

## TELMEX Y CANTV ¿INVERTIR EN VENEZUELA?

*En abril de 2006, Telmex, el gigante mexicano de las telecomunicaciones, consideró comprar poco más de la cuarta parte de las acciones de Cantv. Los evaluadores recomendaron exigir una tasa de descuento de 15,9 por ciento, que fue rechazada por los accionistas de Telmex, pues, a su juicio, era muy baja para los riesgos que había que correr por invertir en Venezuela. Los evaluadores tenían ante sí el reto de incorporar de alguna manera la volatilidad del mercado de valores venezolano al cálculo de la tasa de descuento.*

**CARLOS A. MOLINA Y MIGUEL ÁNGEL SANTOS**

### La inversión

Cantv, la primera empresa de telecomunicaciones de Venezuela, prestaba servicios celulares, buscaperonas, telefonía pública, centros de comunicación, redes privadas, telefonía rural, transmisión de datos, directorios telefónicos y distintos servicios de valor agregado. Fundada en 1930 y adquirida por el Estado en 1950, en 1990 presentaba numerosas deficiencias operativas y atraso tecnológico, con una demanda satisfecha de sólo 45,5 por ciento y una densidad telefónica de 7,2 líneas por cada cien habitantes. Enfrentaba un déficit de más de mil millones de dólares.

En 1991 se efectuó la licitación internacional de cuarenta por ciento de las acciones de Cantv, que fueron adquiridas por el Consorcio Venworld Telecom por 1.885 millones de dólares. Venworld, que obtuvo el control operativo de la empresa mediante un contrato de concesión suscrito con la República de Venezuela, estaba constituido por la estadounidense GTE, que lo dominaba, más Telefónica de España, las venezolanas La Electricidad de Caracas y Mercantil Servicios Financieros, y la estadounidense AT&T.

La concesión contemplaba un lapso de 35 años, renovable por veinte más. Hasta 2000 Cantv sería el proveedor exclusivo de

comunicación local y de larga distancia nacional e internacional. Operaba bajo la supervisión del organismo regulador, la Comisión Nacional de Telecomunicaciones (Conatel), y contaba con tres empresas filiales: Movilnet (telefonía celular), Cantv.net (proveedor de Internet) y Caveguías (servicios de información impresos y electrónicos).

En 2006 Cantv era el proveedor líder del mercado, con más de 3,1 millones de suscriptores de telefonía fija, 5,6 millones de suscriptores de telefonía móvil (42 por ciento del mercado) y 343 mil suscriptores de servicios de acceso a Internet. Para febrero, al considerar Telmex la inversión en Cantv, la composición accionaria había variado. El principal accionista era ahora Verizon Communications, con 28,5 por ciento del capital accionario. Otros accionistas incluían al Estado venezolano, con 6,6 por ciento (con acciones clase B), empleados, retirados y fondos de empleados con 6,7 por ciento (con acciones clase C), y el restante 58,2 por ciento de las acciones en manos del público en el mercado de valores venezolano y la Bolsa de Nueva York.

### Venezuela: ¿un caso particular?

El panorama de Venezuela en 2006 lucía confuso: un año electoral, un escenario fa-

vorable de precios petroleros y advertencias de analistas de que la economía dependía excesivamente del precio del petróleo se conjugaban en una perspectiva incierta. En las elecciones, programadas para diciembre, el presidente Hugo Chávez era candidato a la reelección y amplio favorito. El petróleo representaba 82 por ciento de las exportaciones y 69 por ciento del ingreso público. Durante 2005 y 2006 los precios del crudo alcanzaron su mayor nivel en los últimos 25 años (en precios reales), lo cual contribuyó a que las reservas internacionales del país se mantuviesen por encima de 30 mil millones de dólares, con una deuda externa baja en comparación con otras economías latinoamericanas.

Telecomunicaciones era el sector de mayor crecimiento de la economía no petrolera venezolana. En 1990 representaba menos del uno por ciento del PIB; pasó a seis por ciento en 1999 y a 16 por ciento en 2005. Su tamaño sólo era superado por los servicios de intermediación financiera (medidos indirectamente) y las instituciones financieras y los seguros.

No obstante la bonanza petrolera, las agencias especializadas calificaban de «bono basura» la deuda soberana venezolana, entre los peores de la región.

