



# Métodos de valoración empleados por graduados MBA y Masters en Finanzas de Argentina y Uruguay: ¿una evidencia empírica?

Pereyra Terra, Manuel  
*Universidad ORT Uruguay*

Setiembre de 2009

## **Abstract**

El presente documento muestra los resultados de una investigación sobre los métodos empleados para valorar activos por graduados MBA, Masters en Finanzas, y profesionales del sector financiero en la región del Río de la Plata. La misma se llevó a cabo durante ocho meses en el correr del año 2008 sobre una base experta de profesionales de las finanzas en su mayoría de Argentina y Uruguay.

Palabras clave: valoración financiera, riesgo financiero, proyectos de inversión, Argentina, Uruguay

Documento de Investigación, Nro.48, Setiembre de 2009. Universidad ORT Uruguay.  
Facultad de Administración y Ciencias Sociales. ISSN 1688-6275.

## Indice

Agradecimientos.....	4
Abstract .....	5
Antecedentes.....	5
Una perspectiva diferente de los mercados emergentes.....	5
Consecuencias y desafíos del relevante flujo de fondos en los ME.....	9
Impacto de los sistemas de información y control .....	10
La incidencia de la corrupción y el control de las firmas.....	11
Asignación de activos a una cartera en mercados emergentes.....	13
El costo de capital en los mercados emergentes.....	13
La investigación .....	16
Objetivo del estudio: .....	17
Principales resultados:.....	17
Pregunta 1) Indique su país de residencia.....	18
Pregunta 2) Por favor detalle el/los países en los que se implementaron los proyectos / negocios que Usted valoró .....	19
Pregunta 2.1) Por favor detalle el año en que fue realizada la valoración .....	20
Pregunta 3) Describa las responsabilidades al momento de realizar la valoración.....	21
Pregunta 4) ¿A qué industria pertenecía el proyecto?.....	22
Pregunta 5. ¿Qué método de valoración empleó? .....	23
Pregunta 5.1) Detalle del método de valoración empleado.....	24

Pregunta 6) En caso de haber empleado una tasa libre de riesgo ( $R_f$ ): ¿cómo la definió? .....	25
Pregunta 7.¿Cómo determinó el riesgo del proyecto?.....	27
Pregunta 8. ¿Realizó algún análisis de sensibilidad? .....	28
Conclusiones: .....	29
Comentarios finales: .....	31

## Agradecimientos

A la Fundación Dr. Federico Augspach por el financiamiento de la investigación.

Manuel Pereyra Terra  
Agosto 2009

## Abstract

El presente documento muestra los resultados de una investigación sobre los métodos empleados para valorar activos por graduados MBA, Masters en Finanzas, y profesionales del sector financiero en la región del Río de la Plata. La misma se llevó a cabo durante ocho meses en el correr del año 2008 sobre una base experta de profesionales de las finanzas en su mayoría de Argentina y Uruguay.

## Antecedentes

La valoración de activos en mercados emergentes constituye un desafío relevante para la academia y los inversores privados. A continuación se resumen las principales investigaciones respecto a su desafío y oportunidades de corto plazo.

### Una perspectiva diferente de los mercados emergentes

A la fecha no existe un método óptimo o adecuado para valorar empresas en los mercados emergentes, y es poco probable que algún día exista. Lo que sí encontramos es un conjunto de investigadores referentes del área que a mi entender otorgaron un relevante empuje en el estudio académico y profesional de la valoración de mercados emergentes en el año 2002, los que vale la pena repasar como preámbulo; puesto que sus investigaciones conducen a disminuir los errores que se cometen usualmente al valorar empresas en los mercados emergentes.

Entre el 28 y 31 de mayo de 2002 se reunieron en la Escuela de Negocios Darden de la Universidad de Virginia noventa académicos, para participar en un coloquio "Valuation in Emerging Markets"<sup>1</sup>. Patrocinado por Batten Institute en sociedad con la Research Foundation of the Association for Investment Management

---

<sup>1</sup> [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=354241](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354241) Accedido On Line 01/03/2009. "The goal of the colloquium was to advance thinking about 'best practice' in the issue of the valuation of assets in emerging markets, to explore new research and practical methodologies, to stimulate the exchange of ideas, to promote networking, and ultimately to affect both practice and research. Researchers submitted 89 papers to be considered for presentation. Of these, 19 were chosen through a peer review process to be presented at the conference, 5 of which are published here. In addition to the research presentations, the colloquium heard presentations from seven practitioners"

and Research (AIMR) , actualmente Chartered Financial Analyst Society (CFA) y la Emerging Markets Review (EMR) para analizar 19 papers de 89 presentados. Ver Valuation in Emerging Markets Bruner, Robert F., Conroy, Robert M., Estrada, Javier, Kritzman, Mark and Li, Wei, Valuation in Emerging Markets. Forthcoming in Emerging Markets Review. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=354241>.

