SADAF
DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

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

Elementos relacionados con la sobre y subvaluación de empresas

Gustavo Tapia
Universidad de Buenos Aires

SUMARIO

1. Introducción
2. Valor intrínseco y factores que lo pueden afectar
3. Causas que motivan las sobre y sub-valuaciones
4. Riesgos sistémicos e instrumentos derivados
5. Síntesis sobrevaluación – subvaluación
6. Factores que inciden en la sobre y la subvaluación
7. Consideraciones finales y conclusiones

Para comentarios:
gustavo.tapia1@gmail.com

1. Introducción

El valor intrínseco posibilita que los inversores determinen el valor real de un bien, negocio o empresa con independencia de su precio en el mercado. Es un punto de partida para identificar sobre y subvaloraciones, y para tomar decisiones basado en fundamentos. Considerando los factores que intervienen en las estimaciones de valor es factible gestionar riesgos y poner en marcha acciones estratégicas en busca de alcanzar objetivos sustentables y desarrollos a partir de crecimientos razonables.

Si a partir de ello, es posible identificar oportunidades, entonces habrá un potencial de rentabilidad a largo plazo, prescindiendo de tendencias e impulsos como también de la creación de márgenes de seguridad (exiguos o grandiosos) sin relación alguna con la visión se trate de una organización, sector o país. Se construye una guía de consignas para la inversión relacionadas con la experiencia y la evolución, con los recursos y los fines pretendidos, con preferencia en la economía de la producción sobre la especulación.

2. Valor intrínseco y factores que lo pueden afectar

El valor intrínseco es el valor real, fundamental o teórico de un activo, un negocio o una empresa, basado en sus características esenciales y flujos de caja futuros, independientemente de su precio actual de mercado. Se determina a partir de metodologías consensuadas doctrinariamente, cuánto vale "por sí mismo" y este cálculo es comparado con el emergente de operaciones que se lleven a cabo en el mercado cuando se verifiquen condiciones normales considerando volatilidad de precios, volumen y plazos.

El valor intrínseco es una referencia para diferentes fines: vender, comprar, incidencia en situaciones patrimoniales, cálculo de indicadores, punto de partida en negociaciones por fusiones y adquisiciones, para estimar el acervo hereditario, y otras tantas cuestiones de importancia.

Así bajando al llano, el valor intrínseco -aun cuando sufra variaciones- es cardinal para definir qué tan barato o qué tan caro puede ser un activo, un negocio o una empresa, y como consecuencia de ello, cual es la rentabilidad medida como una tasa interna de retorno -TIR- en un flujo de fondos que considere valores de inversiones iniciales diferentes a su valor intrínseco.

Adicionalmente, en los análisis fundamentales de las inversiones, la comparación valor intrínseco – precio de mercado, es una manera efectiva de encontrar empresas infravaloradas. Dan cuenta profesional y exitosa en esta estrategia los análisis llevados a cabo por Warren Buffet, los que se enriquecen al considerar las potencialidades del desarrollo de las actividades en contextos dinámicos que los supuestos del flujo de fondos descontados -FCF-, intenta captar de manera fehaciente en alineación a los análisis estratégicos de las operaciones que se pretenden valuar.

Para los decisores, el valor intrínseco es una estimación estable que se convierte en un elemento esencial para definir la opción elegida. De este proceso, podrían surgir oportunidades de inversión cuando el precio de mercado es menor o frustrarse una operación concreta si el precio es mayor.

Factores que explican el proceso

Comprendemos, entonces que existen diferentes factores que explican todo este proceso y pueden modificar el valor y en el precio de la sustancia objeto de valuación.

a) Factores macroeconómicos y de riesgo exógeno
b) Factores de desempeño y de riesgo endógeno
c) Factores psicológicos y finanzas conductuales *(behavioral Finance)*
d) Factores de información y de valuación

Factores macroeconómicos. Respecto de los macroeconómicos deben contemplarse aspectos centrales como el riesgo país, el ciclo económico y el grado de liquidez.

- Riesgo país: una crisis política o económica eleva la tasa de descuento. Si el mercado percibe que el país es peligroso, castiga el precio de todas las empresas locales, sin distinguir si son buenas o malas.
- Ciclo económico: En periodos de recesión o altas tasas de interés, los inversores huyen de la renta variable hacia activos más seguros (bonos), provocando una caída generalizada en las valuaciones.
- Falta de liquidez: Si una empresa cotiza en un mercado pequeño o con poco volumen de transacciones, su precio suele estar "deprimido" porque es difícil entrar y salir de la posición.

Factores de desempeño y de gestión interna. En cuanto a los factores de desempeño y gestión interna, habrá que considerar la transparencia y los conflictos de agencia, las estructuras de apalancamiento y la subutilización de activos

- Gobierno corporativo: Habrá un efecto en la tasa de costo de capital a causa de un descuento por gobernanza cuando falta transparencia o crece el conflicto de intereses entre accionistas.
- Estructura de capital ineficiente: los excesos de deuda (apalancamiento) aumenta el riesgo de quiebra, que repercute en el potencial operativo del negocio.
- Activos subutilizados: un ejemplo usual se presenta cuando existen empresas con patentes que en la actualidad no generan flujo de caja, aunque potencialmente pueden ponerse en marcha.

Factores psicológicos. Con relación a los factores psicológicos, la experiencia de los últimos años pone foco en el sesgo de pesimismo, la ineficiencia informativa y el efecto manada con una fuerza emocional que no se corrobora racionalmente.

- Sesgo de pesimismo: tras una crisis, el mercado suele volverse excesivamente conservador. Los inversores ignoran las proyecciones de crecimiento y se enfocan solo en los riesgos presentes.
- Desatención de analistas: las empresas pequeñas o algunos sectores pueden tener poca cobertura de prensa y analistas. Estos aspectos pueden hacer que el precio no refleje el valor real.
- Efecto manada: provoca precios por debajo de lo sugerido por los fundamentos.

Factores relacionados con la información y la valuación. Con relación a la información y la valuación habrá que considerar:

- Asimetría de información: quienes deciden en la empresa cuentan con información que el mercado aun no conoce o no cree.
- Errores de valuación: el uso de múltiplos como el P/E Ratio (precio/beneficio de mercados desarrollados aplicados a mercados emergentes sin los ajustes o análisis debidos pueden provocar variaciones de significación en los precios de mercado.