Es más, la diferencia entre los bonos de deuda venezolana y sus comparables del tesoro estadounidense, de apenas 1,6 por ciento, venía cayendo en los tres últimos años en la misma medida en que crecían los precios del petróleo y Chávez consolidaba su poder político. Bonos soberanos y corporativos de *ratings* similares a los de Venezuela presentaban una diferencia promedio de 5,5 por ciento.

### ¿Cuál es la tasa de descuento apropiada para Cantv?

En numerosos procesos de compra y venta de activos en América Latina, entre los cuales se encontraban aquellos en los que participaron Telmex y Alfredo Ramos, la tasa de descuento utilizada para evaluar los respectivos flujos de caja se calculaba mediante el modelo de valoración de activos de capital (CAPM): se determinaba el rendimiento requerido por una inversión de naturaleza similar en Estados Unidos y se le agregaba una prima por riesgo país.

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f) + Spread$$

donde

- $R_i$  es el rendimiento ajustado en dólares para el país emergente,
- $R_f$  es la tasa libre de riesgo en Estados Unidos, representada por bonos del tesoro de un plazo similar a la inversión,
- $\beta_i$  es la beta de empresas comparables que están en el mismo negocio y tienen una mezcla de productos similares,
- $(R_m - R_f)$  es la prima por riesgo histórica del mercado de Nueva York (entre siete y ocho por ciento), y
- *Spread* (por riesgo país) es la diferencia de rendimientos entre los bonos de deuda soberana del país en cuestión y bonos comparables a largo plazo del tesoro estadounidense.

Este método producía valores que la gerencia de Telmex consideraba aceptables para inversiones en telecomunicaciones en

México: entre 14 y 16 por ciento de retorno en dólares. Es más, Alfredo recordaba la inversión en Petrozuata, entre la estadounidense Conoco y Petróleos de Venezuela (Pd-*vs*a), donde la tasa de descuento había sido calculada con el mismo procedimiento.

Alfredo calculó la tasa de descuento para la inversión en Cantv con los datos siguientes:

- Rendimiento libre de riesgo de los bonos del tesoro estadounidense (Bloomberg, T-5 3/8 02/2031) = 5,34 por ciento
- Beta del sector telecomunicaciones (Estados Unidos) = 1,11
- Prima de mercado (NYSE, Ibbotsson Associates) = 7,50 por ciento
- *Spread* de la deuda soberana venezolana = 1,60 por ciento
- $R_i = 5,34\% + 1,11 \cdot (7,50\%) + 1,60\%$
- $R_i = 14,3\% + 1,60\%$
- $R_i = 15,90\%$

## Proyección de los flujos de caja de Cantv

(millones de dólares al 31 de diciembre de cada año)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Actividades operativas</b>							
Ingreso neto	160	100	221	337	486	645	889
Ajustes para reconciliar el ingreso con el efectivo neto							
Pérdida (ganancia) en posición monetaria neta	13	-15	9	10	11	13	17
Pérdida (ganancia) neta en cambio	-3	-15	9	10	11	13	17
Ganancia en venta de inversiones	-7	0	0	0	0	0	0
Depreciación y amortización	501	385	545	576	521	486	470
Provisión por incobrables	46	16	42	47	55	67	85
Provisión por obsolescencia de inventarios	25	-	34	53	76	101	139
Provisión por contingencias legales	57	32	79	120	173	230	317
Cambio en activos y pasivos circulantes	5	116	5	5	5	5	5
Cambio en activos y pasivos no circulantes	-5	-91	-5	8	7	-6	7
Efectivo neto de actividades operativas	792	528	939	1.166	1.345	1.554	1.946
<b>Actividades de inversión</b>							
Adquisiciones de software (neto)	-32	-66	-41	-34	-28	-16	-14
Gasto en inversiones de capital (neto)	-247	-380	-413	-356	-296	-262	-250
Efectivo neto en actividades de inversión	-279	-446	-454	-390	-324	-278	-264
Flujo de caja libre	513	82	485	776	1.021	1.276	1.682
<b>Actividades de financiamiento</b>							
Fondos provenientes de endeudamiento		32	5	13	21	10	6
Pagos de deuda	-121	-131	-25	-10	-5	-4	-2
Pago de dividendos	-232	-193	-289	-481	-603	-745	-1.022
Compra acciones fondo de trabajadores	2	-1	-2	-2	-2	0	1
Efectivo neto usado en financiamiento	-351	-293	-311	-480	-589	-739	-1.017
Efectivo disponible	162	-211	174	296	432	537	665

Fuentes: (1) Burkenroad Reports Latin America (2005), Cantv Junio 2005, IESA; (2) Cantv (2006), Fourth Quarter Results 2005 and Guidance 2006; (3) Cantv Investor Relations, Caracas, Venezuela.

