



20 anos  
Departamento  
Turismo@ISCE



# The specific entrepreneurship applied to the development of tourism

ISSN: 2183-0800

[www.isce-turismo.com](http://www.isce-turismo.com)

Volume 11 | Número 1 | Setembro 2018  
Volume 11 | Number 1 | September 2018  
Volumen 11 | Número 1 | Septiembre 2018

Patrocinadores:



## APORTACIONES METODOLÓGICAS PARA LA VALORACIÓN DE EMPRESAS EN ECUADOR. DE LA INVESTIGACIÓN TEÓRICA A LA PRÁCTICA

Galo Adolfo Farfán Pacheco<sup>1</sup>

Farfán, G. A. P. (2018). Aportaciones metodológicas para la valoración de empresas en Ecuador. De la investigación teórica a la práctica. *Tourism and Hospitality International Journal*, 11(1), 26-47.

---

<sup>1</sup> (\*) Doctorando Universidad de Alicante. Master Europeo en Dirección Estratégica y Finanzas. Universidad de PERU, Lima. Ingeniero Comercial. Universidad de Guayaquil. Guayaquil, Ecuador. Consultor y Asesor-Auditor en el área de Finanzas. Profesor Universitario.

## Resumen

La aplicación de las Finanzas Corporativas en contextos de riesgo y en economías globalizadas como las actuales, resulta imprescindible la valoración de empresas de manera acertada, identificada ya, como una importante herramienta para la toma de decisiones, planificación y gestión de los negocios. El presente artículo se centra en los fundamentos teóricos relacionados con la valoración de las empresas, desde la investigación teórica a la práctica, abordando consideraciones generales, finalidades y métodos. Se profundiza en el método Flujos de Caja Descontados (DCF) y se ofrecen una serie de aportaciones metodológicas para desarrollar estos procesos. Las cuales constituyen el objetivo fundamental del presente artículo: proporcionar un marco de referencia teórico y práctico que fundamente la introducción de aportaciones metodológicas en los actuales procesos de valoración de Empresas para el Ecuador.

## Palabras clave

Valoración de Empresas, Método de Flujos de Caja Descontados, Aportaciones Metodológicas, Ecuador

## Summary

Corporate finance application in distinct contexts of risk and present-day global economies turns out to be essential for company's valuation to be more accurate. Company valuation has been defined already as an important tool for decision making, planning and business management. The present article focuses in the conceptual basis related to company valuation, starting from academic research to the practice field; the study also addresses general observations, purposes and methods. It also deepens in the Discounted Cash Flow (DCF) method and proposes some methodological contributions to develop these processes. The proposal of a conceptual and practical framework that supports the introduction of methodological contributions to the current business valuation processes in Ecuador represents the main objective of this article.

## Keywords

Business Valuation, Discounted Cash Flow (DCF) method, Methodological contributions, Ecuador

## Resumo

A aplicação das Finanças Corporativas em contextos de risco e em economias globalizadas como as atuais, resulta na imprescindível valorização de empresas de maneira acertada, identificada e, como uma importante ferramenta para a tomada de decisões, planificação e gestão dos negócios. O presente artigo concentra-se nos fundamentos teóricos relacionados com a valorização das empresas, desde a investigação teórica à prática, abordando considerações gerais, finalidades e métodos. Aprofunda-se o método de Fluxos de Caixa Descontados (DCF) e apresenta-se uma série de contribuições metodológicas para desenvolver estes processos, as quais constituem o objetivo fundamental do presente artigo: proporcionar um marco de referência teórico e prático que fundamente a introdução de contribuições metodológicas nos atuais processos de valorização de empresas para o Equador.

## Palavras chave:

Valorização de Empresas, Método Fluxos de Caixa Descontado, Contribuições Metodológicas, Equador

## Introducción

Los aspectos relacionados con la valoración de empresas, ocupan lugares importantes dentro la Economía Financiera, rama de la ciencia que desde la década de los años 60, comenzó a desarrollar un enfoque normativo y analítico sobre cuestiones básicas de la administración de la empresa, sus objetivos financieros, intereses de propietarios y accionistas entre otros. El desarrollo de este enfoque sustenta además la idea de que el valor se corresponde con las estimaciones sobre los beneficios a largo plazo que realizan los agentes de los mercados financieros y que, a su vez, es compatible con el objetivo clásico de maximización de beneficios (Juárez Ramírez, 2016).

En el ámbito académico a este tema también se le va otorgando importancia, especialmente por motivos relacionados con la multiplicidad de elementos que pueden formar parte del valor de una empresa, por su importancia cuantitativa, así como la evidente dosis de subjetividad que lleva implícito cualquier acto de valoración. Galindo y Lucas (2005) consideran que la Economía de la Empresa y la valoración de sus activos es un tema de trascendental importancia tanto para el ámbito empresarial como académico.

