SADAF
DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

46 Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 17 y 18, 2026

Prácticas y criterios para la estimación del costo de capital en Argentina

Candela Martinengo
Martín Dutto Giolongo
Sebastián Román
Universidad Nacional del Litoral

SUMARIO

1. Introducción
2. Antecedentes y marco de referencia
3. Metodología
4. Resultados
5. Discusión
6. Conclusiones

Para comentarios:
candelamartinengo@gmail.com
mardutto@gmail.com

Resumen

La estimación del costo de capital es un insumo central para evaluar proyectos de inversión y valuar empresas, y su cálculo resulta especialmente complejo en una economía volátil como la argentina. En este estudio, desarrollado en el marco de una Cientibeca de la Universidad Nacional del Litoral inserta en el CAI+D *Costo del capital y competitividad en Argentina*, se relevan las prácticas contemporáneas de estimación del costo de capital de profesionales vinculados al área de las finanzas en Argentina y se comparan con la encuesta de Bruner *et al*. (1998), su actualización por Brotherson, Eades *et al*. (2013) y el estudio pionero de Pereiro y Galli (2000) en el país, que dio origen al modelo de primas y ajustes apilables (MPAA).

Mediante una encuesta autoadministrada en Qualtrics, con rutas diferenciadas según el uso del flujo de fondos descontados (DCF), se obtuvieron 48 respuestas válidas: 35 en la ruta DCF y 13 en la ruta No-DCF. El CAPM, en su versión tradicional o modificada, continúa siendo el método más utilizado para estimar el costo del capital propio (55,2 %), con parámetros tomados mayoritariamente del mercado estadounidense, y el 77,8 % incorpora una prima de riesgo país, estimada principalmente a partir del EMBI. No obstante, la adopción formal de los modelos es menor que en los antecedentes, el armado del WACC privilegia datos corrientes y observados por sobre los criterios que recomienda la teoría y los ajustes por riesgo asistemático no muestran una práctica estandarizada. El análisis exploratorio por tamaño muestra, en algunas dimensiones, prácticas más formalizadas entre los casos de mayor escala, aunque el reducido tamaño de los subgrupos impide generalizar este resultado.

Los resultados muestran coincidencias entre las prácticas relevadas y algunos componentes del MPAA, especialmente en la utilización de referencias internacionales y la incorporación del riesgo país, mientras que el tratamiento del riesgo asistemático presenta una mayor heterogeneidad. Dado el carácter exploratorio y no probabilístico de la muestra, estos resultados se interpretan como evidencia descriptiva y no permiten validar el modelo ni generalizar las prácticas observadas al conjunto de los profesionales financieros argentinos.

1. Introducción

La estimación del costo de capital constituye un componente central en la valuación de nuevas oportunidades de inversión, incluyendo proyectos específicos, adquisiciones, fusiones y desinversiones. Una correcta determinación de esta tasa permite maximizar el valor para el accionista a través de prácticas operativas y financieras adecuadas. Sin embargo, en un entorno económico volátil como el argentino, la estimación del retorno exigido sobre el capital propio se vuelve particularmente compleja, dado que los modelos financieros clásicos fueron diseñados y validados en mercados desarrollados, con supuestos que rara vez se cumplen en economías emergentes.

A partir del estudio pionero desarrollado en el año 2000 por Pereiro y Galli en la Universidad Torcuato Di Tella, que dio origen al modelo de primas y ajustes apilables (MPAA) para la

valuación de empresas de capital cerrado en la Argentina, la presente investigación se propone actualizar y ampliar la evidencia disponible sobre las prácticas de estimación del costo de capital en el país, utilizando herramientas tecnológicas e incorporando información contemporánea.

En particular, se busca analizar en qué medida los criterios y componentes contemplados por el MPAA, así como por los modelos tradicionales CAPM y WACC, se encuentran reflejados en las prácticas profesionales relevadas actualmente. De esta manera, la investigación busca contribuir al análisis de la brecha existente entre la teoría financiera y la práctica profesional en el contexto local.

El objetivo general consiste en investigar las prácticas contemporáneas de cálculo del costo de capital empleadas por profesionales del ámbito de las finanzas en Argentina, mediante el análisis de buenas prácticas nacionales e internacionales, la recolección y comparación de evidencia empírica, y la evaluación de modelos aplicables al contexto argentino, con el propósito de contribuir a la mejora de la valuación de activos en Argentina. Para ello se plantean tres objetivos específicos:

a) Analizar las buenas prácticas nacionales e internacionales actuales utilizadas por los practicantes de las finanzas para el cálculo del costo de capital, identificando tendencias y cambios respecto de estudios previos.

b) Relevar y comparar las prácticas de valuación del costo de capital utilizadas actualmente por profesionales financieros en Argentina con los resultados obtenidos en encuestas previas de relevancia en la literatura de finanzas corporativas, tales como las de Bruner, Eades *et al*. (1998) y Pereiro y Galli (2000).

c) Analizar el grado de correspondencia entre las prácticas profesionales relevadas y los criterios propuestos por los modelos tradicionales (CAPM, WACC) y por el modelo de primas y ajustes apilables (MPAA) en el contexto argentino.

Este informe pone el foco en el trabajo de campo empírico, que responde al segundo objetivo específico, y en su contraste con los antecedentes, que sirve de base para el tercero. Por esa razón, el marco de referencia y la metodología se presentan de manera sintética y la mayor parte del trabajo se destina a los resultados y a su discusión. La sección 2 resume los antecedentes; la sección 3 describe la metodología; la sección 4 expone los resultados de la encuesta; la sección 5 compara esos resultados con los de los estudios anteriores y analiza su correspondencia con el CAPM, el WACC y el MPAA; por último, la sección 6 presenta las conclusiones.

2. Antecedentes y marco de referencia

2.1 Las encuestas de referencia

La principal referencia internacional sobre cómo se estima el costo de capital en la práctica es la encuesta de Bruner *et al*. (1998), quienes entrevistaron telefónicamente a 27 corporaciones estadounidenses reconocidas por la calidad de su gestión financiera y a 10 asesores financieros entre los más activos en fusiones y adquisiciones, y revisaron siete libros de texto y de práctica profesional. A diferencia de las encuestas cerradas enviadas a grandes muestras, que suelen obtener tasas de respuesta cercanas al 20%, sus entrevistas se guiaron por preguntas lo suficientemente abiertas como para captar matices de la práctica. Los autores encontraron un fuerte

consenso en el uso del DCF, del WACC como tasa de descuento y del CAPM para estimar el costo del capital propio, pero una amplia variación en la elección de la tasa libre de riesgo, el beta y la prima de riesgo de mercado, así como en el ajuste del costo de capital por el riesgo específico de cada inversión.

Quince años después, Brotherson *et al*. (2013) repitieron el relevamiento con 19 corporaciones seleccionadas del ranking de empresas más admiradas de *Fortune*, 11 asesores financieros y seis libros. El CAPM se consolidó como un modelo prácticamente universal (sólo un encuestado no lo utilizaba), aunque persistió la falta de consenso sobre sus parámetros. Uno de los participantes lo resumía así: "el costo de capital es tan crítico para lo que hacemos y el CAPM deja tantos vacíos, y los libros no te dicen qué números usar, que al final uno se pregunta si realmente tiene un número sólido" (Brotherson *et al*., 2013).

En la Argentina, Pereiro y Galli (2000) replicaron en líneas generales el cuestionario de Bruner, pero incorporaron las cuestiones propias de un mercado emergente, como el riesgo país y el riesgo asistemático de las empresas de capital cerrado. Con un método híbrido (envío por correo postal y electrónico a empresas socias del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas y contacto telefónico posterior) obtuvieron 55 encuestas válidas: 38 corporaciones no financieras, 11 asesores financieros y fondos de capital privado (PEF) y seis bancos y aseguradoras. A partir de esa evidencia propusieron el MPAA. La tabla 1 sintetiza las características de los tres antecedentes y del presente estudio.