**Diferencia entre la deuda soberana de Venezuela (2027) frente a los bonos del Tesoro de Estados Unidos (2031), entre febrero de 2001 y abril de 2006**

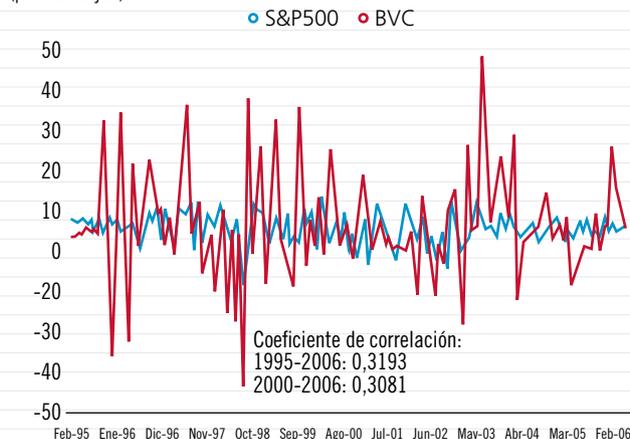
(porcentajes)



Fuente: Bloomberg.

**Variación mensual de los valores transados en la BVC y el Índice S&P500, 1995-2006**

(porcentajes)



Fuente: Bloomberg.

La junta directiva de Telmex-América Móvil rechazó de forma unánime este cálculo del costo de capital para evaluar proyectos en Venezuela. Sus integrantes alegaron que el riesgo de invertir en una economía tan volátil estaba más acorde con una tasa de descuento «mínima» del orden de 22 a 24 por ciento.

**¿Cómo encontrar una fórmula negociable?**

Alfredo salió de su reunión con la junta directiva francamente decepcionado. Los miembros de la junta no habían utilizado fórmula alguna para determinar la tasa de descuento «mínima» para invertir en Venezuela. Alfredo no podía presentar a Verizon una valoración de flujos de caja descontados a una tasa sacada «de la manga». Había que sustentarla, de lo contrario sería muy difícil negociar. Seguramente, Verizon defendería el cálculo de la tasa de descuento según el procedimiento tradicional. Se preguntaba: ¿qué pasa en Venezuela? ¿Por qué sirvió el método tradicional para Petrozuata y ahora no? ¿Qué había cambiado? ¿Qué otras fórmulas habría para incorporar el elemento de riesgo país?

Para dar respuesta a sus interrogantes, Alfredo pidió a su equipo de gerencia de inversiones recolectar información sobre el rendimiento de inversiones en Venezuela. Una semana después, el equipo de trabajo le presentó un informe que incluía lo siguiente:

- La diferencia de la deuda soberana de Venezuela con respecto a Estados Unidos había caído en 914 puntos en los últimos 36 meses, hasta llegar a su punto mínimo histórico: 1,597 por ciento.
- La diferencia de la deuda soberana de México era similar al de la venezolana: 1,562 por ciento.