A diferencia de economías inestables, en los mercados desarrollados parece haber una convergencia de mejor práctica para valoración Bruner, Eades, Harris, e Higgins (1998), y Graham y Harvey (2001); mientras que en mercados emergentes, las prácticas no confluyen, Bohm y otros (2000) y Pereiro (2002).

Escritores, académicos, investigadores y profesionales del sector financiero manifiestan que los mercados emergentes se diferencian sustancialmente de los mercados desarrollados en áreas que luego impactarán de manera directa en el cálculo del valor de las empresas. Ejemplo de éstas son: inferior transparencia de la contabilidad y de los sistemas de información, menor liquidez de las empresas, mayor exposición y participación en casos de corrupción, superior volatilidad de la economía, mayor participación y regulación del gobierno, mayor incidencia de impuestos, superiores costos de transacción, son algunos de los principales aspectos.

No obstante, se deben estudiar y perfeccionar los modelos de valoración dada la relevancia que dichos mercados poseen, sobre todo luego del ingreso de China a la Organización Mundial de Comercio (OMC)<sup>2</sup> en el año 2001, aspecto que ha llevado a un nuevo rol de los mercados emergentes en el espectro financiero mundial, por ser este el país abanderado de los mercados emergentes que ofrecen las mayores oportunidades para el inversor.

Si bien los países en desarrollo han demostrado elevados porcentajes de crecimiento en los últimos años, en lo que a promedios refiere: al analizar la evolución particular puede verse como las oscilaciones son más pronunciadas en los mercados emergentes que en los desarrollados. El flujo de capitales a los mercados emergentes ha evolucionado sustancialmente en los últimos 10 años pasando de \$300 billones (USD 300 x

---

<sup>2</sup> La OMC nació en 1995, en la ronda Uruguay-GATT (Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio, creado en 1947, y que se ocupó casi exclusivamente del tráfico aduanero para luego abarcar nuevas competencias: GATS, la S de servicio; TRIPS (la IP por intellectual property) ITA (IT por information technologies) Mayor información sobre la organización mundial de comercio y la vinculación de China a ésta en <http://www.wto.int/index.htm>

10<sup>9</sup>) en 1996 a \$1 trillon (USD 1 X 10<sup>12</sup>) por año en 2007<sup>3</sup> . La evolución de la integración financiera en los ME se aprecia en el incremento tanto del ingreso de capitales (Ej. la compra de activos en los ME por no residentes) y egresos de capitales (Ej. la compra de activos en el exterior de residentes de los ME)

Respecto a la relación entre el crecimiento de los ME y la liberalización de las cuentas de capital, la teoría sugiere que existiría una correlación favorable entre ambas, por lo que a mayor liberalización de los mercados de capitales sería esperable una mayor evolución de los mercados financieros emergentes. Sin embargo esta premisa no se verifica en la practica Henry (2007), quién luego de estudiar 70 mercados emergentes ofrece dos explicaciones del no cumplimiento de la hipótesis: por un lado los datos empleados para los estudios en su mayoría son falsos y contienen imperfecciones, y por otro las pruebas econométricas y las especificaciones de estudios previos proyectan liberalizaciones permanentes de los mercados, mientras que la realidad solo sugiere un crecimiento temporal y no constante.

El rápido crecimiento que han tenido los mercados emergentes constituye uno de los desafíos que posee China para seguir creciendo. La compleja gestión de sus sistemas financieros internos en las empresas y naturalmente que de los países, que pueden verse como un conjunto de empresas que definen una mas grande y compleja: enfrentan dificultades en las situaciones extremas.

En los mercados emergentes la economía suele oscilar de un extremo a otro, y el impacto de los vaivenes globales posee un efecto exponencial para gobiernos, empresarios, accionistas y demás agentes involucrados en estos mercados, prueba de ello es el aumento de 700 billones de dólares de ingreso de flujo de capital privado en los ME en el año 2007; los que inmediatamente experimentan el retiro en el año 2008 de más de las dos terceras partes del flujo bruto de dichos ingresos.

