidamente y que debe ser entonces tomada cuidadosamente**. Habrá entonces empresas que prefieran tener un pasivo reducido y habrá otras que opten por tener mayor proporción de deuda (se dice a veces, mayor "apalancamiento" o "leverage"). Haciendo una analogía con una producción fabril, se trata aquí de hacer la "mezcla" de financiamiento más conveniente, utilizando en mayor proporción el ingrediente que resulte más barato, buscando así que el resultado final del WACC sea el más bajo posible. Siguiendo con el ejemplo antes mencionado, dado que el costo de deuda para esa empresa es mayor que el costo de capital propio, quizás la empresa prefiera disminuir su proporción de capital prestado, por ejemplo al 20%, quedando en consecuencia financiada con un 80% de capital propio. En tal caso, el costo promedio ponderado o WACC se reduciría a un 16%.

Naturalmente, los costos de capital propio y ajeno varían en el tiempo. En la Argentina de hoy, es posible que el costo de capital prestado sea bastante alto, al menos lo suficiente para desalentar el tomar porciones importantes de deuda. En otras palabras: hoy cabe esperar que una empresa bien gestionada procure mantener en niveles bajos su proporción de deuda, porque el capital propio normalmente resulta más barato que la deuda. Posiblemente en algún momento futuro, podría darse el caso inverso: un entorno de bajas tasas de interés podría resultar en un estímulo a tomar mayor deuda, en un intento racional de financiar la firma con el ingrediente de fondeo más barato. Siguiendo con nuestro ejemplo, si la tasa de endeudamiento fuera sólo del 12%, quizás la empresa prefiriera entonces aumentar su proporción de endeudamiento, yendo por ejemplo a una estructura de capitalización financiada en un 50% por deuda y en un 50% por capital propio. En ese supuesto caso, el WACC se reduciría al 13,5%.

3. ¿Para qué sirve la WACC?

Como hemos visto hasta ahora, **la WACC nos puede dar una orientación muy práctica acerca de la composición de la estructura de financiamiento de la empresa, esto significa poder determinar si estamos o no fondeándonos con la fuente de financiamiento más conveniente (capital propio o prestado, según sea el caso)**.

Pero más allá de este uso, **la WACC nos puede también orientar acerca de nuestros proyectos de inversión**. Para esto, conviene hacer una breve explicación, basándonos en la tan conocida ecuación contable fundamental: Activo = Pasivo + Patrimonio. Podemos pensar al Activo de la empresa como un conjunto de inversiones o proyectos, como una dotación de bienes que la firma posee. ¿Para qué los tiene? Para que éstos arrojen un rendimiento, que podemos llamar ROA (rendimiento sobre activos) ⁽³⁾. Lo interesante aquí es que este ROA representa la rentabilidad del conjunto de activos que tiene la empresa. En la terminología de proyectos de inversión, diríamos que se trata de la tasa interna de retorno (TIR) de un nuevo proyecto o activo.

Ahora bien, la pregunta es cómo financiamos esa masa de activos. Obviamente, los estamos financiando con una mezcla de Pasivo y Patrimonio, en una proporción que tal cual hemos visto, variará en función de los costos comparativos de capital propio y prestado. En función de esa combinación obtenemos nuestro WACC, que podemos pensarlo ahora como un costo de referencia, que debe ser comparado con el ROA de nuestros activos.

En efecto, **desde el punto de vista financiero, una empresa está en buena situación cuando el ROA obtenido por sus Activos supera el costo WACC correspondiente a su mezcla de Pasivo y Patrimonio**. Sin embargo, en los hechos esto no es tan sencillo como parece. El problema es que hay una diferencia en el "timing" de los hechos: el costo WACC está normalmente predefinido (por ejemplo, el costo de la deuda lo sé de antemano, pues ya está pactado con el banco), en tanto que el rendimiento final de mis Activos (ROA) sólo lo sabré en función de cómo marchen los negocios. En otras palabras, **el WACC es normalmente una certeza, en tanto que el ROA es una esperanza**. Si el ROA supera el WACC, habremos logrado satisfacer a nuestros accionistas: porque los Activos rendirán más que el costo de su financiamiento. En caso contrario, habremos financiado una masa de Activos a un costo superior al que dichos Activos han generado.

Lo antes mencionado nos puede dar una orientación acerca del nivel objetivo (o "target") del ROA de la empresa. Este nivel objetivo, en principio nunca puede ser menor al WACC, el que debería ser entonces el piso de nuestras aspiraciones. Análogamente, **si estamos pensando en un proyecto de inversión, la tasa interna de retorno (TIR) de ese proyecto, debería ser al menos el WACC de la empresa inversora.** En caso contrario, estaríamos comprometiendo activos que rendirían menos (TIR) que el costo de financiarlos (WACC).

¿Qué es más fácil: aumentar la TIR o disminuir la WACC? La pregunta es aparentemente banal, sin embargo, tal cual hemos visto hay un problema de "timing" que dificulta las cosas. **La disminución de la WACC no es algo sencillo:** por ejemplo, incrementar el capital propio implicaría incorporar nuevos socios o que los socios actuales integren nuevos aportes. En una sociedad cotizante, esto podría significar una nueva emisión de acciones, lo cual tampoco suele ser un trámite fácil. Lógicamente, una empresa puede ir reteniendo utilidades (o lo que es lo mismo, no pagar dividendos) durante algunos ejercicios con el objetivo de fortalecer su estructura de capitalización. Pero se trata de una estrategia que puede llevar varios años.

Todo lo cual implica que los cambios en la estructura de capitalización de una firma no son decisiones habituales ni de fácil reversión. Podríamos entonces pensar al WACC como un costo dado, que a lo sumo podrá variar en el corto plazo en función de los cambios en la tasa del costo de endeudamiento.

En cambio, **la TIR de un proyecto sí puede cambiar con mayor facilidad, en función de mejoras operativas del proyecto.** Por ejemplo, mayores ventas, mejores precios o menores costos. Si estas mejoras operativas fueran posibles, se podría lograr entonces el objetivo de que la TIR supere el costo WACC, que como hemos visto, éste último resulta ser una tasa relativamente fija en el corto plazo.

4. Conclusión

Hemos aquí procurado recordar entonces las principales ideas referidas a la tasa WACC, con especial énfasis en sus aplicaciones prácticas. En particular, podemos entonces pensar que tenemos dos áreas de acción:

Por un lado, en el largo plazo, asistir en la definición de la mejor mezcla o proporción de capital propio y prestado en la estructura de capitalización de una empresa. Esta optimización debería permitir a la empresa contar con el menor WACC posible. Naturalmente, será necesario monitorear regularmente (quizás anualmente) la adecuación de la proporción actual de capital propio y prestado al entorno macroeconómico existente en ese momento.

Por otro lado, para cada proyecto o unidad de negocios de la empresa, analizar el rendimiento de los mismos y compararlos con la tasa WACC antes obtenida. Esta comparación nos debería ilustrar acerca de los rendimientos mínimos (o tasa de corte) que deberíamos exigir al común de los proyectos de la empresa.

En conclusión, la tasa WACC es una poderosa herramienta de gestión financiera que no debería nunca ser dejada de lado por el analista, consultor o gerente financiero de la empresa.

(1) Weighted Average Cost of Capital

(2) Hay varios modos de estimar la rentabilidad del capital propio en función del riesgo. El más conocido es el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model).

(3) La sigla ROA proviene de la expresión inglesa "Return on assets".

© Thomson Reuters