Para Alfaro de la Vega, G. y Céspedes Naveas (2008) la valoración de la empresa constituye un proceso fundamental en todas las operaciones de adquisición o fusión, en planificación estratégica, análisis de inversiones y salidas a bolsa, además permite medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa con respecto a la creación, transferencia y destrucción de valor. También es empleada como referencia para evaluar y remunerar a los directivos (sistema de stock options). Otro aspecto a considerar sobre la valoración de empresas es que permite medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa en la creación, transferencia y destrucción de valor. A estas premisas básicas, se adiciona fundamentalmente el papel de las valoraciones sobre el comportamiento y variabilidad de los precios en el mercado de los bienes de ventas.

En tal sentido ACCID (2009) citado en García, López y Bedoya (2014) indica que la valoración de empresas está adquiriendo una importancia creciente en el contexto empresarial actual ya que aspectos como fusiones, absorciones o entrada de capital privado requieren de un proceso valorativo acertado para determinar el precio final de una compañía. Esta no solo es necesaria para saber cuánto vale una empresa, sino además si están creando valor u otros propósitos como compra, adquisición, fusión y capitalización, entre otros.

Cuando se valora una empresa es esencial identificar cuál es su estrategia, o sea, cuál es su intención en la dirección de la Compañía a largo plazo. Esta estrategia según García; López y Bedoya (2014) debe estar direccionada a impactar en sus inductores de valor (Tipos de Clientes, Categoría Mercado, Producto o Servicio, Capacidad Productiva, Know How, Método de Ventas, Canal de distribución, Rentabilidad).

Por su parte Sequeda (2014), apunta que la valoración de empresas depende de varias circunstancias que se deben de analizar, entre ellas destaca, la historia financiera contable de la empresa, la metodología a utilizar, la cultura de la gerencia así como la economía donde se desarrollan, plantea además que la valoración de una compañía independientemente de la metodología que utilice, esta constituye un hecho subjetivo y que se deberá establecer límites de acuerdo al objetivo por el cual se realice, proceso que desempeña un papel importante en las negociaciones entre las partes involucradas. Contar con una valoración de la empresa señala el rumbo de la compañía, el crecimiento y la posibilidad de venderla al mercado o fusionarla con otras empresas, tal y como se realiza a nivel global por parte de multinacionales (Soto-Berrocal, 2016).

Los diferentes agentes, ya sean propietarios, administradores, accionistas o expertos valuadores poseen diversas finalidades para valorar una empresa. Según García y Álvarez (2006) estas se clasifican en tres grupos con respecto a los motivos que dan origen al proceso: definir conflictos legales, aprovechar oportunidades de mercado y realizar cambios estructurales en el ámbito interno (ver Figura 1).

Para estos autores en cada caso, la valoración muestra a los interesados elementos que son significativos para la posterior toma de decisiones. También se reconoce la perspectiva subjetiva bajo la que se lleva a cabo la misma. Es por ello que valorar es emitir una opinión que respondería a preguntas acerca de generar valor (circunstancias, valorar para qué y para quién) y contienen grados de subjetividad al momento de realizar la operación (Moscoso & Botero, 2013).

Para Fernández Martínez (2016) desarrollar un proceso de valoración tiene que ver fundamentalmente con el futuro, además identifica una serie de errores que se cometen con frecuencia en estos procesos, los que llega a clasificar en 7 categorías:

- 1) Errores acerca de la tasa de descuento y del riesgo de la empresa;
- 2) Errores al calcular o prever los flujos esperados;
- 3) Errores al calcular el valor terminal;

- 4) Inconsistencias y errores conceptuales;
- 5) Errores al interpretar la valoración;
- 6) Errores al interpretar la contabilidad; y
- 7) Errores de organización.

El estudio de todos ellos constituye un referente importante a tener en cuenta tanto para evaluadores, empresarios y catedráticos como para funcionarios y políticos.

### **Métodos de Valoración de Empresas**

Para desarrollar un proceso de valoración de empresas, se pueden utilizar diversos métodos, dependiendo del sujeto que valora y la finalidad que se persigue. Como respuesta al tratamiento de este tema, ha sido constante, tanto la búsqueda de nuevos métodos de valoración, como la mejora de los modelos ya existentes. Aunque a criterios de Pascual (2009) no se ha establecido una clara distinción entre lo que es un modelo de valoración, una variante de un modelo, y un método de valoración, esto se debe según este autor, a que no existe un único enfoque para el tratamiento del tema.

Según Martínez (2001) existen métodos clásicos de valoración de empresas, y los agrupa en las siguientes categorías:

- Métodos de valoración basados en el patrimonio de la empresa y en la información contable.
- Métodos basados en la capacidad de generación de rentas de la empresa.
- Métodos compuestos.
- Métodos comparativos.

Por su parte Fernández (2008) a, reconoce seis métodos, estos se ilustran a continuación (ver Tabla 1).