Tabla 1: Características de los antecedentes empíricos y del presente estudio

	Bruner et al. (1998)	*Brotherson et al. (2013)*	*Pereiro y Galli (2000)*	*Este estudio*
País	Estados Unidos	Estados Unidos	Argentina	Argentina
Instrumento	Entrevista telefónica guiada	Entrevista telefónica guiada	Cuestionario por correo, e-mail y teléfono	Encuesta online autoadministrada (Qualtrics)
Muestra	27 corporaciones, 10 asesores y 7 libros	19 corporaciones, 11 asesores y 6 libros	38 corporaciones, 11 asesores y PEF, 6 bancos y aseguradoras	48 profesionales (35 ruta DCF y 13 ruta No-DCF)
Selección	Empresas destacadas por su gestión financiera	Ranking de empresas más admiradas de Fortune	Socios del IAEF y grandes empresas locales	Difusión abierta, sin filtro de sofisticación
Respuesta	27 de 32 empresas contactadas	19 de 47 empresas contactadas	6,9% de la muestra contactada	59 respuestas sobre más de 250 contactos

2.2 CAPM, WACC y el modelo de primas y ajustes apilables

El costo de capital representa la tasa mínima de rendimiento que los inversores exigen para comprometer sus fondos en un proyecto de riesgo comparable; por ello actúa como costo de oportunidad y como tasa de descuento en el DCF. El modelo más difundido para estimar el costo del capital propio es el modelo de valoración de activos de capital (CAPM):

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \qquad \textit{Ec 1}$$

Donde R_f es la tasa libre de riesgo, β mide la sensibilidad del rendimiento de la acción frente al mercado y $R_m - R_f$ es la prima de riesgo de mercado.

El modelo supone que el único riesgo remunerado es el sistemático, ya que el riesgo propio de cada empresa puede eliminarse mediante la diversificación. Este supuesto es discutible en mercados emergentes y en empresas de capital cerrado, cuyos dueños no suelen mantener carteras diversificadas, y la estimación de los parámetros se complica por la escasez de series históricas, la alta volatilidad y la poca profundidad del mercado local (Pereiro y Galli, 2000). Los propios autores advierten, además, que para muchos inversores el riesgo relevante no es la varianza sino la posibilidad de pérdida: "lo que mueve a un inversor no es tanto la aversión a la varianza como la aversión a la pérdida" (Pereiro y Galli, 2000: 13).

Como las empresas también se financian con deuda, la tasa de descuento más utilizada es el costo promedio ponderado del capital (WACC):

$$\text{wacc} = \frac{E}{V} k_e + \frac{D}{V} k_d (1 - T) \qquad \textit{Ec 2}$$

donde *E* y *D* son el valor del capital propio y de la deuda respectivamente, $V = E + D$, k_d es el costo de la deuda antes de impuestos y *T* la tasa impositiva. Bruner *et al*. (1998) muestran que tanto las empresas más sofisticadas como los libros de texto se inclinan por ponderar con una estructura de capital objetivo a valores de mercado, utilizar el costo marginal de la deuda y aplicar la tasa impositiva marginal o estatutaria.

Frente a las limitaciones del CAPM en mercados emergentes, Pereiro y Galli (2000) propusieron el modelo de primas y ajustes apilables (MPAA), que definen como un CAPM modificado de particular utilidad para valuar empresas de capital cerrado. El modelo se organiza en dos fases. En la primera, de abajo hacia arriba, se construye la tasa de descuento apilando sobre la tasa libre de riesgo estadounidense una prima de riesgo país (compuesta por un riesgo país básico y un riesgo de default) y la prima por riesgo sistemático, y se valúa el negocio mediante DCF:

$$k_e = R_{f,EEUU} + RP + \beta (R_m - R_f) \qquad \textit{Ec 3}$$

En la segunda fase, de arriba hacia abajo, el valor obtenido se ajusta por los tres componentes del riesgo asistemático: el tamaño de la empresa, el carácter mayoritario o minoritario de la tenencia accionaria y la iliquidez. Estos ajustes se aplican como descuentos o incrementos sucesivos sobre el valor, aunque los autores muestran que cada uno puede expresarse también como una prima adicional sobre la tasa de descuento:

$$\text{Valor final} = \text{Valor}_{DCF}(1 \pm A_{\text{tamaño}})(1 \pm A_{\text{tenencia}})(1 \pm A_{\text{iliquidez}}) \qquad \textit{Ec 4}$$

Cabe destacar que el modelo fue operacionalizado en dólares y durante la convertibilidad, de modo que el riesgo cambiario queda comprendido dentro del riesgo país y no se plantea un tratamiento explícito de la inflación ni del tipo de cambio en los flujos.

3. Metodología

3.1 Diseño del instrumento

La investigación adopta un enfoque exploratorio, descriptivo y aplicado. El instrumento principal es una encuesta autoadministrada, diseñada y aplicada en la plataforma Qualtrics, dirigida a profesionales del ámbito financiero: analistas de inversión, asesores financieros independientes, integrantes de consultoras, profesionales de banca y responsables financieros de empresas. El cuestionario replicó en líneas generales la estructura de Pereiro y Galli (2000), para permitir una comparación directa, y combinó alternativas cerradas con campos abiertos ("Otro") para recoger prácticas no previstas en las alternativas propuestas.

El cuestionario se estructuró con una lógica de rutas diferenciadas: quienes declararon utilizar el flujo de fondos descontado fueron dirigidos a la ruta DCF y quienes indicaron no utilizarlo, a la ruta No-DCF.

La decisión responde a que el CAPM, el WACC y el MPAA son, en definitiva, herramientas para construir una tasa de descuento, que sólo cobra sentido dentro de un DCF. A quienes no descuentan flujos de fondos se les preguntó, en cambio, qué metodologías emplean y si los componentes del costo de capital y del riesgo aparecen, aunque sea de manera informal, en sus decisiones.

El cuestionario, 30 preguntas en total, organizó la ruta DCF en cinco ejes temáticos:

(1) uso y aplicación práctica del DCF, punto de partida común a Bruner *et al*. (1998) y a Pereiro y Galli (2000)

(2) construcción del costo del capital propio según el CAPM (tasa libre de riesgo, beta y prima de riesgo de mercado)

(3) adaptaciones por contexto de mercado emergente (inflación, riesgo país y riesgo específico), que constituyen la base empírica del MPAA

(4) armado del WACC y costo de la deuda

(5) frecuencia de reestimación y criterios de sostenibilidad (ESG), dimensión que no fue indagada por ninguno de los antecedentes.

La ruta No-DCF, sin un antecedente equivalente en la literatura, se organizó en torno a los mismos componentes conceptuales: métodos alternativos, criterios de decisión, tratamiento del riesgo, costo del capital propio y riesgo país. Antes de su difusión, ambos cuestionarios fueron sometidos a la herramienta de revisión automática ExpertReview de Qualtrics, con el propósito de detectar posibles problemas de diseño.

3.2 Difusión, criterios de inclusión y muestra

La difusión se realizó en dos etapas: primero, mediante invitaciones por correo electrónico a contactos del equipo de investigación y a profesionales e instituciones vinculadas al ámbito financiero; luego, a través de mensajes de LinkedIn a perfiles relacionados con el análisis financiero, el planeamiento y la valuación de activos. En ambos casos se garantizó el anonimato

y el uso exclusivamente académico de la información. El cuestionario se distribuyó a más de 250 profesionales y se recibieron 59 respuestas: 45 en la ruta DCF y 14 en la ruta No-DCF.

Para garantizar la calidad de la información se fijó como criterio de inclusión un avance mínimo del 50 % del cuestionario, umbral que asegura haber completado el bloque de perfil y una parte sustantiva de las preguntas de cada ruta. Con este criterio se excluyeron 11 respuestas, por lo que la muestra válida quedó conformada por 48 casos (35 en la ruta DCF y 13 en la ruta No-DCF). Además, en la ruta DCF se identificaron tres casos que, pese a haber elegido esa ruta, declararon no aplicar el DCF. Tras una revisión cualitativa, uno se mantuvo por presentar respuestas sustantivas y coherentes, y los dos restantes se excluyeron a partir del primer eje por mostrar respuestas vacías, compatibles con abandono o error de enrutamiento (tabla 2).