Para el organismo mundial BIS (Bank of International Settlements): en los años noventa el crecimiento de los ME ascendió a un promedio de \$170 billones de dólares por año, de los que \$100 billones eran inversiones directas extranjeras (FDI). Paralelamente se observa el reflejo del crecimiento exponencial de los ME en las cifras del año 2007, donde los ingresos de capitales brutos de inversiones no oficiales (gross non-official

---

<sup>3</sup> CGFS Papers No 33; Capital flows and emerging market economies. Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System. Rakesh Mohan, January 2009. JEL Classification: F21, F32, F36, G21, G23, G28 (<http://www.bis.org/publ/cgfs33.pdf?noframes=1>) Accedido On Line 01/03/2009

inflows) ascienden a 1,400 billones<sup>4</sup>, pero creciendo también exponencialmente los egresos de inversiones para dejar un saldo neto de flujos de capitales (ingresos menos egresos) superior a los \$400 billones de dólares. Ver tabla 1.

Tabla 1 - Flujo de capitales privados en los ME<sup>5</sup>

En billones de dólares, tasas anuales.	1980–89	1990–99	2000–07	2006	2007
Ingresos brutos	15.6	173.8	542.6	902.4	1,440.2
De los cuales:					
Inversión directa extranjera (FDI)	12.2	102.2	267.3	354.4	530.3
Egresos brutos	14.5	86.4	409.7	769.0	1,001.3
De los cuales:					
Inversión directa extranjera (FDI)	2.6	24.6	115.6	216.0	261.6
Flujo Neto	1.1	87.4	132.8	133.5	438.8
Cuenta corriente	-16.4	-23.3	244.1	451.0	542.7
Incremento de las reservas	11.6	61.9	364.6	515.2	940.4
Ingreso de capitales al sector oficial	54.6	47.3	3.1	-57.3	26.2

Fuente: Turner, Philip. Bank for International Settlements

<sup>4</sup> Turner, Philip. Bank for International Settlements, Financial globalisation and emerging market capital flows. BIS paper 44<sup>th</sup>, 2008

<sup>5</sup> <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap44a.pdf> Pagina 1. (Accedido On Line 02/03/09)  
Source: IMF, *Balance of Payments Statistics*.



### Consecuencias y desafíos del relevante flujo de fondos en los ME

Siendo la valoración de empresas una práctica de por sí teñida de subjetividad, y con enormes desafíos para obtener un sustento científico, evidentemente que la rapidez y la relevancia de los montos de los flujos de capitales sencillamente incrementarán dicha subjetividad y dificultad para una adecuada proyección. Por ello: el impacto que mejores prácticas de valoración tendrían frente al relevante flujo de dinero que experimentan los mercados emergentes, sobre los accionistas que son responsables de las inversiones y sobre el desarrollo humanitario de los ME al aumentar, entre otros aspectos, la asistencia social, sería muy favorable; Bruner, Estrada y otros (2002).

En forma paralela, la atractividad de los ME será creciente debido al alto rendimiento que éstos ofrecen, aspecto que continuará atrayendo la atención de inversionistas de todo el mundo, ya que las tasas de crecimiento de estos mercados son sustancialmente superiores a las de los mercados desarrollados (Bruner 2002).

Por otro lado: la población de los ME es prácticamente del 80% de la población mundial, lo cual naturalmente tiene dos visiones: un desafío social muy grande por el incremento de la brecha entre países ricos y países pobres (Amartya Sen 2006) con posibles consecuencias de inestabilidad global; ó una visión positivista de que constituyen el mercado de mayor volumen de consumidores ávidos de productos para consumir, por lo que es de esperar que los pobres también quieran tener productos de calidad (la fortuna en la base de la pirámide, Prahalad (2002)); los habitantes del tercer mundo demandarán sus casas, sus coches y su comida diaria (Nuevo 2008).

## Impacto de los sistemas de información y control

Los sistemas de información contable de las firmas poseen la misión de dar a conocer la condición de la empresa en momentos y circunstancias presentes y pasadas de una manera eficiente bajo un lenguaje convenido y de comprensión internacional. De manera paralela los sistemas de información desarrollados bajo perspectivas financieras poseen la misión de proporcionar información sobre perspectivas económico financieras futuras, pudiendo en ocasiones emplear para ello el lenguaje propuesto por la contabilidad.