Y González Paredes, M. (2015) toma en consideración algunos de los métodos anteriormente mencionados, incorpora otros, y los presenta de la siguiente manera:

1. Flujos de caja descontados
2. Método de capital de riesgo
3. Razones y múltiplos
4. Activos netos
5. Opciones reales

6. Análisis de decisión
7. MVNE basado en el Valor Presente Ajustado
8. Transacciones comparables

Cada uno de estos métodos tiene sus particularidades, el empleo de uno u otro será más idóneo de acuerdo a las características de la situación que se valore. Aunque para Damodaran (2016) existen en finanzas dos modelos generales de valoración: el Modelo del Descuento de Flujos de Caja (Discounted Cash Flow Model, DCFM) y el Modelo de Opciones Reales (MOR).

Aun cuando se han presentado diferentes métodos y criterios de disímiles autores sobre la aplicación de un método u otro, está claro que cada uno tiene sus particularidades y en ellos van a influir tanto elementos internos como externos, objetivos y subjetivos de la empresa en cuestión. En cualquier caso, e-Valora sugiere que lo más adecuado es no confiar en un solo método y que además los resultados de al menos dos métodos sean comparados y complementados el uno con el otro, ya que de esa forma se puede alcanzar una estimación más precisa del valor de una empresa.

De acuerdo con los objetivos del presente artículo se considera oportuno centrar la atención en el método de los Flujos de Caja Descontados (DCF, Discounted Cash Flow), así como en adaptaciones del CAPM para su aplicación a mercados desarrollados y emergentes.

El CAPM ofrece una forma sencilla para predecir el riesgo de un activo, separar el riesgo sistemático y el riesgo no sistemático. Representa un paso de avance al buscar la maximización del retorno de cada acción y obtener con ello un portafolio aún más rentable.

Este modelo ha tenido algunas adaptaciones, entre ellas la más popular es probablemente la siguiente:

$$\text{CAPM} = \text{RF} + \text{B} * [\text{E}(\text{RM}) - \text{RF}]$$

Las variantes de este modelo de acuerdo a las estimaciones de los analistas, tienen en común, la estimación de una tasa de descuento usando el CAPM como modelo base y luego incrementando la resultante tasa de rendimiento requerida con una medida del riesgo país. Otro particular es que además de agregar la prima por riesgo país a la tasa de descuento, los analistas también afectan los flujos de fondos con las incertidumbres del país. Lo que implica que se contabiliza dos veces el riesgo país. No siendo esto una práctica muy adecuada.

Agregar alguna clase de prima por riesgo país al CAPM no resulta la mejor forma de imputar este riesgo:

1. El riesgo país no es el mismo para todos los activos: No se debería aplicar la misma prima a todos los activos de un país en particular. Algunos países tienen mejor reputación en algunos sectores económicos que en otros. Por lo que, en los sectores de mayor reputación la prima debería ser menor.
2. El riesgo país no es totalmente sistemático: Agregar una prima por riesgo país a la tasa libre de riesgo y en consecuencia a la tasa obtenida por el CAPM, implica asumir que el riesgo país es totalmente sistemático o no diversificable. Sin embargo, la evidencia empírica sugiere que los rendimientos de activos que cotizan públicamente en mercados desarrollados o en desarrollo, no están altamente correlacionados. Esto, podría sugerir que al menos una buena porción del riesgo país es diversificable.

A modo de resumen se puede plantear que, agregar una prima por riesgo país al rendimiento esperado obtenido por el CAPM, constituye una adaptación interesante, pero que carece de justificación teórica.

### **Diseño Metodológico**

El presente artículo está sustentado en los estudios realizados como parte de mi tesis doctoral. Se parte de los fundamentos de las ciencias económicas, y la combinaron elementos cuantitativos y cualitativos para obtener información de fuentes primarias y secundarias, abarcar aspectos financieros de carácter objetivos y subjetivos. Metodológicamente su desarrollo es de tipo no experimental transeccional o transversal, ya que los fenómenos han sido observados en su contexto natural y en un período de tiempo determinado (2012-2017) representado 5 años de observación, estudio y análisis para arribar a propuestas concretas. La recolección de los datos, así como las variables fueron descritas y analizadas de acuerdo a su incidencia e interrelación, sin ser manipuladas. El análisis y recolección de datos, posibilitaron la identificación de las relaciones existentes entre sus indicadores a fin de extraer generalizaciones significativas que contribuyeron a la profundización del conocimiento sobre el tema central abordado. Dentro de los métodos que fueron empleados destacan: del nivel teórico: histórico-lógico, análisis y síntesis, sistémico estructural,

inducción-deducción. Y del nivel empírico: análisis de documentos, el criterio de expertos, la observación (no participativa).