Tabla 2: Composición de la muestra

Ruta	*Respuestas recibidas*	*Excluidas por avance menor al 50 %*	*Muestra válida*	*Base de los ejes temáticos*
Ruta DCF	45	10	35	33
Ruta No-DCF	14	1	13	13
Total	*59*	*11*	*48*	*46*

3.3 Procesamiento y criterios de análisis

Dado el tamaño de la muestra y el carácter exploratorio del estudio, el análisis es descriptivo: frecuencias absolutas y relativas por opción de respuesta y comparaciones entre subgrupos. Como el cuestionario incluye preguntas condicionales y no todos los encuestados respondieron todas las preguntas, los porcentajes se calculan sobre quienes efectivamente respondieron cada una (base variable), que se informa como *n*. En las preguntas de respuesta múltiple los porcentajes no suman 100 % y no representan participaciones, sino frecuencia de mención, ya que cada encuestado podía seleccionar más de una respuesta. Siguiendo el criterio de Pereiro y Galli (2000), que también trabajaron con una muestra pequeña, no se busca generalizar estadísticamente, sino identificar tendencias y patrones.

Para analizar diferencias según el tamaño de la compañía o proyecto evaluado, los ingresos declarados se dolarizaron al tipo de cambio oficial de la fecha de referencia informada (o del cierre de 2025, cuando no se indicó el año); los montos sin moneda se asumieron en pesos y, en el caso de rangos, se tomó el punto medio. Cada caso se clasificó según los límites de la Resolución N° 1/2026 SICYPYME para su sector de actividad,[1] dolarizados al tipo de cambio de la fecha de publicación de la norma (1 USD = $1.394). Las categorías micro, pequeña y mediana se agruparon como “pequeña”, de modo de distinguir únicamente entre compañías o proyectos grandes y no grandes.

[1] Los sectores de la encuesta se asignaron a las categorías de la resolución: finanzas/seguros, salud/farma, servicios profesionales, transporte/logística y tecnología, a servicios; energía/utilities e industria manufacturera, a industria y minería; agroindustria/alimentos, a agropecuario; comercio/retail, a comercio; y construcción/infraestructura, a construcción.

Por último, para la comparación con los antecedentes se tomó como referencia principal el segmento de "corporaciones", ya que la ruta DCF está compuesta casi en su totalidad por profesionales que se desempeñan dentro de organizaciones (finanzas corporativas, dirección, control de gestión, tesorería), con un único caso de consultoría externa. No obstante, la equivalencia no es estricta: Pereiro y Galli excluyen al sector financiero de ese segmento, mientras que en la muestra propia finanzas/seguros representa el 31,4 % de la ruta DCF. Por ello, y por las diferencias en el diseño de los instrumentos, las comparaciones deben leerse en términos descriptivos y no como evidencia estricta de evolución en el tiempo.

4. Resultados

4.1. Perfil de la muestra

En la ruta DCF predominan los profesionales de finanzas corporativas y planeamiento y análisis financiero (FP&A), con el 60,0 % de los casos, seguidos por la dirección (CFO, CEO, VP) y la categoría "Otros", con el 8,6 % cada una. En términos sectoriales se destacan finanzas/seguros (31,4 %) y energía/utilities (22,9 %), que en conjunto explican más de la mitad de la ruta (54,3 %): se trata de dos rubros intensivos en capital y con una tradición consolidada de evaluación financiera formal. Entre quienes informaron un ingreso utilizable ($n = 27$), la muestra resulta prácticamente equilibrada entre compañías o proyectos grandes (48,1 %) y pequeños (51,9 %).

En la ruta No-DCF también predomina el perfil FP&A (46,2 %), seguido por tesorería (15,4 %), y la distribución sectorial es pareja, sin un rubro dominante. En cambio, el tamaño marca una diferencia clara: siete de los ocho casos con ingreso utilizable corresponden a compañías o proyectos pequeños (tabla 3).

Tabla 3: Perfil de la muestra según ruta

Característica	*Ruta DCF (n = 35)*	*Ruta No-DCF (n = 13)*
Rol principal	FP&A 60,0 %; Dirección 8,6 %; Otros 8,6 %; Control de gestión 5,7 %; Valuación/Advisory interno 5,7 %	FP&A 46,2 %; Tesorería 15,4 %; resto de los roles 7,7 % cada uno
Sector de los proyectos evaluados	Finanzas/Seguros 31,4 %; Energía/Utilities 22,9 %; Industria manufacturera 11,4 %; Otros 11,4 %	Finanzas/Seguros, Comercio, Construcción y Salud/Farma 15,4 % cada uno
Tamaño (sobre quienes informaron ingreso)	Grande 48,1%; pequeña 51,9% (n = 27)	Grande 12,5 %; pequeña 87,5 % (n = 8)

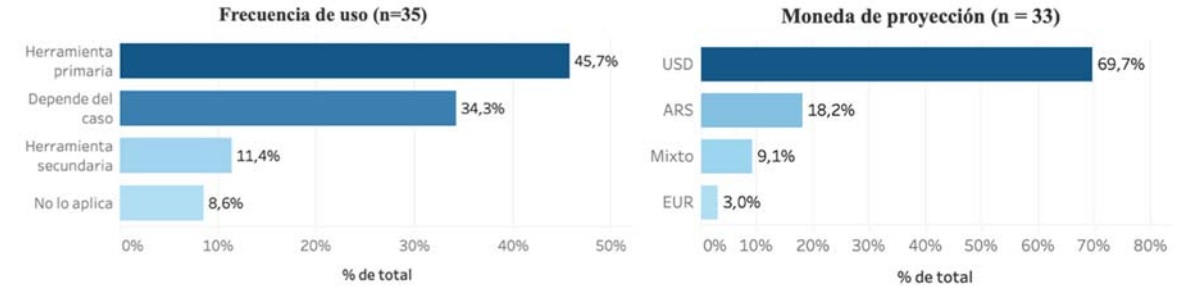
4.2 Ruta DCF

Eje 1: uso y aplicación práctica del DCF.

El 45,7 % utiliza el DCF como herramienta primaria de evaluación y un 34,3 % indica que su jerarquía depende del caso; sólo el 11,4 % lo emplea como herramienta secundaria (ilustración 1). En cuanto a su aplicación principal (n = 33), el 42,4 % lo usa sobre todo para evaluar

proyectos, el 36,4% lo aplica por igual a proyectos y a empresas en marcha y el 18,2 % únicamente para valuar empresas en marcha.

Ilustración 1: Frecuencia de uso del DCF y moneda de proyección de los flujos



La moneda de proyección muestra un fuerte predominio del dólar estadounidense (69,7 %), muy por delante del peso argentino (18,2 %). Los flujos se expresan mayoritariamente en términos nominales (42,4 %), frente a un 27,3 % en términos reales y un 24,2 % que decide según el caso. Para el valor terminal (n = 29) el método más utilizado es la perpetuidad de Gordon-Shapiro (41,4 %), seguida por los múltiplos de salida (27,6 %), mientras que la triangulación de ambos métodos es minoritaria (6,9 %). En empresas multidivisionales (n = 29) no hay una práctica dominante: el 31,0 % aplica un único DCF/WACC para toda la empresa, el 27,6 % decide según el caso y el 24,1 % diferencia por unidad de negocio con su propio WACC.

Eje 2: construcción del costo del capital propio

Entre quienes respondieron cómo estiman el costo del capital propio (n = 29), el CAPM modificado (que incorpora riesgo país u otras primas) y el CAPM tradicional empatan como los métodos más elegidos, con el 27,6 % cada uno, lo que suma un 55,2 % de enfoques basados en el CAPM (ilustración 2). Un 17,2 % no estima Ke de manera formal y utiliza, en cambio, una tasa mínima fija (*hurdle rate*), y un 10,3 % recurre a modelos implícitos o prospectivos, como el de descuento de dividendos.[2]

Los parámetros del modelo (tabla 4) se toman mayoritariamente del mercado estadounidense. El bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años es la referencia dominante para la tasa libre de riesgo (57,1 %), mientras que la letra del Tesoro de corto plazo (3 meses) es marginal (3,6 %). El beta se obtiene principalmente de proveedores de datos, ya sea como beta sectorial (32,1 %) o de una empresa comparable (21,4 %); el enfoque *bottom-up*, que desapalanca y reapalanca betas de comparables, alcanza el 10,7 % y ningún encuestado declaró calcular el beta mediante una regresión propia.