3. Causas que motivan las sobre y sub-valuaciones

Así entonces, un aumento en la tasa de descuento provoca la caída del valor presente del activo, el negocio o la empresa. El pánico del mercado implica generalmente la venta masiva de acciones ignorando los fundamentos del negocio. Si el activo bajo análisis queda fuera del foco (pasa desapercibido), su precio cae o se estanca. También suele aplicarse un castigo preventivo en el precio de la acción, frente a esta crisis de reputación.

Señala Pablo Fernández, que la mayoría de las sobrevaloraciones de empresas no ocurren por fallos matemáticos, sino por razones conceptuales, que usualmente no consideran el sentido común. Si bien muchos autores, refieren a los errores más recurrentes en las valuaciones, este autor ha realizado un compendio de las motivaciones principales:

- ✓ Inconsistencia entre el crecimiento y la inversión: en este caso el crecimiento a perpetuidad no considera la inversión necesaria en el flujo de fondos que lo sostenga. Es prácticamente imposible crecer anualmente de manera indefinida sin invertir en activos -CAPEX-
- ✓ El uso incorrecto de la tasa libre de riesgo, aplicando la de los bonos de EUA para valuar proyectos y empresas de otro país sin hacer los ajustes pertinentes. La utilización de una tasa baja correspondiente a un país desarrollado en un flujo de fondos de una empresa de un mercado volátil puede provocar cálculos de valor ilusoriamente altos.
- ✓ La confusión en los analistas o partes de la operación de los conceptos precio y valor. Se mezclan opiniones subjetivas y hechos y se aplican criterios como los de valuación por múltiplos que pueden reflejar primas de control o burbujas temporales.
- ✓ El empleo de la Beta histórica, calculada sobre los datos del pasado y que posiblemente, no se vincule con el riesgo futuro de los activos bajo análisis. La incidencia de beta en la tasa de corte repercute en el costo de capital utilizado para la valuación.
- ✓ Confundir el concepto de empresa sea ésta los activos (investment) o acciones (equity) -*Valor de los activos vs Valor de las acciones*-, podría significar que al no restar el valor de mercado de la deuda se comunique incorrectamente el valor de la firma
- ✓ Aplicar estructuras de financiación Deuda / Equity como objetivo, pero difíciles de alcanzar, provocaría en la práctica sobrevaloraciones de las compañías.

A diferencia de Pablo Fernández, para Aswath Damodaran la sobrevaluación suele ser el resultado de lo que él llama "historias de hadas" que no se reflejan en los números, sino en sesgos psicológicos y técnicos específicos en las guías de valuación de inversiones. Destaca:

- ✓ El sesgo del mercado total direccionable -TAM-, en el cual los analistas asumen que el mercado es gigantesco y que la empresa capturará una cuota importante del mismo sin ponderar correctamente el accionar de la competencia.
- ✓ Tasa de crecimiento mayor a la tasa libre de riesgo de la economía, dado que se crea una cantidad de dinero que provoca sobrevaluaciones difíciles de explicar.
- ✓ Ignorar el riesgo de sobrevivencia: incluso suponiendo que una empresa con altos niveles de deuda o con pérdidas operativas puede ser considerada una empresa en marcha normal. Para estos casos, Damodaran propone considerar la ponderación de una probabilidad de supervivencia para evitar la sobrevaluación.
- ✓ El uso de múltiplos sin ajustar los fundamentos. Caso: si todo el sector está en una burbuja, usar un múltiplo relativo solo confirma la sobrevaloración colectiva en lugar de encontrar el valor intrínseco real.
- ✓ La doble contabilización del efectivo: El error es sumar el efectivo expuesto en el balance al valor de los flujos de caja descontados cuando esos mismos flujos ya asumen que el efectivo genera intereses que se reinvierten.
- ✓ Considerar la incorporación total de las sinergias emergentes de procesos de compras y fusiones de empresas en el flujo de fondos, sin analizar correctamente la probabilidad de ocurrencia de las mismas.

4. Riesgos sistémicos e instrumentos derivados

4.1 Interrelación con los instrumentos derivados

La relación entre la sobrevaloración de empresas y los instrumentos derivados (futuros, opciones, swaps, CFDs) es bidireccional: los derivados pueden ser tanto la causa de una valoración inflada como la herramienta para beneficiarse de su corrección.

- Los derivados como impulsores de la sobrevaloración: el uso de derivados puede inflar el precio de una empresa más allá de sus fundamentos mediante varios mecanismos:
  - ✓ Apalancamiento excesivo: los derivados permiten a los inversores controlar grandes posiciones con poco capital inicial. Esto genera una demanda artificial masiva que puede empujar los precios por encima de su valor real, contribuyendo a la formación de burbujas financieras.
  - ✓ Efecto de "Feedback Loop": cuando los operadores toman posiciones largas masivas en opciones de compra (calls), los creadores de mercado deben comprar la acción subyacente para cubrir su riesgo, lo que impulsa el precio al alza de forma mecánica, independientemente del valor del negocio.
  - ✓ Sistema contable y opacidad: algunos derivados, especialmente los OTC (over-the-counter), pueden ser difíciles de rastrear en los registros contables. Esto permite a

las empresas ocultar riesgos o deudas (como el caso de swaps de divisas o tasas), haciendo que la empresa parezca más sólida y valiosa de lo que realmente es.

- Los derivados como herramientas ante la sobrevaloración: para los analistas que detectan que una empresa está sobrevalorada, los derivados son el instrumento principal para actuar:

✓ Posiciones cortas (*short selling*): los inversores utilizan instrumentos como CFDs (Contratos por Diferencia) u opciones de venta (puts) para apostar por la caída del precio de un activo sobrevalorado sin necesidad de poseerlo físicamente.

✓ Cobertura (*hedging*): una empresa puede utilizar derivados para proteger su valor real ante la volatilidad del mercado, reduciendo la fluctuación de sus ganancias y, por ende, estabilizando su valoración intrínseca.