### **Aproximaciones teóricas para las aportaciones metodológicas**

Prestigiosos autores en el tema de la valoración de empresas, como: Damodaran, Fernández, Rendón, Black y Scholes, Jaramillo, JP Morgan, Modigliani y Miller, Ribeiro, Barrios, Cano, Bustamante, Vazzano, Pereiro, Ortega-González, G., Fernández, E. M., en sentido general, han elaborado, modificado o enriquecido tanto la teoría como la práctica de los diferentes métodos para la evaluación de las empresas. Labor que ha contribuido a constatar que no existe un método único que prevalezca sobre los otros, ya que el empleo de uno u otro, depende de varios elementos como la calidad de la información, el tipo de empresa, el entorno económico, el criterio del analista o los objetivos que se persigan, entre otros. Aunque existe un consenso generalizado en la literatura especializada, que identifica al modelo o método de flujo de caja descontado (FCD) como el método más utilizado. Los argumentos expresados por estos autores han servido de sustento teórico de forma concreta para el desarrollo del presente artículo, y de forma extendida para el desarrollo de la tesis doctoral de este autor.

Con respecto a la aplicación de diferentes métodos en economías emergentes, varios de los autores mencionados coinciden al afirmar que existen dificultades para aplicarlos, debido a que no existe suficiente información de los sectores, o la inexistencia de mercados financieros maduros, situación que demarca la necesidad de proponer métodos aplicables a estos entornos.

Sobre la importancia de conocer las condiciones del entorno para proyectar la situación y evaluación de la empresa, Jaramillo (2010) afirma que éste es indispensable para poder pronosticar con acierto la situación de la empresa a futuro, mediante su valoración requerida. Apunta además determinados factores externos como los más influyentes y que pueden afectar la situación de la empresa, con los cuales el autor se identifica y menciona a continuación:

- políticos (leyes y políticas de Estado).
- financieros (oferta y demanda, competencia, costos, riesgo país, inflación, TLC, PIB, tasa de interés, etc.).
- socioculturales (costumbres y comportamientos).

- tecnológicos (avances en tecnología para el sector de la empresa).

### Consideraciones sobre la Inflación en Ecuador

La inflación constituye un aspecto muy importante tanto a nivel personal como empresarial, según sea con independencia del país que corresponda, ésta es un factor macroeconómico que encarece los costos y gastos mediante el incremento de precios Valverde Gallegos, J. E., y Villacis Molina, H. G (2016). Sobre ella varios investigadores del tema opinan que sea incluida en la rentabilidad exigida para compensar la pérdida de poder adquisitivo Jurado Rodriguez, E. M., y Pineda Alvear, M. A. (2016). A la vez que se toma en consideración su influencia sobre las variables financieras, ya que la inflación impacta directamente aumentando el costo capital, el que a su vez puede ser compensado mediante dos formas:

- 1) el ajuste de la depreciación por inflación, que incrementa el ahorro tributario.
- 2) el beneficio adicional por la tasa diferencial de inflación entre los mercados de productos y los de insumos.

En Macroeconomía se utilizan los términos de Diferencial de Inflación o Inflación Diferencial, para hacer referencia a la diferencia de las tasas de inflación existentes entre dos espacios geográficos, en estos casos según la teoría económica se plantea que si éstas se sostienen durante períodos largos, por lo general provocarán que el país con mayores tasas de inflación sufra un aumento de costes de producción y por consiguiente una pérdida de competitividad.

Ecuador tiene baja inflación, pero acumula permanentemente un diferencial respecto a EEUU lo que significa que a lo largo de los años el país es menos competitivo con respecto a EEUU y al resto del mundo. Este es un problema para la economía productiva ecuatoriana, que comenzó desde el mismo inicio de la dolarización cuando los precios aumentaron un 130% más que en EEUU y desde el 2007 un 30%. Este constituye un resultado inevitable ya que, a igualdad de condiciones, los países pequeños siempre tienen una mayor inflación, incluso aunque tengan economías abiertas. Otro aspecto a colación es que, según Guillermo Oglietti / CELAG (2016) al no tener soberanía monetaria, Ecuador no puede aplicar devaluaciones competitivas para desacelerar las importaciones.

En los empresarios ecuatorianos se evidencian preocupaciones por el estado de los resultados del periodo reflejado desde el inicio de la dolarización hasta la fecha actual, con respecto a márgenes de utilidad, crecimientos de las ventas y las utilidades netas, entre otros. Aspectos que poseen relación estrecha con el propósito de aumento del valor de la empresa. Y a su vez con los procesos de valoración de las mismas.

Por otro lado, estos empresarios aún no han desarrollado el uso de la valoración de sus empresas, asumiendo con toda certeza las características del país y además las entidades de control no lo contemplan como parte de la información que deben presentar las mismas. Por ello, como se fundamenta en el capítulo 3, que existen diversos modelos para valorar una empresa, y en correspondencia con los objetivos de la presente investigación primeramente se recomendará una metodología factible a la cual se le introducirán aportaciones metodológicas para que se ajuste a las características y demandas del Ecuador, en tanto que constituya una herramienta de análisis simple aunque con todo rigor y fiabilidad para que las empresas ecuatorianas comiencen a desarrollar sus procesos de valoración y mediciones de creación o destrucción de valor adecuadamente.