[2] Entre las respuestas agrupadas en "Otro", un encuestado utiliza el costo requerido por los accionistas y otro, la rentabilidad esperada de su patrimonio neto ajustada por inflación e impuesto a las ganancias.

Ilustración 2: Método utilizado para estimar el costo del capital propio (n = 29)

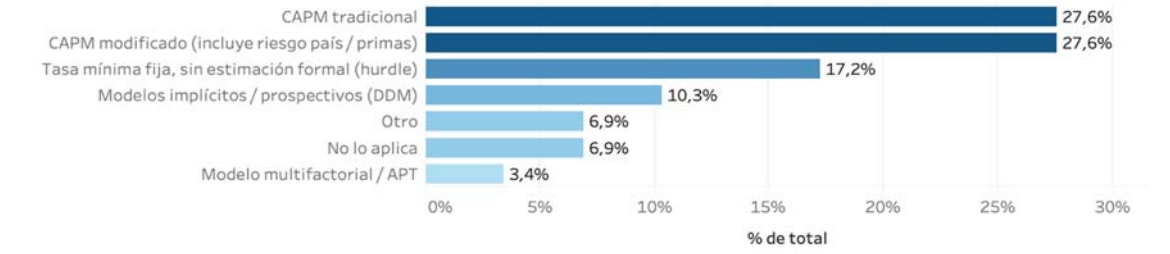


Tabla 4: Parámetros utilizados para aplicar el CAPM (n = 28)

Parámetro	*Opción más elegida*	*Segunda opción*	*Otras respuestas*
Tasa libre de riesgo	Bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años: 57,1 %	Bono a 5 años: 10,7 %	No lo aplica 10,7 %; otro 7,1 %; letra a 3 meses 3,6 %
Beta	Proveedor de datos, beta sectorial: 32,1 %	Proveedor, empresa comparable: 21,4 %	No lo aplica 17,9 %; bottom-up 10,7 %; comparable de EE.UU. 10,7 %
Fuente de la prima de mercado	Proveedor (Bloomberg u otro): 28,6 %	Publicaciones o anuarios: 21,4 %	Serie histórica larga 17,9 %; juicio profesional 10,7 %; prospectiva 3,6 %
Índice de mercado (respuesta múltiple)	S&P 500: 57,1 %	MSCI Emerging Markets: 17,9 %	MSCI World/ACWI 14,3 %; Merval 10,7 %; Dow Jones 3,6 %

Para la prima de riesgo de mercado predominan los proveedores (28,6 %) y las publicaciones o anuarios (21,4 %), y el enfoque prospectivo es casi inexistente (3,6 %). El S&P 500 es, por lejos, el índice más utilizado (57,1% de menciones), por encima del MSCI Emerging Markets (17,9 %) y del Merval (10,7 %). En conjunto, se observa una tendencia a "importar" los parámetros del CAPM desde EE.UU., coherente con el predominio del dólar como moneda de proyección.

Por último, el costo de capital no se limita a la evaluación de proyectos: el 69,0 % de quienes respondieron (n = 29) lo utiliza también para otros fines, entre los que se destacan el planeamiento estratégico (27,6 %), la medición del desempeño, la comunicación con inversores y las operaciones de fusiones y adquisiciones (20,7 % cada una). No obstante, un 24,1 % declaró que no utiliza el costo de capital para otros fines.

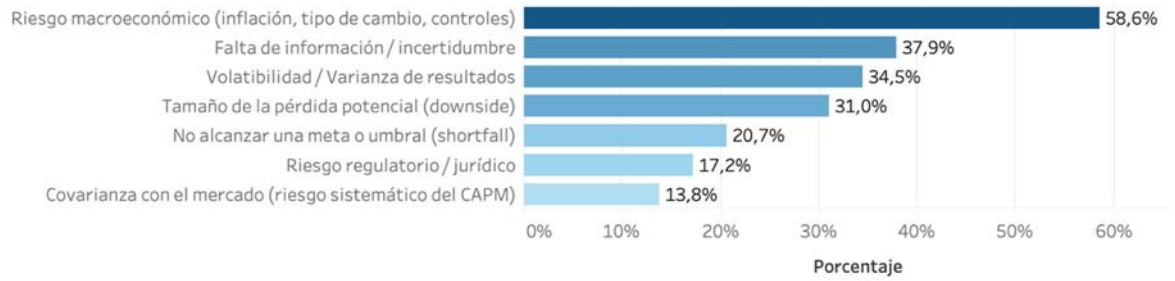
Eje 3: ajustes por contexto de mercado emergente

Frente a la inflación y el tipo de cambio (n = 33), la estrategia más utilizada es dolarizar directamente los flujos (48,5 %), mientras que un 33,3 % incorpora de forma explícita la inflación y el tipo de cambio proyectados y un 9,1 % trabaja con flujos y tasas reales. Esto indica

que una proporción importante de los encuestados opta por reducir la exposición explícita de las proyecciones a variables macroeconómicas locales.

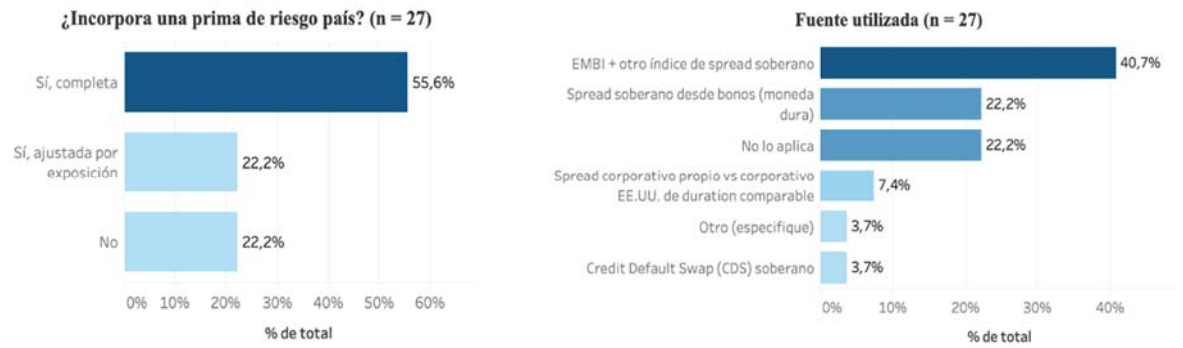
Cuando se consultó qué se entiende por "riesgo" en la práctica de valuación (*n* = 29, hasta tres opciones), la noción más mencionada fue el riesgo macroeconómico (58,6 %), seguida por la falta de información o incertidumbre (37,9 %), la volatilidad de los resultados (34,5 %) y el tamaño de la pérdida potencial (31,0 %). La covarianza con el mercado, que es la noción de riesgo sistemático sobre la que se apoya el CAPM, fue la menos elegida (13,8 %; ilustración 3). Este resultado sugiere cierta distancia entre el marco conceptual del CAPM y las nociones de riesgo más frecuentemente mencionadas por los encuestados: mientras la covarianza con el mercado fue la alternativa menos seleccionada, predominaron referencias al contexto macroeconómico, la incertidumbre y la pérdida potencial.

Ilustración 3: Nociones asociadas al concepto de riesgo
(n = 29, respuesta múltiple)



El riesgo país es un componente extendido: el 77,8 % de quienes respondieron (*n* = 27) incorpora una prima de riesgo país en el costo de capital, ya sea completa (55,6 %) o ajustada por exposición (22,2 %). La fuente más utilizada es el EMBI u otro índice de spread soberano (40,7 %)[3], seguida por el spread de bonos soberanos en moneda dura (22,2 %) (ilustración 4).

Ilustración 4: Incorporación de la prima de riesgo país
y fuente utilizada



[3] El EMBI (*Emerging Markets Bond Index*), elaborado por J.P. Morgan, mide el diferencial de rendimiento entre los bonos soberanos en dólares de un país emergente y los bonos del Tesoro de EE.UU.

En cambio, el tratamiento del riesgo específico no muestra una práctica dominante ($n = 27$): el 25,9 % lo refleja en la tasa de descuento, el 22,2 % en los flujos (mediante escenarios, sensibilidad o ajustes operativos), el 14,8 % en ambos y el 18,5 % según el caso, mientras que otro 18,5 % no lo aplica.