- Diferencias en la percepción de valor
  - ✓ Mejora del valor percibido: el uso correcto de derivados para gestionar riesgos (como el riesgo cambiario o de tasas) puede incrementar el valor de mercado de una empresa al reducir su perfil de riesgo general.
  - ✓ Riesgo de contraparte: en instrumentos como los *credit default swaps* (CDS), la sobrevaloración puede ocultar un riesgo de impago sistémico (como ocurrió en la crisis de 2007), donde una cadena de derivados ligados a activos sobrevalorados (hipotecas) provocó un colapso por falta de liquidez.

Tabla 1: Síntesis del rol del instrumento derivado y sus efectos

Rol del Derivado	Impacto en la Valoración
Especulación Apalancada	Puede generar burbujas y sobrevaloración por exceso de optimismo.
Cobertura (Hedge)	Suele estabilizar y aumentar el valor real al reducir la volatilidad.
Opciones Put / CFDs	Permiten arbitrar y corregir la sobrevaloración mediante ventas en corto.
Derivados OTC	Pueden generar sobrevaloración artificial por falta de transparencia contable.

4.2 Ciclos y riesgos sistémicos

Las burbujas financieras y las crisis de mercado son las dos caras de un ciclo de inestabilidad alimentado por la desconexión entre el valor intrínseco de una empresa y su precio de mercado.

La dinámica de estas crisis se centra en tres ejes críticos:

- El ciclo de vida (de la euforia al pánico): siguiendo las etapas del economista Hyman Minsky, las crisis actuales mantienen un patrón histórico predecible:

- ✓ Desplazamiento y auge: una nueva tecnología (como la inteligencia artificial en 2025-2026) genera un optimismo masivo.
- ✓ Euforia: Los inversores ignoran los flujos de caja reales y valoran empresas basándose en el 'potencial', inflando los precios significativamente por encima de sus fundamentos.
- ✓ Pánico y estallido: Cuando el valor cae, lo hace mucho más rápido de lo que subió, provocando una destrucción de riqueza acelerada.

- El riesgo (2026): la *triple burbuja*. Analistas y organismos internacionales identifican tres focos de riesgo interconectados que podrían desencadenar una crisis sistémica este año:
  - ✓ Inteligencia artificial: aunque algunos bancos como J.P. Morgan mantienen una postura optimista, agencias como Fitch Ratings y Moody's han alertado sobre la sobrevaloración de empresas tecnológicas como un riesgo crediticio mayor para 2026.
  - ✓ Crédito privado: existe preocupación por la falta de transparencia y calidad de los activos en el sector de crédito privado, lo que podría generar un efecto contagio hacia los bancos tradicionales si los impagos aumentan.
  - ✓ Deuda y rendimientos soberanos: el aumento de las tasas de interés a largo plazo y la inestabilidad en mercados de bonos (especialmente en Japón) añaden presión a las valoraciones bursátiles.

- Indicadores de crisis en el mercado: para identificar si una empresa o mercado está en zona de burbuja, los expertos vigilan señales específicas:
  - ✓ Múltiplos exigentes: cuando los ratios de valoración (como el P/E) se alejan de los promedios históricos sin un aumento proporcional en los beneficios.
  - ✓ Concentración extrema: un mercado donde solo unas pocas empresas (como las Big Tech) sostienen todo el crecimiento es más vulnerable a un colapso si una de ellas falla.
  - ✓ Predicciones de corrección: los mercados de predicción sitúan en torno al 58 % la probabilidad de una corrección severa del S&P 500 para el año 2026.

No obstante, organismos multilaterales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) mantiene una proyección de crecimiento global del 3,3 % para el año, aunque advierte que este equilibrio es frágil ante 'fracturas geopolíticas' y choques inflacionarios.

Para entender la relación entre las burbujas por sobrevaluación y el costo de capital real, es necesario analizar cómo la percepción del riesgo y la inflación distorsionan las decisiones de inversión.

En el contexto como el actual, esta relación es crítica debido a la volatilidad de las tasas de interés y la maduración de inversiones en sectores de alto crecimiento como la inteligencia artificial y el crédito privado.

4.3 Componentes del costo de capital en el proceso de valuación

¿Qué efectos se presentan en los elementos constitutivos del costo de capital?

- Costo de capital real como "pincha-burbujas": el costo de capital real es la tasa de retorno que los inversores exigen después de ajustar por inflación
  - ✓ Periodo de gestación de la burbuja: cuando el costo de capital real es bajo o negativo (tasas de interés inferiores a la inflación), el dinero es "barato". Esto empuja a los inversores hacia activos de riesgo, inflando los múltiplos de valuación de las empresas. Al no haber alternativas seguras que protejan el poder adquisitivo, se genera una sobrevaluación artificial.
  - ✓ El endurecimiento de las políticas monetarias eleva el costo de capital real. Cuando este sube, el valor presente de los flujos de caja futuros cae drásticamente. Las empresas que no generan beneficios en el presente, sino que solo promesas de crecimiento son las primeras en ver estallar su burbuja, ya que el mercado no tolera un costo de oportunidad tan alto.

- Distorsión del *wacc* en mercados sobrevaluados: en una burbuja, el cálculo del costo de capital promedio ponderado (*wacc*) suele estar viciado por errores que autores como Pablo Fernández y Aswath Damodaran advierten:
  - ✓ Bajo peso de la deuda: al estar la acción sobrevaluada (*market equity* alto), el *wacc* resultante parece más bajo de lo que debería ser, lo que puede estimular a la empresa a tomar proyectos que no son rentables a largo plazo.
  - ✓ Beta comprimido: en plena euforia, la correlación de una empresa con el mercado puede parecer estable, reduciendo la percepción de riesgo (beta bajo) e infravalorando el costo de capital propio y por lo tanto alimentando la sobrevaluación.

- Riesgos sistémicos: para este año, la interacción entre sobrevaluación y costo de capital presenta riesgos específicos:
  - ✓ Burbuja de la IA: a diferencia de la burbuja de las dotcom, en 2026 el mercado observa que muchas *big tech* tienen flujos de caja reales, pero su valoración depende de un costo de capital que asume una baja inflación permanente. Si la inflación repunta, el ajuste del costo de capital real podría borrar billones en capitalización.
  - ✓ Efecto en crédito privado: gran parte de la sobrevaluación actual se sostiene en deuda privada. Un aumento en el costo de capital real incrementa la tasa de impagos, transformando una burbuja de valuación en una crisis de liquidez.