En tal sentido se recomienda el Flujo de Caja Descontado, método que se aplica para determinar el valor de una empresa, fundamentalmente en América Latina, mediante la proyección de los flujos de caja futuros esperados por la compañía a lo largo de su existencia futura. Su acertado uso se corresponde por considerar a la empresa como una organización generadora de fondos, que en consecuencia debe ser valorada como un activo financiero que posee un valor presente bajo determinadas condiciones.

### **Particularidades de la valoración de empresas en Ecuador**

Ecuador es un país dinámico, caracterizado por rápidos y complejos cambios, donde la valoración de empresas aún no se corresponde con la realidad nacional y no ha tomado la importancia requerida dentro del sector económico empresarial, en función de lograr un modelo de valoración de empresas que se adapte a las condiciones económicas, financieras y sociales del país.

Concebir los procesos de valoración en las empresas ecuatorianas, demanda considerar de forma innovadora los aspectos económicos del país y su comportamiento en los últimos años, para que las iniciativas financieras que se desarrollen, constituyan fieles reflejos de la

realidad y estén encaminadas a reportar beneficios al país en términos monetarios. López Ayala, I. A., y Mora Analuisa, C. A. (2014).

En Ecuador la dolarización ha ejercido un impulso a los flujos de capital tanto privados, como públicos. Desde el punto de vista político-económico, esta ha permitido que el país tenga acceso a recursos internacionales de dólares. Sin embargo, Tas, B. K. O., y Togay, S. (2014) indican que, aunque el desempeño económico de Ecuador mejoró como consecuencia de la dolarización, aún persisten los problemas económicos de índole estructural fundamentales, entre los que mencionan la inestabilidad política y la desaparición de la política monetaria independiente, estos problemas, entre otros implican que el país continúe siendo susceptible a las crisis.

Según la Oficina de Información Diplomática del Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación de Ecuador, en su documento de Ficha País (2017) expone cifras del comportamiento actual de la estructura exportadora del país, donde se evidencia que el 61.6% de las exportaciones ecuatorianas se agrupan en siete países: EE.UU, con el 32.7%, Chile (6,4%), Rusia (4.6%), Perú (5,4%), Panamá (4.1%), China (3.6%) y Colombia (4,8%). Por su parte la Unión Europea representa el 14.6% de las exportaciones ecuatorianas, mientras que Asia representa el 11.47% de las exportaciones del Ecuador. Y con respecto a las importaciones el 54,9% de las mismas se concentran en cuatro países: EE.UU. con el 25,6%, la República Popular China (15,5%), Colombia (8,8%), y Panamá (5%). Donde se refleja que un elevado por ciento de los socios comerciales más importantes de Ecuador utilizaban el dólar estadounidense como medio de intercambio, lo cual debía implicar que la dolarización oficial podría significar estabilidad para las exportaciones ecuatorianas.

Aun con este entorno, en Ecuador para calcular la tasa de descuento en las valoraciones empresariales, se aplica para mitigar el riesgo, la agregación de una prima por riesgo país, es decir, de aquel riesgo total que los inversionistas asumen al invertir, de igual forma que en otras economías emergentes producto del riesgo político, económico y financiero, así como de riesgos de fuerza. En tal sentido el riesgo país no es atribuible a la tasa de descuento, sino al entorno que lo rodea y si bien éste se incluye en la tasa de descuento, quizás esta no es la mejor forma de hacerlo en todos los casos, debido a que parte del riesgo país es diversificable, con lo cual, algunas empresas pueden eliminar una parte de este riesgo.

Al respecto Rendón, W. M. (2017) reflexiona sobre el riesgo país y las limitaciones de la aplicación del modelo original del CAPM en el caso de mercados de valores poco desarrollados:

1. la imposibilidad de estimar la beta a partir de precios históricos en la misma economía;
2. la imposibilidad de calcular la prima por riesgo de mercado a partir de índices bursátiles locales;

en ambos casos por falta de presencia bursátil de los títulos lo que genera series de precios sin movimientos durante vario días, o semanas, sin que eso implique necesariamente que las expectativas sobre los títulos no hayan cambiado durante dichos periodos.

Para ambos casos Rendón argumenta, que en el primero se puede recurrir a betas referenciales de la industria que se ajustan según el apalancamiento financiero, apalancamiento operativo, y los impuestos a los que está expuesta la empresa evaluada.

Mientras que para el segundo caso propone ajustar el CAPM o utilizar modelos diferentes, que siguen siendo debatibles como el mismo CAPM.

Con respecto a posibles ajustes al CAPM para reflejar diferencias en riesgo de mercado, en un documento de Damodaran (2008) se presentan diferentes formas en que se puede ajustar el Modelo CAPM para determinar el costo patrimonial en países con mercados de valores poco desarrollados. En este siempre se parte de tener como referencia la prima por riesgo histórica de un mercado desarrollado como el de Estados Unidos y posteriormente el ajuste al país donde se encuentra la empresa o proyecto evaluado.