- En 2005 la Bolsa de Valores de Caracas (BVC) registró el peor desempeño de diversos mercados emergentes: cayó 38,6 por ciento en dólares.
- La correlación entre los bonos de la deuda soberana de Venezuela y el Índice de la BVC (IBVC) en los últimos diez años había sido 59,37 por ciento.
- Entre 1997 y 2000 la correlación entre la deuda soberana de Venezuela y el IBVC fue 74,59 por ciento; mientras que para el período más reciente, 2001-2006, fue 34,69 por ciento.
- Al cierre de 2005 la relación precio/utilidad (P/E) de la BVC (7,22) se mantenía 60,39 por ciento por debajo de la registrada por el índice S&P500 (18,23).
- La relación precio/utilidad de la BVC no sólo presentaba grandes descuentos, al ser comparada con Estados Unidos (S&P500), sino también en relación con otras bolsas de América Latina.
- La correlación entre los índices S&P500 y la BVC había permanecido estable (31 por ciento) en los últimos diez años.
- La volatilidad de la BVC en los últimos diez años había sido casi tres veces mayor que la del índice S&P500:  $\sigma_{VZLA}/\sigma_{USA} = 2,76$ .
- En países donde Telmex tenía inversiones, la correlación entre los movimientos del mercado de valores y los títulos de deuda externa soberana era alta: México (67,6 por ciento) y Brasil (79,6 por ciento) frente a 35,7 por ciento en Venezuela.

A Alfredo le intrigaba cómo la deuda soberana venezolana tenía una correlación tan baja (34,7 por ciento) con el mercado de valores (IBVC) entre 2001 y 2006. ¿Será que a partir de 2001 la fórmula más

usada para calcular tasas de descuento en mercados emergentes no era ya aplicable en Venezuela? ¿Será que perdió vigencia a partir de entonces, cuando el riesgo de invertir en el sector privado venezolano se distanció del riesgo soberano? Los descuentos en la relación precio-utilidad a la cual se transaban activos en Venezuela indicaban un riesgo privado muy por encima del riesgo soberano.

Lo que tenía claro Alfredo era que debía incorporar de alguna manera la volatilidad del mercado de valores venezolano al cálculo de la tasa de descuento. Sin embargo, sabía que la BVC cotizaba un número muy pequeño de empresas, que no podía considerarse representativo del sector privado del país. Ese tamaño exiguo y los bajos volúmenes de transacción correspondientes contribuían a la mayor volatilidad que, en términos comparativos, presentaba ese mercado.

En apenas diez días Alfredo debía presentar una tasa de descuento sustentada en algún modelo o teoría, que pudiese ser explicada y defendida ante terceros, que sirviese para la negociación con Verizon y estuviese próxima al rango que exigía Telmex para invertir en Venezuela. Para ello tenía varias preguntas en mente: ¿qué costo de valor líquido de Cantv debía proponer? ¿Qué estrategia de negociación sobre el costo del valor líquido debía desplegar como comprador? ¿Con cuál otro método se podría valorar a Cantv? **■**

**Carlos A. Molina y Miguel Ángel Santos**  
Profesores del IESA

## ¿Qué opinan los expertos?

### JACELLY CÉSPEDES

Directora de Inversiones ONT

Este caso muestra el dilema que comúnmente enfrentan los asesores de inversión en Latinoamérica. Además, recoge las particularidades de un momento atípico en el mercado financiero venezolano, lo cual resulta fascinante para una discusión que nunca pierde vigencia.

Alfredo Ramos, egresado de una de las escuelas de negocios más prestigiosas del mundo, se siente confundido: ¿por qué el cálculo básico de la tasa de descuento, siguiendo el método tradicional, no refleja el grado de riesgo que exige un inversionista en Venezuela? El dilema del método para calcular la tasa de descuento es una inquietud válida para una inversión en un mercado emergente. Sólo un analista que comprenda por qué los métodos clásicos pierden vigencia en un país con más incertidumbre que la existente en países más desarrollados puede incluir los riesgos intrínsecos de cada mercado, sin violar los supuestos teóricos del CAPM.

Desde el año 2001 el precio del petróleo experimentó una racha de crecimiento, hasta tal punto que durante 2006 se registraron los máximos históricos para ese momento. Debido a la importancia que tiene el ingreso petrolero en Venezuela, el aumento del precio del petróleo condujo a elevar la capacidad de la República para honrar sus compromisos, y en consecuencia el EMBI+ como indicador de riesgo país llegó a sus mínimos históricos.