Eje 4: WACC y costo de la deuda

El 90,9 % de la ruta ($n = 33$) utiliza alguna forma de costo de capital como tasa de descuento, ya sea siempre (63,6 %) o a veces (27,3 %). Entre quienes la utilizan ($n = 30$), el 53,3 % recurre al WACC, el 23,3 % a una variante del WACC/k_e ajustada por riesgo específico y el 20,0 % a una tasa mínima corporativa sin un cálculo formal en cada caso.

El 62,5 % ($n = 32$) calcula el WACC combinando formalmente el costo de la deuda y el del capital propio. Además, quienes aplican un método formal en una etapa tienden a hacerlo también en las siguientes: entre quienes estiman Ke con alguna forma de CAPM, el 87,5 % calcula también el WACC de manera combinada, frente a sólo el 40,0 % de quienes usan una tasa mínima fija (tabla 5).

Tabla 5: Cruce: ¿Cómo estima k_e (costo de capital propio)? / ¿Calcula el costo promedio de capital (WACC) combinando costo de la deuda y costo de capital propio?

	¿Calcula el costo promedio de capital (WACC) combinando costo de la deuda y costo de capital propio?		
	Sí	No	Total
Método para calcular k_e			
CAPM (tradicional o modificado)	14 (87,5 %)	2 (12,5 %)	16 (100,0 %)
Hurdle rate	2 (40,0 %)	3 (60,0 %)	5 (100,0 %)

Los insumos del WACC muestran un patrón común: se privilegia el dato corriente y observable de la propia empresa (tabla 6). Dos tercios de quienes calculan el WACC ponderan con la estructura de capital actual y no con una estructura objetivo; la mayoría usa la tasa impositiva efectiva observada y el costo promedio de la deuda vigente, en lugar de la tasa estatutaria y del costo marginal que recomienda la teoría.

Tabla 6: Criterios para el armado del WACC

Pregunta	*n*	*Respuesta más frecuente*	*Criterio recomendado por la teoría*
Estructura de capital para ponderar	20	Actual o corriente: 65,0 %	Objetivo: 30,0 %
Tasa impositiva para el escudo fiscal	20	Efectiva u observada: 60,0 %	Marginal o estatutaria: 15,0 %
Costo de la deuda incorporado al WACC	30	Promedio corriente de la deuda vigente: 60,0 %	Marginal (nueva deuda): 13,3 %

Para estimar el costo de la deuda antes de impuestos (n = 30) no hay un método dominante: el rendimiento al vencimiento de la deuda en circulación y el costo de la nueva deuda según cotizaciones de mercado alcanzan el 20,0 % cada uno, y el resto se reparte entre el promedio ponderado de las emisiones vigentes (16,7 %), la tasa libre de riesgo más un spread de crédito (10,0 %) y estimaciones de bancos o tasas bancarias vigentes (6,7 % cada una).

Eje 5: reestimación y sostenibilidad

La frecuencia de reestimación más habitual del costo de capital (n = 27) es la anual (29,6 %), seguida por la reestimación para cada proyecto, sin periodicidad fija (18,5 %). Las frecuencias mensual y trimestral alcanzan el 11,1 % cada una, y la semestral y la reestimación ad hoc ante cambios materiales, el 7,4 % cada una. Así, el 59,2 % reestima con una periodicidad fija de al menos una vez al año, mientras que uno de cada cuatro encuestados (25,9 %) actualiza la tasa sólo cuando surge un nuevo proyecto o un cambio relevante del contexto.

La incorporación de criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG), dimensión que no relevó ninguno de los antecedentes, se realiza principalmente a través de los flujos proyectados (32,1 %, n = 28), ajustando márgenes, crecimiento o inversiones según escenarios; sólo el 7,1% la refleja tanto en los flujos como en la tasa. Sumando a quienes no la aplican (21,4 %) y a quienes la consideran sin incorporarla explícitamente al modelo (21,4 %), más del 40 % no le da a la sostenibilidad un tratamiento formal. Las prácticas parecen actualizarse, entonces, a distintas velocidades: la reestimación periódica está instalada, mientras que ESG todavía no presenta una forma estandarizada de aplicación.

Diferencias según el tamaño de la compañía o proyecto

Con fines exclusivamente exploratorios, se examinaron las respuestas según el tamaño de la compañía o proyecto evaluado. Dado el reducido número de observaciones disponibles en cada subgrupo (entre 9 y 12 casos para los proyectos grandes, y entre 7 y 13 para los pequeños, según la pregunta) y el carácter descriptivo del estudio, estas diferencias no se interpretan como relaciones estadísticamente generalizables ni permiten establecer que el tamaño sea la causa de las prácticas observadas. La tabla 7 presenta algunas de las brechas descriptivas más marcadas en las preguntas entre ambos grupos.

Finalmente, se solicitó a los encuestados los datos de un caso evaluado recientemente. Ocho casos brindaron información completa: cinco evaluaciones de proyectos y tres valuaciones de empresas, realizadas entre 2025 y 2026. Las tasas nominales utilizadas oscilaron entre el 9 % y el 25 % anual (cinco casos) y las reales, entre el 3,5 % y el 15 % (tres casos). Aunque no son directamente comparables, porque difieren la moneda, el tipo de análisis y el riesgo de cada caso, la amplitud de los rangos es coherente con la heterogeneidad de criterios observada en los ejes anteriores.

En conjunto, estas diferencias son compatibles con la posibilidad de que los casos de mayor escala presenten prácticas más formalizadas en algunas dimensiones. En la tabla 7 se observa que las compañías y proyectos grandes tienen prácticas más formales y mayor acceso a fuentes de mercado (EMBI, emisiones propias de deuda, cálculo combinado del WACC, reestimación periódica), mientras que los pequeños muestran prácticas más informales o apoyadas en recursos básicos. Sin embargo, se reitera que dado el tamaño de los subgrupos, la información dis-

Tabla 7: Principales diferencias entre compañías o proyectos grandes y pequeños

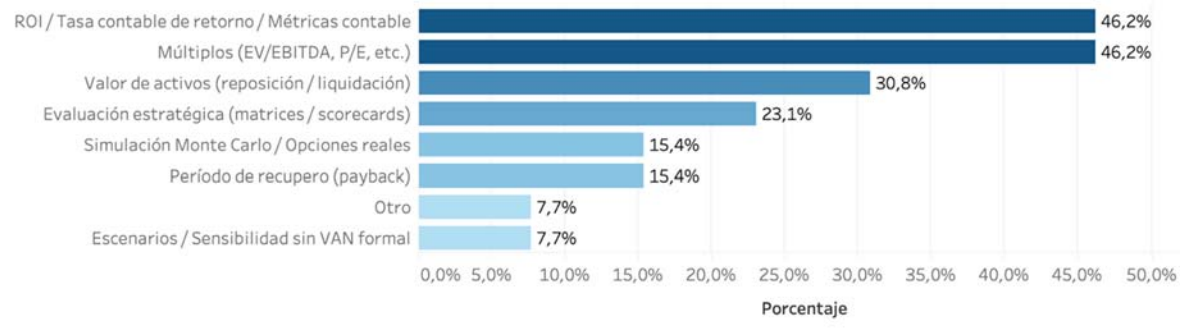
Eje	*Pregunta*	*Categoría con mayor diferencia*	*Grande*	*Pequeña*
1	Aplicación principal del DCF	Proyectos y empresas por igual	50 %	23 %
2	Enfoque para obtener el beta	Beta sectorial de un proveedor	50 %	17 %
2	Índice para la prima de mercado	Merval	30 %	0 %
3	Fuente de la prima de riesgo país	EMBI	70 %	18 %
3	Ajuste por riesgo específico	En la tasa de descuento	40 %	18 %
4	Cálculo formal del WACC	No lo calcula	8 %	42 %
4	Método para estimar Kd	Promedio ponderado de emisiones vigentes	36 %	0 %
5	Frecuencia de reestimación	Por proyecto, sin frecuencia fija	0 %	36 %

ponible no permite determinar si estas diferencias responden efectivamente al tamaño o a otras características de las organizaciones y proyectos relevados.