Para reducir los riesgos sistémicos se requiere una combinación de regulación estatal, disciplina de mercado y gestión técnica del capital. En contextos como el actual, con experiencias en volatilidades en sectores de tecnología y de crédito privado, el análisis de las posibles acciones estratégicas distingue tres niveles:

- Nivel macro-regulatorio (políticas de Estado): los bancos centrales y organismos de supervisión (comisiones de valores o bancos centrales) aplican medidas para evitar “efectos dominó" como:
  - ✓ Colchones de capital anticíclicos: que obligan a las instituciones financieras a acumular más reservas de capital durante los periodos de bonanza (cuando hay sobrevaloración) para que tengan solvencia cuando la burbuja estalle.
  - ✓ Límites al apalancamiento: con restricciones para endeudarse o para invertir en instrumentos derivados o activos de alto riesgo. El exceso de deuda es el principal transmisor del riesgo sistémico.
  - ✓ Supervisión de entidades: aplicando regulaciones más exigentes a instituciones cuya quiebra paralizaría la economía global.

- Nivel de mercado -transparencia y valoración: la reducción de la asimetría de información es clave para que los precios no se desvíen masivamente de su valor real
  - ✓ Estandarización de derivados: promoviendo que los instrumentos derivados se negocien en cámaras de compensación transparentes y no de forma privada (OTC), lo que permite rastrear quién tiene el riesgo realmente.
  - ✓ Disciplina en la tasa de descuento: como señalan Damodaran y Fernández, evitar el uso de tasas de interés artificialmente bajas para valuar activos. Un costo de capital real positivo actúa como un filtro natural contra proyectos mediocres.
  - ✓ Auditoría de algoritmos e IA: evitando que los algoritmos de *trading* automático generen *flash crashes* al reaccionar todos de la misma manera ante una noticia, amplificando la caída del mercado.

- Nivel de gestión de carteras - inversores: los grandes fondos reducen su exposición al riesgo sistémico mediante:
  - ✓ Diversificación no correlacionada: apuntando a invertir en activos que no se muevan en la misma dirección (ej. combinar tecnología con materias primas o infraestructura).
  - ✓ Pruebas de estrés (*stress testing*): simular escenarios extremos (como un aumento súbito del riesgo país o una caída del 30 % en el PIB) para asegurar que la estructura de capital de la empresa puede sobrevivir sin ayuda externa.
  - ✓ Monitoreo del riesgo de contraparte: asegurarse de que las instituciones con las que se opera (bancos, *brokers*) tengan la liquidez necesaria para cumplir sus contratos en una crisis.

La relación entre el riesgo sistémico y la sobrevaluación de las empresas es una de retroalimentación peligrosa: la sobrevaluación actúa como el combustible y el riesgo sistémico como el mecanismo de explosión que afecta a toda la economía. Es usual crear percepciones falsas de riqueza y de solvencia cuando realmente se opera con fragilidad financiera. Así es, que los colaterales por garantías conformados por acciones sobrevaloradas son utilizados para solicitar préstamos, apareciendo el riesgo de caída de valor provocando llamadas de margen (*margin calls*) que implican la exigencia de fondos adicionales por parte de los *brokers* o el cierre de

Tabla 2: Síntesis de los riesgos sistémicos y sus efectos

Riesgo Detectado	Medida de Reducción
Sobrevaloración por liquidez	Aumento del costo de capital real (subida de tasas).
Contagio por deuda	Límites estrictos al apalancamiento en crédito privado.
Opacidad en derivados	Migración a mercados centralizados y auditables.
Concentración en Big Tech	Fomento de la inversión en sectores de valor real y economía circular

Fuente: Basado en datos de Open AI y JP Morgan (2026)

posiciones cuando el capital en una cuenta de trading apalancada cae por debajo del nivel de mantenimiento requerido. Otra de las consecuencias usuales, en estos casos, es la venta de otros activos sanos para cubrir estas deudas, contagiando o afectando sectores que no estaban sobre-valorados.

Si la sobrevaluación se verifica en entornos de tasas de interés bajas o de liquidez excesiva, podría producirse una mala asignación de recursos a partir de la señal equivocada que envía el mercado de que el capital es barato y el riesgo es mínimo. En los casos en que un gobierno intente frenar la inflación, con un costo de capital real en aumento, es muy factible que las empresas sobrevaloradas ajusten precios abruptamente, paralizando el crédito global hasta ver los efectos de la corrección.

El contagio con otros activos indica que la correlación entre ellos es mayor, con lo que va perdiendo significación la diversificación. Si los activos bajo análisis dependen de historias de crecimiento similares, como el logro de productividad por IA, entonces el riesgo deja de ser individual para volverse sistémico. Adicionalmente, la utilización de instrumentos derivados en estas empresas sobrevaloradas amplifica el riesgo y pudiendo incidir en una cadena de impagos que afecte al sistema financiero y a los sectores productivos.

En los mercados emergentes, la sobrevaluación de activos con más una subida de la prima de riesgo país provoca fugas de capitales sistémicas, con resultados nefastos para el crecimiento y desarrollo productivo.

Comprendemos, que la sobrevaloración no es solamente un problema de altos precios, sino que es un indicador de riesgo sistémico que reduce el margen de error del sistema financiero. No es auspicioso en absoluto que el valor de mercado esté alejado del valor intrínseco de los bienes, habida cuenta de la mayor volatilidad del primero respecto del segundo.

5. Síntesis sobrevaluación – subvaluación

Como hemos indicado previamente, la sobrevaluación ocurre cuando el precio de mercado de una empresa, activo o divisa supera su valor real o intrínseco, lo que puede inflar ganancias o crear burbujas, mientras que la subvaluación sucede cuando el valor de mercado es menor al real, a menudo indicando una oportunidad de compra o un riesgo de contrabando técnico en

importaciones. Ambas distorsionan la toma de decisiones financieras, impuestos y competitividad.

- Sobrevaluación de empresas y activos
  - ✓ Definición: el precio es mayor que su valor fundamental.
  - ✓ Causas: expectativas excesivamente optimistas, especulación, o manipulación de mercado.
  - ✓ Consecuencias: riesgo de corrección a la baja (caída de precios), reducción artificial del costo de bienes vendidos abultando utilidades y problemas en la toma de decisiones financieras.