La discrepancia entre el 15,9 por ciento de rendimiento (obtenido de la práctica común en finanzas corporativas de agregar al CAPM el EMBI+), en contraposición al 22 por ciento exigido por la Junta Directiva de Telmex-América Móvil, era un reflejo de la divergencia de percepciones. Los inversionistas le imputaban a los bonos de la República un riesgo menor que el aplicado a inversiones en el sector privado. El primer síntoma de ello era la baja correlación que existía entre las variaciones de los instrumentos

de deuda y el IBVC. Hasta el año 2000, la correlación era 74 por ciento, mientras que para el período 2000-2006 dicho valor descendió a 34 por ciento. El segundo síntoma era la diferencia entre los índices de P/E de las empresas venezolanas y las mexicanas, país con un EMBI+ similar al de Venezuela. Finalmente, era contradictorio observar que el mercado local de valores se contrajera treinta por ciento el año anterior al análisis, y que el riesgo soberano se encontrara en mínimos históricos.

Estos síntomas debían hacer reflexionar a Alfredo. En 1997, cuando el proyecto de Petrozuata se llevó a cabo, la correlación entre los movimientos del mercado de capitales y la deuda soberana iban de la mano. Esta es una condición necesaria cuando se emplea el riesgo soberano como aproximación del riesgo que asumiría un inversionista si deseara realizar alguna inversión en el país. Lamentablemente, para el momento el desempeño del sector privado no tenía un comportamiento similar al del mercado de deuda soberana.

¿Qué opciones tenía Alfredo para satisfacer las expectativas de la Junta? Si bien es conocido en la academia que la tasa de descuento sólo debe contener la porción sistemática (no diversificable) del riesgo (según los supuestos del CAPM), en la práctica es común que se le impute una porción de riesgo diversificable, agregándole al modelo tradicional primas de riesgo en algunas ocasiones sin fundamentos teóricos. Al respecto, autores como Jaime Sabal y Aswath Damodaran, proponen modelos alternativos que concilian la teoría y la práctica respetando los principios del modelo original.

Dado que no existe un modelo ideal, que satisfaga todas las condiciones en las diversas economías emergentes, lo recomendable para Alfredo es seleccionar un conjunto de opciones que le permitan hallar una serie de valores de costo de capital que incorporen las particularidades del mercado venezolano. La bibliografía toma como punto de partida el modelo clásico de valoración

de activos. Posteriormente sugiere ajustes, como el cálculo de la beta incorporando la volatilidad del mercado local de capitales o moduladores del riesgo país que permitan separar la porción sistemática del riesgo soberano. Sin embargo, autores como Godfrey y Espinosa usan como aproximación del riesgo el *spread* asociado con la calificación crediticia de la República. Además, multiplican la prima de riesgo del mercado por el cociente entre la volatilidad del mercado local y la del estadounidense.

En los casos de adquisiciones existen dos puntos de discordia entre las partes: las premisas de valoración y el costo del capital. En esta oportunidad existe consenso con respecto a las premisas para la proyección del flujo de caja. La tasa de descuento es la fuente de las diferencias. La estrategia de negociación sugerida debe estar orientada hacia la presentación de un intervalo de posibles resultados que se encuentren fundamentados sólidamente en los modelos prácticos y teóricos que mejor incorporen la realidad del país, de tal manera que convenga a la contraparte de que el valor obtenido es producto de un estudio previo y no simplemente de una percepción o juicio de valor.

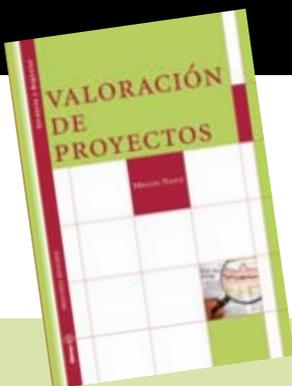
### MAXIMILIANO GONZÁLEZ FERRERO

Profesor de la Universidad de los Andes (Bogotá)

El caso presenta un problema real y concreto que muchos gerentes de finanzas en mercados emergentes, o interesados en estos mercados, tienen que afrontar: la determinación de una tasa de descuento apropiada para un proyecto de inversión. Luego de hacer una revisión rápida pero completa de la situación del país durante el período analizado (2005-2006) es clara para el lector la preocupación de la junta directiva de Telmex, en cuanto a la oferta de adquisición del bloque accionario de Cantv.