4.3 Ruta No-DCF

Quienes no utilizan el DCF (n = 13) recurren principalmente al retorno sobre la inversión o a métricas contables y a los múltiplos de mercado (con una frecuencia de mención del 46,2 % cada uno), seguidos por el valor de los activos (30,8 %) y la evaluación estratégica mediante matrices o *scorecards* (23,1 %). Las técnicas más sofisticadas, como la simulación de Monte Carlo o las opciones reales, quedan en un lugar minoritario (15,4 %) (ilustración 5).

Ilustración 5: Métodos utilizados en lugar del DCF (n = 13, respuesta múltiple)



Ninguno de los cuatro métodos más utilizados requiere construir una tasa de descuento, por lo que en esta ruta el CAPM y el WACC no se descartan de manera deliberada: simplemente no intervienen en la lógica de decisión. Cuando valúan una empresa o unidad de negocio (n =

11), el enfoque de mercado basado en múltiplos es el más elegido (36,4 %), mientras que un 27,3% no realiza valuaciones como parte de su actividad; entre quienes usan múltiplos (n = 5), EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E y P/S son mencionados por el 60,0 % cada uno.

La tabla 8 resume cómo se toman las decisiones sin un DCF. Ninguno de los 13 casos cuenta con una tasa mínima de aceptación formal y sólo uno informó un valor concreto para una tasa informal/consensuada (20 % anual). Cuando existe alguna tasa, la mitad la determina según el retorno que exigen los dueños o accionistas y no a partir de un cálculo de costo de capital, y el riesgo se incorpora ajustando los supuestos del negocio o mediante comités y criterios cualitativos (46,2 %), más que a través de la tasa.

Los componentes del MPAA tampoco aparecen de manera sistemática: la mitad no ajusta por control e iliquidez y quien lo hace ajusta siempre por ambos conceptos en bloque, sin que nadie lo haga por uno solo; sólo tres de once encuestados estiman un costo del capital propio (dos a partir de retornos de comparables y uno mediante un CAPM ampliado), y el riesgo país, cuando se considera (45,5 %), afecta los supuestos de los flujos o el financiamiento, pero ninguno declara incorporarlo como una prima sobre la tasa.

Tabla 8: Criterios de decisión y tratamiento del riesgo en la ruta No-DCF

Dimensión	*n*	*Principales respuestas*
Criterio para aprobar o rechazar inversiones	13	*Benchmark* interno o alternativas 38,5 %; depende del caso 30,8 %; retorno contable frente a tasa mínima 23,1 %
Tasa mínima de aceptación formal	13	No 38,5 %; depende del proyecto 38,5 %; informal o consensuada 23,1%
Determinación de la tasa mínima	8	Retorno requerido por los dueños 50,0 %; ROE/ROIC objetivo 25,0 %; tasa en USD más spread 12,5 %; inflación más prima en pesos 12,5 %
Incorporación del riesgo (respuesta múltiple)	13	Ajuste de supuestos 46,2 %; comités o criterios cualitativos 46,2 %; escenarios 23,1 %; sensibilidad 23,1 %; ajuste de la tasa mínima 15,4 %
Ajuste por control e iliquidez	8	No 50,0 %; depende del caso 25,0 %; ambos conceptos 12,5 %; no lo aplica 12,5 %
Estimación del costo del capital propio	11	No 45,5 %; sí 27,3 %; no lo aplica 27,3 %
Impacto del riesgo país	11	No se incorpora explícitamente 36,4 %; en los supuestos de los flujos 27,3 %; en el financiamiento 18,2 %

5. Discusión

5.1 Comparación con los antecedentes

La tabla 9 reúne los indicadores que admiten comparación con los tres antecedentes y la ilustración 6 muestra algunos de ellos. Se destacan tres rasgos: una menor adopción formal de los modelos, una preferencia creciente por los datos corrientes y observados y la persistencia de algunas particularidades de la práctica argentina.

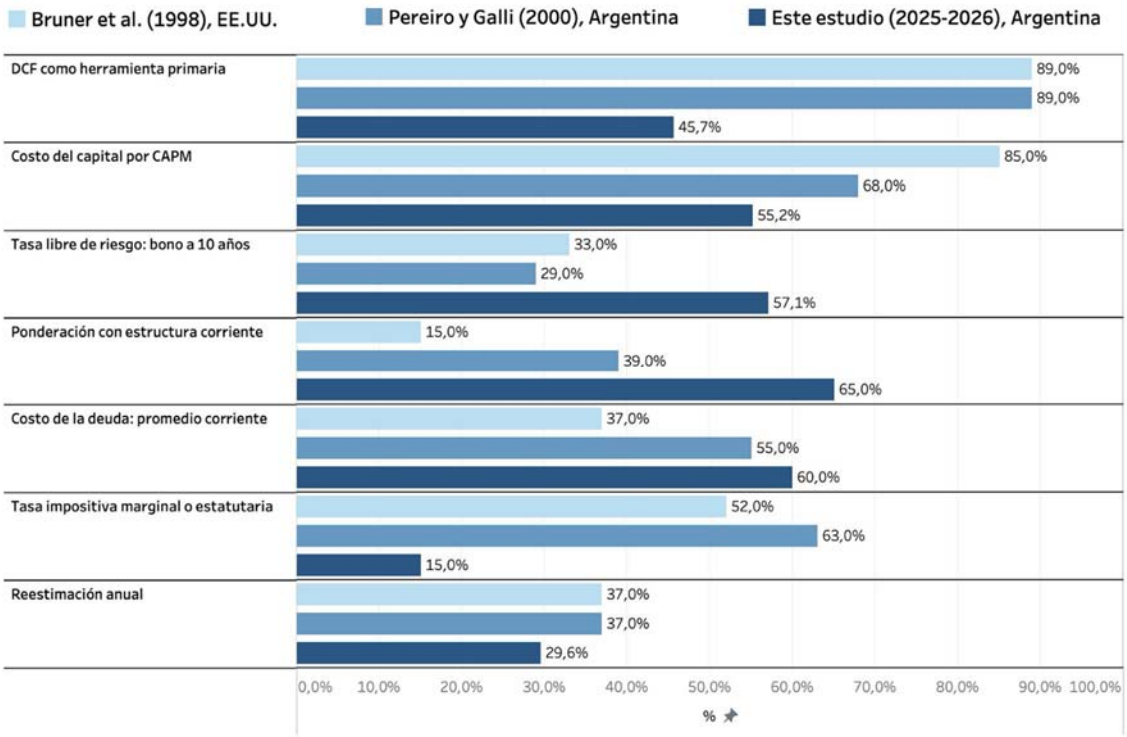
Tabla 9: Comparación de los resultados con los antecedentes empíricos

Indicador	*Bruner et al. (1998)*	*Brotherson et al. (2013)*	*Pereiro y Galli (2000)*	*Este estudio (2025-2026)*
DCF como herramienta primaria	89 %	95 %	89 %	45,7 %[a]
Costo de capital como tasa de descuento	89 % (+7 % a veces)	84 %	95 %	63,6 % (+27,3 % a veces)
Combina Ke y Kd en un WACC	85 %	95 %	74 %[b]	62,5 %[b]
Ke mediante CAPM (incluye modificado)	85 %	95 %	68 %	55,2 %
Tasa libre de riesgo: bono a 10 años	33 %	52 %	29 %	57,1 %
Tasa libre de riesgo: letra de corto plazo	4 %	0 %	0 %	3,6 %
Beta calculado por cuenta propia	30 %	37 %	50 %[c]	0 %
Índice de mercado: S&P 500 / Merval	n.r.	n.r.	24 % / 18 %	57,1 % / 10,7 %
Incorpora prima de riesgo país	Sólo inversiones internacionales[d]	n.r.	42%[e]	77,8%
Covarianza como noción de riesgo	n.r.	n.r.	Menor importancia[f]	Menos elegida (13,8 %)
Ajusta la tasa por riesgo específico	26 % (+33 % a veces)	53 %	8 %	40,7 %[g]
Estructura de capital: objetivo / corriente	52 % / 15 %	37% / 37%	37 % / 39 %	30,0 % / 65,0 %
Costo de la deuda: marginal / promedio corriente	52 % / 37 %	n.c.	18 % / 55 %	13,3 % / 60,0 %
Tasa impositiva marginal o estatutaria	52 %	95 %[h]	63 %	15,0 %
Reestimación: anual / por proyecto	37 % / 7 %	53 % / n.r.	37 % / 35 %	29,6 % / 18,5 %
Usa el costo de capital para otros fines	51 %	42 %	n.r.	69,0 %
Valor terminal: combina múltiplos y perpetuidad[i]	70 %	100 %	n.r.	6,9 %
Criterios ESG	n.r.	n.r.	n.r.	32,1 % en flujos

Notas: Salvo indicación, los antecedentes corresponden al segmento de corporaciones. n.r.: no relevado; n.c.: no comparable.