- Subvaluación de empresas y activos
  - ✓ Definición: el precio de mercado es inferior a su valor intrínseco.
  - ✓ Causas: mucha incertidumbre en el entorno, miedo a crash en el mercado, baja liquidez, rumores e ineficiencias del mercado.
  - ✓ Consecuencias: oportunidades para inversores de valor, aumento artificial de los costos de bienes vendidos reduciendo utilidades contables.

- Sobrevaluación/subvaluación en actividades y costos
  - ✓ Costos de producción: por ejemplo, en el sector agropecuario, la no registración de las depreciaciones lleva a lleva a diagnósticos incorrectos.
  - ✓ Aduanas (subvaluación): declarar un valor inferior al real en mercancías importadas para reducir impuestos. Se lo denomina contrabando técnico, causa pérdidas recaudatorias y competencia desleal contra la industria nacional.
  - ✓ Divisas: si el tipo de cambio nominal es diferente al tipo de cambio real de la divisa, podrá afectar a las exportaciones (aliento si el TC nominal > TC real y desaliento en caso contrario) y a las importaciones (aliento si el TC nominal es < TC real y desaliento a la inversa)

6. Factores que inciden en la sobre y la subvaluación

6.1 Tasa de crecimiento g y relación con el PIB

La tasa de crecimiento a perpetuidad es una variable fundamental en la valoración de empresas por descuento de flujos, representando el ritmo constante al que se espera que crezcan los beneficios o flujos de caja para un horizonte infinito. Si la tasa g es más alta, aumenta el valor de la empresa. En los casos de supuestos de crecimiento es común estimarla entre el 1 % y 3 %. Está relacionada con factores sistémicos como la inflación y la variación del PBI.

La fórmula de Gordon-Shapiro, usada para valuar acciones a través de sus dividendos perpetuos con crecimiento constante (g) es:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

donde:

P_0: valor teórico de la acción.

D_1: Dividendo estimado del primer periodo.

k: Tasa de descuento del mercado.

g: Tasa de crecimiento de los dividendos.

- ✓ Cuando la tasa de crecimiento de los dividendos (g) es 0 el modelo queda $P_0 = \frac{D_1}{k}$. Por lo que si despejamos tasa de descuento de mercado (k), esta sería igual al dividendo dividido por el precio.
- ✓ La empresa crece a un ritmo (g) durante infinito años.
- ✓ La empresa no se endeuda para financiar el crecimiento.
- ✓ La tasa de crecimiento de los dividendos (g) siempre es menor a la tasa de descuento del mercado (k) y mayor a cero
- ✓ Si la tasa de crecimiento de los dividendos (g) es muy cercana a la tasa de descuento del mercado (k) el modelo será muy volátil y el precio será muy alto.
- ✓ Debido a su simplicidad, este modelo no considera variables importantes que afectan al valor futuro de la corriente de dividendos.

Fórmula de la tasa de crecimiento (g). La tasa de crecimiento sostenible (g) se calcula comúnmente mediante la retención de ganancias: $g = \text{ROE}\ (1 - \text{payout ratio})$
donde

ROE (*return on equity*) es la rentabilidad sobre el patrimonio neto

Payout ratio es el porcentaje de ganancias pagadas como dividendos

(1 – *payout ratio*) es la tasa de retención de ganancias (parte de la ganancia reinvertida)

Sin perjuicio de los supuestos del modelo, mencionados precedentemente, se recomienda equiparar a la tasa de inflación esperada de largo plazo y o utilizar el crecimiento histórico del PIB o el crecimiento del sector como guarismos razonables a considerar. Por otro lado, es factible también, considerar lapsos en el flujo de fondos con un crecimiento extraordinario y luego un aplanamiento a partir de la aplicación del modelo de Gordon Shapiro con una tasa g fundamentada o bien con crecimiento nulo (que supone una evolución constante del flujo de fondos operativo al dividir sólo por la tasa de costo de capital).

El valor residual es producto de aplicar la tasa de crecimiento g. En la mayoría de los proyectos de inversión supera el 60 % del valor presente total de la inversión aplicando la metodología de flujo de fondos descontado (DCF). Las cotizaciones en los mercados bursátiles se ven impactados en los precios cuando la tasa de crecimiento es mayor que la esperada por el mercado y viceversa.

Los guarismos de tasa g mayores al 4 % ó 5 %, son considerados poco realistas a largo plazo. Debieran estar respaldados además por una ventaja competitiva sostenible, habida cuenta que supone que la empresa crecerá por encima de la economía.

En estos casos, la sobrevaloración del valor terminal desproporcionada conlleva a precios de acciones muy altos en operaciones de fusiones y adquisiciones y o a reconocer caídas importantes en los precios hasta lograr una corrección más realista que se apoye en los fundamentos de la firma.

En otro sentido, una tasa g razonable y puesta a prueba (historia y evolución prudente) estimula el crecimiento a largo plazo en las valoraciones explicando cambios en el valor intrínseco de los bienes. Como observamos, la tasa de crecimiento a perpetuidad es clave en las finanzas y la economía.

Cuando el crecimiento -en lugar de analizar un proyecto individual- se corresponde con la variación porcentual del producto interno bruto (PIB) real entre dos periodos -a fin de medir el crecimiento de la economía (expansión si es positivo, contracción si es negativo)-, representará la velocidad de cambio del PIB neta de inflación. Podemos intuir una relación entre el crecimiento de una inversión o empresa y el de un sector o conjunto que opera en un país.

6.2 Prima del riesgo país: componente del costo de capital

La prima de riesgo país mide la rentabilidad adicional que exigen los inversores por adquirir deuda soberana, reflejando la desconfianza o riesgo de impago frente a un activo seguro (por lo general bonos de EE.UU. o Alemania). Un aumento en esta prima indica sobrevaluación del riesgo percibido, lo que encarece la financiación, mientras que una reducción señala mayor confianza.

La prima es la diferencia entre tipo de interés de la deuda de un país y la de referencia considerada sin riesgo. A partir de niveles que superen los 400 puntos básicos suele interpretarse como riesgo creciente y o elevado de impago. Cuando la prima de riesgo es elevada además de incrementarse el costo de financiación para el Estado y las empresas, se limita el acceso a los mercados internacionales de capitales.