Entre las alternativas propuestas está que algunas utilizan volatilidades relativas del mercado accionario que se esté evaluando con respecto al estadounidense. Por tanto, cuando un mercado tiene una volatilidad igual a 1.2 veces, la volatilidad del mercado accionario estadounidense, debería tener una prima igual a 1.2 veces la prima estadounidense. Por otro lado, se presenta un modelo que agrega el riesgo país al CAPM (dividido para 100 y en porcentaje, por ejemplo: riesgo país de 700 puntos = 7%).

Estos modelos con volatilidades no se deben utilizar en el caso ecuatoriano porque en este mercado accionario los índices bursátiles muestran poco movimiento por la poca presencia bursátil de los títulos que los conforman. Por lo que aparece como alternativa el agregar el riesgo país al CAPM. Sin embargo, por ser un indicador muy volátil puede darse el caso de que en momentos con riesgo país muy alto, se sobredimensione la tasa de descuento, lo que

implicaría castigar mucho los flujos futuros y llegar a que los valores obtenidos en la valoración de la empresa tengan un VAN negativo.

Para el caso específico de Ecuador, Rendón opina que es práctico observar el riesgo país y sumarlo a la tasa, pero en este caso sumar un riesgo país de 6000 puntos (60%) a la tasa de descuento carece de sentido, ya que no debe haber negocio lícito que pueda enfrentar tanto riesgo como el que tienen los tenedores de deuda ecuatoriana. Además, argumenta que el riesgo país expresado conceptualmente debe reflejar situaciones políticas o económicas específicas del país que imposibiliten el pago de créditos o compras de bienes o servicios a inversionistas o agentes extranjeros. El factor político puede identificarse con la decisión de un gobierno de no pagar cierta deuda, no porque no tenga dinero, sino porque la considera ilegítima. O que restrinja la salida de capitales de manera que las empresas no puedan hacer pago a ciertas obligaciones. Por su parte el factor económico puede identificarse con una devaluación de la moneda local que imposibilite el pago de parte de alguna obligación en moneda extranjera (no aplica para Ecuador, su moneda es el dólar). O que un gobierno se vea afectado por la caída de sus ingresos petroleros de manera que sus recursos sean insuficientes para pagar parte de sus obligaciones externas, o que decida reestructurarlas.

El tradicional indicador de riesgo país que los mercados toman como referencia (calculado por JP Morgan), en Ecuador se limita a medir el diferencial (spread) en el rendimiento de la deuda soberana con respecto al rendimiento de los bonos del tesoro de los EEUU, este se denomina Riesgo Soberano, que es algo menos amplio que el Riesgo País. Este indicador visible de riesgo país, el de JP Morgan (1995) refleja realmente el riesgo soberano y puede no incluir ciertos factores que también forman parte del riesgo país. Estos no influyen de igual manera en todas las empresas, por lo que incluir el riesgo país en las tasas de descuento podría tanto sobreestimar como subestimar las tasas. Cuestión que conduce a estar de acuerdo con Rendón, W. M. (2017) al afirmar que por un lado si no es lo más factible usar el riesgo país en la tasa, peor aún es utilizar un indicador impreciso.

Otro aspecto a considerar sobre el riesgo país, es que este es asimétrico o unilateral, ya que refleja la posible escasez de flujo de efectivo atribuible a problemas económicos, políticos, sociales o legales que con frecuencia aparecen en las economías emergentes. Esta naturaleza unilateral y específica de la firma del riesgo país, implica que el intento de captar sus efectos en la tasa de descuento equivale a una sobre simplificación del problema. Por ello se considera que este enfoque es insatisfactorio, y se sugiere que el impacto del riesgo

país sobre los valores se incorpore en los flujos de efectivo estimados simulando los efectos de las crisis potenciales. De esta forma se puede volver a la estimación de los valores esperados incondicionales que luego pueden ser descontados con tasas de descuento globales no ajustadas. Y así se podrá modelar el impacto diferencial del riesgo país para diferentes empresas o industrias.

El análisis de varios documentos y la constatación empírica conducen a estar de acuerdo en que diversas metodologías actuales basadas en los ajustes de la tasa de descuento presentan varios problemas, ya que por una parte, la práctica de añadir el riesgo país a las estimaciones del CAPM, quebranta la esencia del modelo relacionada con el reflejo en ellas sólo de los riesgos "simétricos" (o bilaterales) no divisibles. Sin embargo, el riesgo país no es simétrico y puede ser al menos parcialmente diversificable (aunque, con respecto a este último, algunos modelos de correlaciones dinámicas entre países dan cierto apoyo a esta visión alternativa). Por otra parte, las técnicas populares suelen ver el impacto del riesgo de mercado emergente en el país, como el mismo para todas las empresas. Sin embargo, existen diversos documentos que argumentan que el efecto del riesgo país sobre los valores corporativos debe depender de características específicas de la empresa o de la industria.