(a) Además, 34,3 % indicó “depende del caso” (3 % en Pereiro y Galli). (b) Pereiro y Galli: proporción que usa un WACC como tasa de descuento; en este estudio, 76,6 % declara usar un WACC o una variante ajustada. (c) Entre quienes utilizan un beta de la bolsa local. (d) Comentarios de corporaciones con inversiones en el exterior. (e) Corporaciones que informaron el instrumento utilizado para medirla (58 % sin respuesta). (f) 2,0 puntos, el menor puntaje de importancia. (g) En la tasa (25,9 %) o en la tasa y los flujos (14,8 %); el 62,9 % ajusta de alguna forma (sea en la tasa, en flujos o en ambos). (h) Tasa marginal efectiva o estatutaria. (i) Antecedentes: asesores financieros; este estudio: triangulación, frente a perpetuidad (41,4 %) o múltiplos (27,6 %) como método único.

Ilustración 6: Indicadores seleccionados: Bruner et al. (1998), Pereiro y Galli (2000) y este estudio (2025-2026)



Uso del DCF, del CAPM y del WACC

El uso del DCF como herramienta primaria (45,7 %) se ubica muy por debajo del 89 % de las corporaciones de Bruner et al. (1998) y de Pereiro y Galli (2000) y del 95 % de Brotherson *et al*. (2013). La comparación exige cautela, porque en el presente cuestionario "depende del caso" fue una opción independiente que concentró el 34,3 % de las respuestas, mientras que en Pereiro y Galli esa alternativa apenas alcanzó el 3%; sumando ambas categorías, el 80,0 % de la ruta recurre al DCF como herramienta primaria al menos en algunos casos. En cambio, una vez que se utiliza el DCF, anclar la tasa de descuento en alguna forma de costo de capital sigue siendo una práctica casi universal (90,9 %), dentro del rango de los antecedentes.

La adopción del CAPM (55,2 %) es menor que en los tres antecedentes, y algo similar ocurre con el cálculo combinado del WACC (62,5 %, frente al 85 % y al 95 % de los estudios estadounidenses). Si en lugar del cálculo combinado se considera el tipo de tasa utilizada, el 76,6 % declara usar un WACC o una variante ajustada, cifra muy cercana al 74 % de las corporaciones de Pereiro y Galli.

Parte de la brecha se explica por la composición de las muestras: los estudios estadounidenses seleccionaron deliberadamente empresas reconocidas por su sofisticación financiera y la submuestra de corporaciones de Pereiro y Galli estaba integrada por grandes empresas, mientras que la muestra propia no aplicó ningún filtro y la mitad corresponde a compañías o proyectos pequeños. Asimismo, alrededor de uno de cada cinco encuestados utiliza una tasa mínima fija sin una estimación formal de k_e o recurre a una tasa mínima corporativa sin construir un WACC

específico para cada caso, lo que evidencia la presencia de enfoques menos formalizados junto con los modelos tradicionales.

Parámetros del CAPM

La preferencia por la tasa de largo plazo se mantiene: la proporción que usa el bono del Tesoro a 10 años (57,1 %) supera incluso la observada para ese plazo específico en Bruner *et al*. (33 %), Brotherson *et al*. (52 %) y Pereiro y Galli (29 %), y el uso de letras de corto plazo sigue siendo marginal en todos los estudios. Lo que sí cambió es el origen de los parámetros. En Pereiro y Galli (2000) las corporaciones se repartían entre el S&P 500 (24 %) y el Merval (18 %), y el índice local alcanzaba el 36 % entre asesores y el 50 % entre bancos; hoy el S&P 500 alcanza el 57,1 % y el Merval sólo el 10,7 %.

Del mismo modo, nadie declaró calcular el beta mediante una regresión propia, práctica que alcanzaba al 30 % de las corporaciones en Bruner *et al*. y al 37 % en Brotherson *et al*., y el beta contable que Pereiro y Galli documentaban como sustituto ante la falta de historial bursátil local (8 % de las corporaciones) no figura entre las respuestas. En su lugar predominan los proveedores de datos (53,5 %).

En la prima de mercado, las estimaciones prospectivas declaradas (3,6 %) son menos frecuentes que en Brotherson *et al*. (32 % de las corporaciones y 18 % de los asesores), aunque esos autores incluyen en ese grupo a quienes usan la prima de Bloomberg, calculada con un modelo de descuento de dividendos, y advierten que muchos la utilizaban sin conocer su cálculo; algo similar podría ocurrir con el 28,6 % de la muestra propia que recurre a un proveedor. La preferencia por referencias estadounidenses, lejos de acortarse, parece haberse profundizado, en línea con la dolarización de las proyecciones.

Riesgo país, noción de riesgo y riesgo asistemático

El riesgo país marca la diferencia más clara con la práctica estadounidense. En Bruner *et al*. (1998) sólo aparece en comentarios de corporaciones con inversiones internacionales, mientras que en la muestra propia el 77,8 % lo incorpora al costo de capital. En Pereiro y Galli (2000) el 42 % de las corporaciones informó un instrumento para medirlo, principalmente los bonos PAR (18 %) y FRB (8 %), y el EMBI era apenas mencionado (2,6 %). Hoy el EMBI es la fuente más utilizada (40,7 %), un cambio esperable dado que aquellos bonos dejaron de existir tras el default de 2001 y las posteriores reestructuraciones de la deuda, y que el índice ofrece una referencia estandarizada que no depende de la vigencia de un título en particular.

La noción de riesgo, en cambio, muestra una notable continuidad. En Pereiro y Galli (2000) la covarianza con el resto de las inversiones, base conceptual del beta, obtuvo el menor puntaje de importancia (2,0 puntos, frente a 5,2 de la probabilidad de pérdida y 5,1 de la varianza de los retornos), y en la muestra propia vuelve a ser la opción menos elegida (13,8 %). Más de dos décadas después, el supuesto sobre el que se construye el CAPM, según el cual el riesgo relevante es el sistemático, sigue sin reflejar cómo piensan el riesgo los profesionales argentinos.

El ajuste por riesgo específico muestra la diferencia más llamativa, aunque las preguntas no son idénticas. En Pereiro y Galli (2000) sólo el 8 % de las corporaciones ajustaba el costo de capital por riesgo asistemático, frente al 26% que lo hacía siempre (y el 33 % a veces) en Bruner *et al*. (1998) y al 53 % en Brotherson *et al*. (2013). En la muestra propia, el 40,7 % refleja el

riesgo específico en la tasa de descuento (sola o junto con los flujos) y el 62,9 % lo ajusta de alguna forma, ya sea en la tasa, en los flujos o en ambos. Sin embargo, no se observa un método dominante.

En la ruta No-DCF, por su parte, el único caso que declara ajustar por control e iliquidez lo hace por ambos conceptos a la vez, aunque el reducido número de respuestas no permite extraer conclusiones sobre este punto.

Armado del WACC y reestimación

En el armado del WACC, la práctica actual se aleja tanto de las recomendaciones de la teoría como de los antecedentes. La ponderación con la estructura corriente (65,0 %) supera ampliamente a la estructura objetivo (30,0 %), cuando en Bruner *et al*. predominaba la objetivo (52 % frente a 15 %), en Brotherson *et al*. ambas empataban (37 %) y en Pereiro y Galli las corporaciones se repartían casi por igual (37 % y 39 %).

La tasa impositiva marginal o estatutaria, mayoritaria en todos los antecedentes, cae al 15,0 %, desplazada por la tasa efectiva observada (60,0 %). En el costo de la deuda, en cambio, se mantiene una particularidad local: como ya ocurría con las corporaciones de Pereiro y Galli (55 % promedio corriente frente a 18 % marginal), el promedio corriente de la deuda vigente (60,0%) predomina sobre el costo marginal (13,3 %), a diferencia de Bruner *et al*., donde prevalecía el costo marginal (52 %).