Si la prima es excesivamente alta sin fundamentos económicos sólidos, puede tratarse de una sobrevaluación del riesgo por pánico. Por el contrario, una prima demasiado baja podría infravalorar el riesgo real, creando burbujas. La valoración de activos está directamente relacionada con la prima de riesgo dado que ésta es un componente del costo de capital (k_0 ó *wacc*) utilizado en el flujo de fondos descontados.

Una prima de riesgo país elevada aumenta directamente el costo de financiamiento y la tasa de descuento (*wacc*) utilizada para valorar empresas, y esto provoca una subvaloración de sus acciones y activos. Al incrementar el riesgo percibido, los inversores exigen mayor rentabilidad, castigando los flujos de caja futuros y reduciendo el valor de mercado de las compañías.

En resumen:

- ✓ Mayor tasa de descuento (*wacc*): cuando el riesgo país sube, el costo de capital de las empresas aumenta. Al traer flujos de fondos futuros a valor presente, una tasa más alta resulta en un valor actual neto (VAN) menor, subvalorando la empresa.
- ✓ Costo del *equity* (k_e): la prima de riesgo país se suma como un componente al costo del capital propio en el CAPM, encareciendo el financiamiento interno y bajando el precio de las acciones.
- ✓ Restricción de financiamiento externo: un riesgo país alto dificulta que las empresas accedan a créditos internacionales, limitando su crecimiento y competitividad, lo que el mercado castiga con menores valuaciones.
- ✓ Efecto en la confianza: una prima alta refleja desconfianza, lo que provoca la salida de capitales y deprecia el valor de los activos locales.

- ✓ Relación Inversa en el mercado: existe una relación directa entre el riesgo país y el valor de las acciones. Cuando el riesgo país baja, la confianza aumenta y los bonos/acciones suelen valorizarse, reduciendo la subvaloración previa.
- ✓ El riesgo país no solo afecta la tasa de interés, sino también la operación real de la compañía encareciendo el crédito para las empresas y por ende reduciendo la rentabilidad neta.
- ✓ Cuando los niveles de riesgo son altos suelen estar asociados a inestabilidad política, alta inflación o volatilidad cambiaria. Estos elementos comprimen los márgenes de beneficio y reducen flujos de caja esperados.

6.3 Riesgo de "*doble castigo*" (sobrevaloración vs. subvaloración)

Existe un debate técnico sobre cómo aplicar este riesgo para evitar errores de valoración:

a) *Subvaloración por doble contabilización:* si un analista ya ajustó a la baja las proyecciones de ventas (flujos de caja) por la crisis del país y, además, suma una prima de riesgo país alta a la tasa de descuento, está castigando el activo dos veces, lo que conlleva a una subvaloración injustificada; y

b) *Sobrevaloración por omisión:* si se ignora el riesgo país en mercados emergentes, se utilizará una tasa de descuento demasiado baja (similar a la de un mercado desarrollado), lo que resultará en una sobrevaloración de la empresa.

Para precisar la prima de riesgo país y evitar errores comunes como el "doble castigo", los analistas financieros utilizan métodos que ajustan el diferencial de bonos soberanos según la volatilidad específica del mercado de capitales.

Las técnicas más precisas para determinarla son:

- *Método de la volatilidad relativa* (enfoque de Damodaran), es el estándar académico más aceptado en la actualidad para valuar acciones. No basta con usar el diferencial del bono soberano (*default spread*), ya que el mercado de acciones suele ser más volátil que el de bonos.

El método de la volatilidad relativa ajusta la tasa de descuento (*wacc* ó k_e) mediante el beta

$$\beta_L = \beta_U \left[1 + \left((1 - T)\frac{D}{E}\right)\right]$$

Beta desapalancado (β_U) que mide el riesgo operativo del negocio, eliminando el impacto de la deuda.
Ratio deuda/patrimonio D/E
Tasa impositiva t = impacto del escudo fiscal por la deuda

- *Método de los credit default swaps (CDS).* Para obtener un dato más dinámico y basado en el mercado actual, se utilizan los CDS spreads. A diferencia de los bonos, que pueden estar influenciados por la liquidez o términos específicos del contrato, el CDS a 5 o 10 años refleja puramente la percepción de riesgo de impago del mercado en tiempo real.

Al ser instrumentos derivados, reaccionan más rápido a noticias políticas o cambios en reservas que los rendimientos de los bonos físicos.

- *Ajuste por exposición operativa* (lambda). No todas las empresas de un país están igualmente expuestas a su riesgo soberano. Un error común es aplicar la misma prima a todas.
  Por ejemplo, si una empresa exportadora genera el 90 % de sus ingresos en el exterior (ej. una minera o tecnológica global), su exposición al riesgo país local es baja, por lo que deberá ajustar hacia abajo la prima del riesgo país.

- *Estimación según el calce de monedas.* La prima de riesgo debe estar relacionada con la misma moneda que los flujos de caja proyectados. Para los flujos en dólares se suma la prima de riesgo país directamente a la tasa sin riesgo (*risk-free rate*) de EE.UU. Para los flujos en moneda local, no basta con sumar el riesgo país; se debe incorporar la expectativa de inflación diferencial para evitar una subvaloración por inconsistencia monetaria.

6.4 Sobre y sub-valuación del PIB: perspectivas y relaciones con el precio-valor de las empresas

La sobrevaloración del PIB ocurre cuando las cifras de producción económica se inflan debido a una alta inflación en el cálculo nominalo mediante el aumento artificial del gasto público. Esto crea una falsa sensación de bonanza, atrayendo inversiones e incrementando la divisa nacional, pero puede ocultar problemas estructurales o la falta de sostenibilidad a largo plazo.

Puntos clave sobre cómo puede sobrevaluarse o malinterpretarse el PIB:

- ✓ Efecto de la inflación: el PIB nominal puede aumentar por el alza de precios y no por una mayor producción real de bienes y servicios, lo que sobrevalora el crecimiento económico real.
- ✓ Gasto público excesivo: los gobiernos pueden incrementar el PIB artificialmente mediante un alto gasto público (G), lo que no necesariamente refleja una economía productiva o eficiente.
- ✓ Atracción de inversión y moneda fuerte: un PIB inflado o en crecimiento puede atraer inversores globales que compran la moneda nacional, valorizándola, aunque el crecimiento real sea menor al reportado.
- ✓ Limitaciones del indicador: el PIB no mide la sostenibilidad al ignorar el agotamiento de recursos naturales o la distribución de la riqueza, por lo que una cifra alta puede no representar bienestar.