Alfredo Ramos, CFO de Telmex y protagonista del caso, sigue el procedimiento

## VALORACIÓN DE PROYECTOS | MIGUEL NAJUL



Ediciones 

0212-555.42.63  
ediesaa@iesa.edu.ve

La valoración es quizás la disciplina gerencial más exigente, porque pone a prueba los conocimientos necesarios para analizar un proyecto y su entorno. Esta es la base de *Valoración de proyectos*, un libro que expone, de manera sencilla y recurriendo a ejemplos prácticos, los lineamientos teóricos de la valoración de negocios. La obra incluye un CD con una amplia muestra de modelos matemáticos diseñados en hojas de cálculo, que propone pautas para proyectar cuentas y variables.

**MIGUEL NAJUL** es profesor invitado en el IESA y consultor en las áreas financieras, bancarias y de control de riesgos, así como en las de evaluación y planificación de proyectos.

tradicional para calcular la tasa de descuento y recibe inmediatamente unas señales de alarma por parte de la junta directiva que esperaba una tasa substancialmente mayor. ¿Cuál es el problema del procedimiento tradicional? ¿Por qué la junta reaccionó de esa manera si siempre se había utilizado el CAPM más un *spread* para calcular una tasa de interés? Hay muchas respuestas a estas interrogantes, pero hay una que sobresale: no siempre el modelo sencillo es el modelo adecuado.

Muchas veces en finanzas se simplifica demasiado. Cada vez es más frecuente escuchar que el éxito del CAPM como modelo de cálculo del costo del capital se ha debido justamente a su aparente sencillez; mientras que otros modelos, a pesar de ser conceptualmente mucho mejores, no han podido llegar a los escritorios de los gerentes de finanzas.

El caso invita al lector a considerar otro tipo de modelos o ajustes a los modelos actuales que afortunadamente se han venido desarrollando en los últimos años. Con los datos planteados en el caso es relativamente fácil aplicar las aproximaciones que sobre el tema se hacen, entre otros, en los siguientes trabajos:

- Damodaran, A. (2008): «Estimating equity risk premiums». Working Paper. Nueva York: Leonard Stern School of Business.
- Estrada, J. (1999): «The cost of equity in emerging markets». Working Paper. Barcelona: IESE.
- Erb, C., C. Harvey y T. Viskanta (1996): «Political risk, economic risk and financial risk». *Financial Analyst Journal*. Noviembre-diciembre.
- Godfrey, S. y R. Espinosa (1996): «A practical approach to calculating costs of equity for investment in emerging markets». *Journal of Applied Corporate Finance*. Otoño.
- Sabal, J. (2007): *Financial decisions in emerging markets*. Oxford: Oxford University Press.

Es interesante que la junta directiva, sin usar criterios demasiado técnicos sino puro «estomago», dude del planteamiento inicial de Alfredo Ramos, quizá por la obvia simplificación de su análisis. ¿No hubiese reaccionado mejor la junta si se le hubiera presentado un abanico más amplio de posibilidades producto de la aplicación de distintos modelos?

El segundo aspecto clave es el tema de la diversificación del riesgo país. Las empresas globalizadas, al igual que se hace con los portafolios de acciones y bonos, pueden separar los riesgos entre específicos y sistemáticos. ¿Es el riesgo país específico o sistemático? El caso muestra que la correlación entre los distintos mercados donde opera Telmex es relativamente baja. Es justamente en esas circunstancias cuando el efecto de la diversificación

se hace más importante; es decir, cuando el riesgo específico puede eliminarse de manera substancial. Una posibilidad consiste en incluir el «riesgo país» en los flujos de caja, lo cual incorpora los verdaderos riesgos de hacer negocios en Venezuela, en un clima como el vivido en el período 2005-2006, y otra es incluirlo ajustando la tasa de descuento.

Es un reto para Alfredo Ramos y su equipo transmitir esta idea de la diversificación del riesgo en los negocios globales a los directivos de Telmex. Ahora bien, reconociendo las simplificaciones que muchas veces se hacen en las finanzas «del mundo real», necesariamente hay que permear estas ideas en los procesos de decisión.

### CARLOS PARRA

*Especialista en finanzas  
de Mercantil Servicios Financieros  
y profesor invitado del IESA*

¿Qué tasa de descuento se debe aplicar para valorar activos en mercados emergentes? Esta es una pregunta muy importante en la práctica de finanzas corporativas en países en desarrollo y a la cual se enfrenta el protagonista: Alfredo Ramos. El caso expone una situación muy interesante suscitada en el año 2006 en Venezuela y es un dilema que podría presentarse a cualquier analista de finanzas corporativas en América Latina.