Una posible interpretación de este resultado es que, en un contexto de acceso al financiamiento potencialmente limitado o volátil, los profesionales recurren con mayor frecuencia a información efectivamente observable de la deuda vigente. Sin embargo, el cuestionario no indagó las razones de esta elección, por lo que esta explicación debe considerarse únicamente como una hipótesis.

La reestimación también conserva un rasgo local. La frecuencia anual es la más citada en los cuatro estudios (29,6 % en la muestra propia, 37 % en Bruner *et al*. y en Pereiro y Galli y 53 % en Brotherson *et al*.), pero la reestimación para cada proyecto, marginal en EE.UU. (7 %), era relevante entre las corporaciones argentinas del año 2000 (35 %) y lo sigue siendo hoy (18,5 %).

5.2 Correspondencia entre las prácticas relevadas y los modelos analizados

A partir de la evidencia relevada puede analizarse en qué medida las prácticas declaradas por los encuestados presentan correspondencia con los principales componentes de los modelos estudiados.

CAPM. El CAPM continúa siendo el enfoque individual más utilizado para estimar el costo del capital propio entre los encuestados, considerando conjuntamente sus versiones tradicional y modificada. Asimismo, entre quienes declaran utilizar alguna forma de CAPM se observa una elevada frecuencia de cálculo combinado del WACC.

Sin embargo, las prácticas relevadas difieren en varios aspectos de la formulación clásica del modelo: predominan parámetros provenientes del mercado estadounidense, es frecuente la incorporación de primas adicionales (en particular, riesgo país) y la covarianza con el mercado,

noción de riesgo subyacente al beta, fue la alternativa menos seleccionada al consultar cómo se conceptualiza el riesgo en la práctica. En consecuencia, los resultados muestran que el CAPM conserva una presencia relevante en la práctica profesional relevada, aunque frecuentemente aparece acompañado por adaptaciones al contexto local.

WACC. El WACC continúa ocupando un lugar relevante como tasa de descuento entre los encuestados. No obstante, los criterios utilizados para su construcción presentan diferencias respecto de las recomendaciones teóricas tomadas como referencia en este trabajo. Entre quienes respondieron las preguntas correspondientes, predominan la estructura de capital corriente sobre la estructura objetivo, la tasa impositiva efectiva sobre la marginal o estatutaria y el costo promedio de la deuda vigente sobre el costo marginal de nueva deuda.

Estos resultados muestran que, en la muestra relevada, el uso del WACC convive con criterios de cálculo basados principalmente en información corriente y observable. El análisis exploratorio por tamaño también muestra algunas diferencias entre los grupos, aunque el reducido número de casos no permite atribuirlas de manera concluyente al tamaño de la compañía o proyecto.

MPAA. La evidencia relevada presenta una correspondencia parcial con algunos de los componentes del modelo de primas y ajustes apilables. En particular, varios elementos vinculados con su primera fase aparecen con frecuencia en las prácticas declaradas: el uso de referencias del mercado estadounidense, la incorporación del riesgo país y el predominio del dólar como moneda de proyección. Sin embargo, estos resultados corresponden a preguntas y bases diferentes, por lo que no permiten afirmar que todos estos componentes sean utilizados conjuntamente por los mismos profesionales ni que se aplique el MPAA como modelo integral.

En relación con la segunda fase, vinculada con los ajustes por riesgo asistemático, la evidencia es más limitada. El tratamiento del riesgo específico presenta una elevada heterogeneidad entre tasa de descuento, flujos, ambas alternativas o decisiones según el caso, sin que pueda identificarse una práctica predominante. Asimismo, las preguntas referidas específicamente a control e iliquidez cuentan con un número reducido de respuestas y no permiten evaluar de manera completa la aplicación de los ajustes por tamaño, tenencia e iliquidez propuestos por Pereiro y Galli.

Por lo tanto, los resultados permiten identificar coincidencias entre determinadas prácticas actuales y algunos componentes del MPAA, especialmente en lo relativo al uso de primas de riesgo, pero no permiten validar ni rechazar el modelo en su conjunto.

6. Conclusiones

Este trabajo actualizó, más de dos décadas después, la evidencia sobre las prácticas de estimación del costo de capital en la Argentina, a partir de una encuesta a 48 profesionales de las finanzas y de su posterior comparación con Bruner *et al*. (1998), Brotherson *et al*. (2013) y Pereiro y Galli (2000). En relación con el segundo objetivo específico, los resultados muestran que el DCF y el uso del costo de capital como tasa de descuento siguen siendo el núcleo de la práctica, que el CAPM es el método más utilizado para estimar el costo del capital propio y que el riesgo país se incorpora de manera casi generalizada, con el EMBI como fuente principal. Al

mismo tiempo, la adopción formal de los modelos es menor que en los antecedentes, los parámetros se toman mayoritariamente del mercado estadounidense y el armado del WACC privilegia el dato corriente y observable por sobre los criterios recomendados por la teoría.

En relación con el tercer objetivo, la evidencia relevada muestra que los principales modelos analizados continúan teniendo correspondencia, en distinto grado, con las prácticas declaradas por los encuestados. El CAPM mantiene una presencia relevante para la estimación del costo del capital propio, aunque frecuentemente acompañado por adaptaciones, mientras que el WACC continúa siendo utilizado como tasa de descuento, con criterios de construcción que privilegian información corriente y observable. Respecto del MPAA, se observan coincidencias con algunos componentes de su primera fase, especialmente la utilización de referencias estadounidenses y la incorporación del riesgo país. En cambio, la evidencia disponible sobre los ajustes por riesgo asistemático es más limitada y heterogénea, por lo que no permite evaluar de manera concluyente la vigencia de su segunda fase ni validar el modelo en su conjunto.

La evidencia también sugiere una posible brecha entre determinados supuestos teóricos y las prácticas relevadas. Esto se observa en la noción de riesgo: la covarianza con el mercado sigue siendo la dimensión menos seleccionada por los profesionales argentinos, igual que hace más de dos décadas. Por otro lado, el análisis exploratorio según tamaño muestra algunas diferencias descriptivas compatibles con una mayor formalización de ciertas prácticas entre los casos de mayor escala.

Entre las limitaciones del estudio se destacan el tamaño reducido y el carácter no probabilístico de la muestra, las diferencias de diseño y formulación de las preguntas respecto de los antecedentes y la imposibilidad de reconstruir de manera estrictamente equivalente las categorías de organización utilizadas en esos trabajos. Asimismo, algunas preguntas presentan bases de respuesta reducidas y los análisis por subgrupos, particularmente según tamaño, poseen un carácter exclusivamente exploratorio. Por ello, los porcentajes y diferencias observados deben interpretarse como evidencia descriptiva de las prácticas relevadas y no como estimaciones representativas del conjunto de los profesionales financieros argentinos ni como evidencia causal.

A partir de estos resultados, el trabajo abre distintas líneas para continuar la investigación: extender el relevamiento, en la medida de lo posible, a un mayor número de profesionales, complementar la encuesta con entrevistas en profundidad, al estilo de Bruner *et al*. (1998), y estimar con datos actuales las primas por riesgo asistemático del MPAA. Esta última línea resulta especialmente relevante, ya que permitiría contar con valores de referencia actualizados para los ajustes por tamaño, tenencia e iliquidez, que los profesionales podrían utilizar al evaluar proyectos y valuar empresas de capital cerrado.

REFERENCIAS

Brotherson, W.T., Eades, K.M., Harris, R.S. & Higgins, R.C. (2013). *"Best practices" in estimating the cost of capital: An update*. Journal of Applied Finance, 23 (1): 15-33

Bruner, R.F., Eades, K.M., Harris, R.S. & Higgins, R.C. (1998). *Best practices in estimating the cost of capital: Survey and synthesis*. Financial Practice and Education, 8 (1): 13-28

Pereiro, L.E. y Galli, M. (2000). *La determinación del costo del capital en la valuación de empresas de capital cerrado: una guía práctica*. Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas y Universidad Torcuato Di Tella

Secretaría de Industria, Comercio y de la Pequeña y Mediana Empresa (2026). *Resolución N° 1/2026*. Ministerio de Economía de la Nación