Steven Pinker argumenta en sus obras, como *En defensa de la Ilustración* (2018), que el crecimiento del PIB es un motor fundamental para el progreso humano, aumentando el valor y la calidad de vida a través de la reducción de la pobreza extrema y mejoras en salud y educación. Sostiene que el crecimiento económico sostenido es crucial para el bienestar material. Defiende que la racionalidad y la ciencia han impulsado un crecimiento que, a pesar de sus desafíos ambientales, ha mejorado la vida material a gran escala. El valor se refleja en el aumento del

PIB real, indicador del bienestar económico y la capacidad de producción de una sociedad. Esta postura, es criticada por autores como Jason Hickel argumentando sobre los límites biofísicos y el impacto ecológico de dicho crecimiento.

De acuerdo con Piketty (2014) la sobrevaloración de activos es un fenómeno que puede distorsionar la medición de la riqueza y actuar como un indicador temprano de inestabilidad económica. En su obra, no la trata solo como un error de mercado, sino como una fuerza que influye en la desigualdad estructural. Los puntos clave son:

- Ratio patrimonio/ingreso como alerta: mide la riqueza acumulada frente al ingreso nacional anual, actuando como alerta de desigualdad extrema. Un valor alto indica que el capital supera con creces los ingresos laborales, concentrando la riqueza en herencias y rentas, lo que maximiza la desigualdad. Si el patrimonio equivale a 6-7 años de ingreso (o más), indica un retorno del capital (r) > al crecimiento económico (g), perpetuando la desigualdad (r > g).

  Alerta histórica: Piketty advierte que ratios superiores a 500-600 % (5-6 veces el ingreso anual) son señales de alerta de un *capitalismo patrimonial* similar al siglo XIX, donde la riqueza heredada domina sobre la ganada por trabajo. Todo esto, se correlaciona con una mayor concentración de riqueza en el 10 % (o 1 %) más rico, mientras el 50 % más pobre posee una parte mínima del patrimonio. Piketty propone impuestos progresivos al capital para evitar la inestabilidad social.

  Debe contemplarse también los efectos precio y volumen, dado que la riqueza puede crecer por ahorro real (volumen) o por el aumento relativo de precios de activos (sobrevaloración relativa).

- Rol del capital inmobiliario: una crítica y observación importante en el debate sobre Piketty es que gran parte del aumento de la riqueza en las últimas décadas se debe a la sobrevaloración de la vivienda. Los precios inmobiliarios han subido más rápido que los alquileres y los salarios en muchos países desarrollados. Si los precios de los activos evolucionan por encima de los precios al consumidor de manera sostenida, la relación patrimonio/ingreso se eleva artificialmente, lo que puede dar una falsa sensación de acumulación de capital productivo cuando en realidad es inflación de activos.

- La relación y la acumulación: su tesis central es que cuando la tasa de retorno del capital (r) es mayor que la tasa de crecimiento económico (g), la riqueza tiende a concentrarse. En entornos de bajo crecimiento, la riqueza acumulada en el pasado (que puede estar sobrevalorada en mercados financieros o inmobiliarios) adquiere una importancia desproporcionada sobre el trabajo actual. Esta dinámica favorece a los rentistas sobre los trabajadores, ya que los activos financieros y propiedades se revalorizan más rápido de lo que crecen los salarios.

- Volatilidad y activos financieros: Piketty advierte que incluir activos financieros no productivos (acciones, bonos) en la definición de capital introduce una enorme volatilidad en las mediciones. Los giros del mercado pueden crear periodos de sobrevaloración extrema seguidos de correcciones violentas que afectan principalmente a la estabilidad social y económica.

Para corregir estas tendencias que incentivan la especulación y la sobrevaloración, Piketty propone un impuesto global y progresivo a la riqueza de hasta el 2 % (o incluso el 10 % para los más ricos), diseñado para moderar la acumulación excesiva y redistribuir los beneficios del capital.

Para entender la perspectiva de Thomas Piketty es fundamental saber que él no analiza la tasa de perpetuidad desde la óptica de un analista financiero (como Damodaran), sino desde la macroeconomía histórica. La relación central que estudia Piketty en su obra *El capital en el siglo XXI* es la interacción entre el crecimiento del producto (PIB) y el rendimiento del capital, pero con un enfoque crítico sobre cómo una baja del productor bruto afecta la estructura de la sociedad.

- La *segunda ley fundamental del capitalismo*. La relación matemática de largo plazo entre el stock de capital (K) y el ingreso nacional (Y) propuesta por Thomas Piketty se define mediante la segunda ley fundamental del capitalismo: Aquí, es la relación capital/ingreso (*B)* = s / g (s = tasa de ahorro y g = crecimiento de la economía)

  La Fórmula (*B)* = s / g indica que si la tasa de ahorro (s) es alta y el crecimiento económico (g) es bajo, la relación capital/ingreso (K/Y) aumentará a largo plazo.
  Una mayor tasa de ahorro combinada con un crecimiento bajo resulta en una mayor acumulación de capital en relación con el producto, concentrando la riqueza y aumentando la desigualdad.
  Tendencia Histórica: Piketty argumenta que cuando g baja (desciende productividad/población), (*B*) tiende a crecer, elevando el peso del capital heredado sobre el ingreso del trabajo. En sociedades con bajo crecimiento de perpetuidad, el capital acumulado en el pasado cobra una importancia desproporcionada sobre el ingreso actual generado por el trabajo.

  Esta relación matemática contrasta con el modelo de Solow, sugiriendo una divergencia patrimonial mayor en lugar de convergencia.