### **Propuesta de Aportaciones Metodológicas**

Como resultado de la investigación desarrollada, a continuación se presentan aportaciones metodológicas al método de Descuento de flujo de caja, a aplicar en Ecuador de acuerdo a condiciones actuales que presenta el país, las que a criterios del autor serán de gran utilidad tanto teórica como práctica, en los procesos de valoración de empresas, en lo concerniente a evitar el encarecimiento de las tasas de descuentos, sobrevalorarlas o subestimarlas, medición de la creación o destrucción de valor. Todo lo cual conlleva a proponer concretamente, que en vez de agregar el Riesgo País, se agregue el diferencial de inflación entre Estados Unidos y el Ecuador.

Para el desarrollo de Método del Descuento del Flujo de Caja Libre, varios autores siguen diferentes pasos o procedimientos, y al respecto el autor toma como referencia los indicados por Cruz Espinoza, Suárez, y Arquímides (2013):

- A. bases para la simulación de la valoración
  - Proyección de ventas

- Proyección de Costos y Gastos
  - Proyección de la Depreciación y Amortización de la deuda.
  - Proyección del Balance de Resultados
  - Proyección del Balance General
- B. Estimación de la tasa de Descuento
- - (WACC)
- C. Construcción de los Flujos de Caja Libres y Valoración
- Obtener la Utilidad Neta proyectada
  - Determinar el Flujo de Caja Libre
  - Obtener el Escudo Fiscal y la perpetuidad
  - Obtener el valor actual de: a) Flujos Proyectados, b) Escudo Fiscal
  - Obtención de la valoración de la Compañía

A partir de ellos, se estiman las particularidades de Ecuador y su situación actual y a continuación, se establecen los pasos a seguir para el desarrollo de este método desde la concepción del autor.

1. Elaboración de las proyecciones financieras
2. Obtención de los flujos perpetuos.
3. Determinación de las variaciones de las Necesidades Operativas de Fondos (NOF), Inversiones en activos fijos y las depreciaciones anuales.
4. Preparación del Flujo de Caja Libre de la empresa de los flujos periódicos e inclusión del flujo de caja perpetuo.
5. Determinación de la tasa de descuento (WACC).
6. Descontar los flujos de cajas periódicos según paso uno, y descontar los flujos perpetuos.
7. Calcular el valor de la empresa.
8. Analizar sensibilidad, considerando las variables más relevantes (Variaciones del WACC, y de las variaciones de los volúmenes de ventas).

## Conclusiones

- Se ha identificado una clara preferencia con respecto al empleo del Método de Flujos de Caja Descontados para la valoración de empresas, sobre éste, muchos autores

opinan que además de su correcta fundamentación conceptual, permite la generación de parámetros y proyecciones idóneas que aportan datos suficientes para la identificación de valor de una compañía, sin embargo, también ha quedado evidenciado que varios de estos mismos autores sugieren que sobre la base de este método, se realicen ajustes o adecuaciones que complementen la valoración de acuerdo a las particularidades de la empresa a valorar, sin que esto en ningún momento signifique el descarte del método tradicional.

- La valoración de empresas en los mercados emergentes resulta una tarea crítica, dado que estas economías no proporcionan información confiable para estimar parámetros de valoración basados en datos locales. Investigadores y académicos han sugerido determinados ajustes entre ellos, al CAPM. Estas recomendaciones se centran principalmente en alternativas para modificar la tasa de descuento y hacer frente al riesgo adicional (o denominado "país") asociado a la inversión en economías emergentes. A juicio del autor y basado en los resultados de la investigación, se estima que esta cuestión debe abordarse desde una perspectiva diferente, donde se enfatice en la estimación más precisa de los flujos de efectivo.
- Las metodologías actuales basadas en los ajustes de la tasa de descuento presentan varios inconvenientes en los países con mercados emergentes. Por un lado, la práctica de añadir el riesgo país a las estimaciones del CAPM altera la esencia del modelo, según el cual las tasas de descuento deben reflejar sólo riesgos "simétricos" (o bilaterales) no divisibles. Sin embargo, el riesgo país no es simétrico y puede ser al menos parcialmente diversificable (aunque, con respecto a este último, algunos modelos de correlaciones dinámicas entre países dan cierto apoyo a la visión alternativa). Por otra parte, la aplicación de técnicas populares suele considerar al impacto del riesgo de mercado emergente en el país, de igual manera para todas las empresas o industrias. Sin embargo, el análisis de las particularidades de cada empresa justifica la formulación de opiniones opuestas, ya que el efecto del riesgo país sobre los valores corporativos tiende a cambiar dependiendo de las características específicas de la empresa o de la industria.
- La utilización de una metodología sustentada en los fundamentos de las ciencias económicas en su sentido más amplio, así como de los requerimientos del paradigma constructivista, combinando elementos metodológicos cuantitativos y cualitativos

para obtener información de fuentes primarias y secundarias, abarcar aspectos financieros de carácter objetivos y otros subjetivos, permitió llevar a cabo el desarrollo íntegro de la investigación, que sustenta este artículo, y cumplir los objetivos propuestos. Llegando a considerar que para evitar encarecer tasas de descuentos, sobrevalorarlas o subestimarlas, en vez de agregar el Riesgo País, se debe considerar agregar el diferencial de inflación entre la de Estados Unidos y el Ecuador, de forma tal que los procesos de valoración de empresas, evidencien de manera fiable sus realidades concretas en sus mediciones sobre creaciones o destrucción de valor.