No existe una única respuesta acerca de la tasa de descuento. En la búsqueda de esta respuesta existen dos corrientes: (1) las propuestas de la academia, entre las que cabe destacar el aporte de Jaime Sabal, profesor de ESADE, y (2) los modelos usados en la práctica. Todos los intentos parten del modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM) y hasta allí llegan las coincidencias. En la academia se recomienda distinguir si se está tratando con inversionistas internacionalmente diversificados o no (el CAPM supone que el inversionista se encuentra diversificado). Posteriormente se formulan diferentes modelos para incorporar el mayor o menor riesgo sistemático —que no se puede diversificar— asumido al invertir en mercados emergentes. Sin embargo, no existe un consenso acerca de cuál o cuáles modelos se deben emplear: cada autor propone su modelo o modelos.

En la práctica se usan diferentes modelos que «intuitivamente» captan lo que «debe» ser el costo de capital para realizar valoraciones de activos reales en países en desarrollo, situación en la cual se encuentra Alfredo. La primera duda al enfrentar los trabajos que se observan en la práctica (incluyendo las reputadas bancas de inversión) es cómo saber *ex ante* cuál «debe» ser el valor esperado para una inversión determinada. ¿Cómo «sentía» la junta directiva de Telmex América Móvil que la tasa se encontraba entre 22 y 24 por ciento? Si el inversionista sien-

te mucha aversión al riesgo, ¿puede colocarle cualquier de tasa de descuento?

La primera forma de abordar esta duda podría ser observar los múltiplos a los cuales se cotizan empresas de la misma industria evaluada, en este caso telecomunicaciones. Sin embargo, en la mayoría de los países no existen muchas empresas listadas de diferentes industrias o se cotizan muy esporádicamente en los mercados de valores locales, como es el caso de Venezuela. Por ello, el analista pasa a observar los rendimientos de la deuda en dólares del país analizado, en caso de que tenga deuda, e incluirá al menos el rendimiento que exigen los inversionistas internacionales al gobierno para evaluar inversiones en activos reales del país. Este diferencial que exigen los inversionistas sobre las emisiones de deudas del país en desarrollo con respecto a la deuda emitida por el gobierno de Estados Unidos es lo que se denomina «riesgo país» y siempre es un elemento que se incorpora a la tasa de descuento en cualquier valoración.

El método típico consiste en hacer el cálculo con el CAPM, suponiendo que la compañía se encuentra en Estados Unidos u otro mercado desarrollado, y luego se incorpora la prima por «riesgo país». No obstante, su incorporación no es ciento por ciento correcta. ¿Es el riesgo país no diversificable; es decir, forma parte del riesgo sistemático? ¿Es el riesgo país igual para todas las industrias del país? En el caso se discute otra duda muy interesante: ¿representa el riesgo país el riesgo para los agentes económicos de invertir «en» el país? La respuesta es no, como muy bien lo muestra el caso. El riesgo país refleja la percepción del mercado, en un momento dado sobre (1) la capacidad de pago y (2) la voluntad de pago del país emisor de deuda. Mientras que el riesgo de invertir en un país se refiere, entre otras cosas al cumplimiento de los contratos y el riesgo de expropiación.

Para el momento del caso la prima por «riesgo país» de Venezuela se encontraba en mínimos históricos. Por consiguiente, ¿cómo debe Alfredo abordar su problema de calcular la tasa de descuento? La probable respuesta de parte del sector académico sería: realizar el cálculo suponiendo que los inversionistas están internacionalmente diversificados y, si acaso, sólo incluir la prima por riesgo país. Sin embargo, la gerencia de Telmex América Móvil no se siente cómoda con el resultado: aproximadamente 16 por ciento. La respuesta de los analistas podría ser un modelo que busque incorporar diferencias de volatilidad de índices de bolsas de valores (Standard & Poor's 500 y Bolsa de Valores de Caracas) y la correlación entre el «riesgo país» y el índice de la Bolsa de Valores de Caracas, entre otras medidas. Estos modelos, usados por diferentes bancas de inversión, podrían arrojar para el momento resultados entre 23 y 30 por ciento. ■