- La divergencia fundamental: es la relación más famosa de su estudio. Piketty analiza la brecha entre r (rendimiento medio del capital como beneficios, dividendos, intereses, alquileres) y la tasa de crecimiento de la economía (variación del producto) g.
  Concluye que históricamente las tasas de crecimiento económico real han caído del 4 % - 5 % al 1 % – 1,5 % en los países desarrollados. Cuando el producto crece lentamente, se reduce la inversión, aumenta el desempleo y disminuye la capacidad de aumentar la productividad llevando a un estancamiento. Además, los herederos y dueños de activos capturan una porción cada vez mayor del ingreso nacional, aumentando la desigualdad.

- El crecimiento demográfico: Para Piketty, la tasa de perpetuidad se divide en dos: crecimiento demográfico = aumento de la población y crecimiento económico per cápita: (Innovación y productividad). Observa que en el siglo XX hubo una explosión demográfica en tanto que el siglo XXI se caracteriza por poblaciones estancadas. Todo esto refuerza el poder del capital viejo y favorece la sobrevaloración de activos escasos (como la tierra o inmuebles en ciudades clave), ya que su valor sube por escasez más que por producción real.

- La trampa del crecimiento bajo: se reduce la movilidad social; el capital patrimonial se origina en la herencia y se incentiva la búsqueda de rentas en lugar de inversiones productivas. Se alienta de esta manera la producción de burbujas y la sobrevaloración de activos sin guardar relación con la variación real del PIB.

Tabla 3: Síntesis de la visión de finanzas corporativas vs. Piketty

Concepto	*Finanzas (Damodaran/Fernández)*	*Macroeconomía (Piketty)*
La tasa g	De manera perpetua no puede ser superior al crecimiento de la economía y por lo tanto es un techo para valuar una empresa.	Es el motor que acentúa la desigualdad: r > g y se da cuando el rendimiento de las inversiones supera al crecimiento de la economía
Rendimiento	La empresa vale menos hoy (DCF) cuando el costo de capital (rendimiento mínimo) crece.	El capital antiguo domina a la sociedad porque el capital acumulado (heredado) crece más rápido que los ingresos laborales.
Visión de la riqueza	Flujos de caja futuros.	Stock acumulado históricamente.

7. Consideraciones finales y conclusiones

El valor de una inversión no está aislado del PIB o del crecimiento en un sector. Debemos considerar tasas de crecimiento en los negocios y primas de riesgo acordes y fundadas en cada caso para evitar sub y sobre valuaciones de empresas y proyectos de inversión futuros.

Existe una regla esencial que indica: a largo plazo, ninguna empresa puede crecer más rápido que la economía en la que opera. Si así fuera, la explicación matemática debería al final del proceso absorber a la economía del país y sabemos que eso no es posible.

La inflación, el crecimiento poblacional y los impuestos, son elementos que deben conjugarse en el modelo de decisión que se aplique, sea para mayor y mejor precisión en los resultados como también para tomar decisiones con datos y supuestos trascendentes y necesarios.

Los sectores de la economía no se comportan de igual manera. Los ciclos de vida de los productos y de los mercados difieren entre ellos. Se presentan oportunidades y también amenazas con nuevos competidores y productos sustitutos. Estos aspectos, deben estar estrictamente analizados fundando en cada caso, los inductores claves como tasa de costo de capital, tasa de perpetuidad, prima de riesgo y otras relaciones empleadas en cada caso según la actividad de la firma, con los que se determinará o estimará un valor que los decisores esperan sea real.

Cuando el valor absoluto de la decisión es muy relevante, como cuando se trata de definir horizontes de planeamiento extensos (por ejemplo, más de 30 años), o el tamaño de la inversión total contiene muchos negocios y proyectos en un país o región, será conveniente el análisis prospectivo con las técnicas y modelos más avanzados. Esto implica la gestación y creación de escenarios para poder debatir y optar luego del filtro de la economía, la política, lo social, la tecnología, los aspectos legales y ecológicos. Todas estas cuestiones, pertinentes y relevantes deben ser motivo de un análisis adicional.

Finalmente, en línea con la mayoritaria doctrina financiera, menciono dos sentencias que debieran estar bien presentes en los decisores:

1. El coeficiente beta de la empresa debe tender a 1, el cual es el riesgo promedio del mercado: será difícil que una empresa sea gigante y poco riesgosa
2. El retorno sobre la inversión debe acercarse al *wacc*: las superganancias no duran mil años y los competidores erosionan los márgenes.

Explorar el valor de un activo con un criterio explicado y aceptado es un punto de partida necesario en el proceso decisorio de la inversión. Desde una perspectiva relativamente objetiva, se aplica un proceso y modelo aceptado observando efectos y resultados. Desde un posicionamiento subjetivo −pero no arbitrario−, implica tomar decisiones en esta materia en la que los valores de los bienes están bajo análisis haciéndonos cargo de la elección y sus consecuencias.

REFERENCIAS

Chasiotis I., Gounopoulos D., Konstantios D. & Patsika V. (2024). *ESG reputational risk, corporate payouts and firm value*. British Journal of Management, 35: 871-892

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*, 3rd ed. Wiley

Damodaran, A. (2024). *Country risk: My 2024 data update* NYU Stern School of Business.

Fernández, P. (2007). *Valoración de empresas. Como medir y gestionar la creación de valor*. Ed Gestión 2000.

Fernández, P. (2007). *120 errores en valoraciones de empresas*. IESE Universidad de Navarra.

Gnecco, M. (2011). *Incidencia del riesgo país en la determinación de la tasa de corte para la evaluación de proyectos de inversión* XXXI Jornadas de Administración Financiera, SADAF, págs. 107-136

Gordon, M. (1959). *Dividends, earnings and stock prices*. Review of Economics and Statistics, 41 (2): 99-105

Gordon, M. & Shapiro, E. (1956). *Capital equipment analysis: The required rate of profit*. Management Science, 3 (1): 102-110

Graham, B. (2019-1949). *El inversor inteligente.* Harper Collins Español

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and managing the value of companies,* 6th ed. Wiley

López Dumrauf, G. (2022). *Finanzas corporativas*. Ed. Alfaomega Argentina

Mascareñas, J. (2008). *El riesgo país*. Universidad Complutense de Madrid.

Pereiro, L. (2002). *Valuation of companies in emerging markets: A practical approach*. Wiley

Piketty, T. (2014). *El capital en el siglo XXI*. Fondo de Cultura Económica.

Pinker, S. (2018). *En defensa de la Ilustración*. Paidós.