### Referencias

- ACCID. (2009). *Valoración de empresas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas*. Profit Editorial.
- Alfaro de la Vega, G. & Céspedes Naveas, J. (2007-08). Valoración de empresas vía flujos de caja. Recuperado de <http://repositorio.uchile.cl/handle/2250/134945>.
- Cruz Espinoza, F. M., Suárez, R., & Arquímides, M. (2013). Artículo Científico-Como determinar el Valor de la acción de las Empresas en Marcha.
- Damodaran, A. (2009). *Finanças corporativas: Teoria e prática*. Bookman Editora.
- Damodaran, A. (2016). *Damodaran on valuation: Security analysis for investment and corporate finance*, 324. John Wiley & Sons.
- Fernández Martínez, Á. (2016). Responsabilidad social corporativa: El caso Volkswagen.
- Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. *PricewaterhouseCoopers Professor of Corporate Finance*. 48p. Madrid. IESE Business School.
- Galindo Lucas, A., & Lucas, A. G. (2005). *Fundamentos de valoración de empresas* (No. 33 330). e-libro, Corp.
- García, C. E., López, G. M., & Bedoya, J. (2014). *Valoración de la empresa AGAVAL SA para llevar a cabo el proceso de compra* (Bachelor's thesis, Universidad de Medellín).
- García, R. D. Á., & Álvarez, A. F. B. (2006). Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados. *Semestre económico*, 9(18), 59-83.
- González Paredes, M. (2015) *Modelo de valoración de nuevas empresas*. Master's thesis. Recuperado de

<http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/134455/Modelo%20de%20valoraci%C3%B3n%20de%20nuevas%20empresas.pdf?sequence=1>

- Jaramillo Betancur, F. (2010). Valoración de empresas. *Bogotá: ECOE*, 411.
- Juárez Ramírez, E. (2016). La valorización empresarial y sus efectos en la cotización de las mineras junior en la Bolsa de Valores de Lima el año 2014-2016.
- Jurado Rodriguez, E. M., & Pineda Alvear, M. A. (2016). *Ajuste de Los modelos de valoración de empresas para su aplicación a las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador* (Master's thesis, Espol).
- López Ayala, I. A., & Mora Analuisa, C. A. (2014). *Valoración de empresas en el Ecuador* (Bachelor's thesis, Quito: Universidad Del Pacífico).
- Martínez, M. D. C. V. (2001). Métodos clásicos de valoración de empresas. *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, 7(3), 49-66.
- Morgan, J. P. (1999). Introducing the JP Morgan emerging markets bond index global (Embi Global). *Methodology Brief, JP Morgan, New York*.
- Moscoso Escobar, J., & Botero Botero, S. (2013). Métodos de valoración de nuevos emprendimientos. *Semestre económico*, 16(33), 237-264.
- Pascual, L. B. (2009). Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos. *Revista Universo Contábil*, 5(2), 125-141.
- Rendón, M. E. M., & García, M. L. S. (2015). El gobierno corporativo y el comité de auditoría en el marco de la responsabilidad social empresarial. *Contaduría y administración*, 60(2), 486-506.
- Rendón, W. M. (2016). *La pérdida de valor en activos estratégicos: El caso de la dilución de marcas* (Doctoral dissertation, Universidad Carlos III de Madrid).
- Sequeda, P. (2014). *Finanzas Corporativas y valoración de empresas*. Bogota: Ediciones de la U.
- Soto-Berrocal, J. C. (2016). Modelo de valoración de una empresa holding Centroamericana.
- Tas, B. K. O., & Togay, S. (2014). Efectos de la dolarización oficial en una pequeña economía abierta: El caso de Ecuador. *Investigación económica*, 73(290), 51-86.
- Valverde Gallegos, J. E., & Villacis Molina, H. G. (2016). *Evaluación de métodos de valoración para empresas pymes comerciales ecuatorianas* (Master's thesis, Espol).



Fuente: Álvarez García, García Monsalve, y Borraez Álvarez (2006)

*Figura 1.* Razones que motivan la valoración de una empresa.

Tabla 1

*Principales métodos de valoración de empresa.*

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	<i>Free cash flow</i>	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Contables europeos	<i>Dividendos</i>	<i>Cash value added</i>	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Ebitda	Renta abreviada	<i>Capital cash flow</i>	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

Fuente: Fernández P (2008).