Si bien entonces parecen avanzar por caminos diferentes, ambas fuentes van de la mano y constituyen los pilares de gestión de la información sobre las que tomarán decisiones los agentes de las organizaciones para que la empresa funcione. Asimismo, la interacción de estas dos áreas constituyen parte sustancial para la valoración de empresas, por lo que una necesaria transparencia y cumplimiento de reglas internacionales serán vitales para poder valorar empresas bajo un lenguaje común entre las diferentes firmas del mundo. A la fecha hay grandes desafíos en la convergencia de los diferentes sistemas de información contable hacia un lenguaje común, situación que se ve fomentada por los antecedentes y trayectoria de los diferentes países líderes de las finanzas mundiales; no obstante se aprecia un avance en este sentido ha sido en los últimos tiempos.

Los estándares de US/UK son más orientados a proporcionar información a los inversionistas exteriores, mientras que los estándares de Alemania/de Japón, por razones históricas, proporcionan menos información a los extranjeros<sup>6</sup>. Sin embargo, más allá de las diferencias y la necesidad de una convergencia en los criterios de contabilidad, para los mercados desarrollados es bastante sencillo determinar el nivel de transparencia de los estándares de contabilidad; mientras que para los mercados emergentes constituyen enorme desafío. Black & Carnes (2002) demuestran la existencia de una relación positiva entre los factores macroeconómicos y la previsión de los analistas financieros.

La consecuencia de sistemas contables poco transparentes en los mercados emergentes contribuyen a la ya existente subjetividad de la valoración de empresas. Patel, Balic & Bwakira (2002) demuestran el cumplimiento de una correlación positiva entre la transparencia de la contabilidad y el ratio Precio-Valor libro de una empresa.

---

<sup>6</sup> Valuation in Emerging Markets Bruner, Robert F., Conroy, Robert M., Estrada, Javier, Kritzman, Mark and Li, Wei, Valuation in Emerging Markets. Forthcoming in Emerging Markets Review. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=354241>.

## La incidencia de la corrupción y el control de las firmas

El valor de una empresa, al proceder usualmente del flujo de fondos proyectados de la firma, en cualquier mercado depende de la medida en que los inversionistas se encuentran protegidos. Los antecedentes de violación a los derechos de los inversores constituyen moneda corriente en muchos de los mercados emergentes, aspecto directamente relacionado con la propensión a la corrupción en los mismos.

La corrupción es el resultado de una función positiva con la probabilidad de obtener un premio por violar una regla, y negativa con la probabilidad de que detecten al agente y este sea castigado por ello. El incremento del beneficio obtenido por ser corrupto y/o la disminución de la probabilidad de castigo, ó la pena propiamente dicha, tenderán a favorecer la corrupción en una comunidad.

El papel del Estado regulador y vigilante es clave en este aspecto, y será pertinente a la hora de analizar un mercado emergente diferenciar los aspectos culturales de cada país. En principio la tentación es buscar un patrón de correlación entre algún indicador económico (por ejemplo porcentaje del PBI en las exportaciones y gasto publico), ó alguna explicación cultural (los anglosajones son menos propensos a la corrupción por la tradición cultural de respeto de las normas, Pereyra Terra (2006)<sup>7</sup>); sin embargo el hombre no se puede modelizar, y allí está la belleza de nuestro permanente avanzar.

Al igual que la dispersión en las variaciones de rendimiento de los ME las oscilaciones del comportamiento que involucra comportamientos corruptos del ser humano permanentemente presentan extremos. Por ejemplo en la China de los años 80 se ejecutaron a los militares del alto mando que se habían corrompido; pero también en ME encontramos en el otro extremo países de América Latina como Argentina y Venezuela que poseen denuncias internacionales por implicaciones del gobierno en actos corruptos y delictivos; probablemente el más sonado para el lector en estos últimos tiempos sea el caso de las valijas con dólares que enviara el Presidente Chávez para la campaña presidencial de la actual presidente Cristina Fernández de Kirchner. Ver The economist<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Pereyra Terra, Manuel. Cultura y corrupción. Empresa y Humanismo, Universidad de Navarra 2006

<sup>8</sup> From The Economist print edition . Argentina, Venezuela and America, Argentina, Venezuela and the United States, Jan 3rd 2008. [http://www.economist.com/world/americas/displaystory.cfm?story\\_id=10438525](http://www.economist.com/world/americas/displaystory.cfm?story_id=10438525) Accedido on line 2/3/09  
Cristina in the land of make-believe. May 1st 2008. From The Economist print edition  
[http://www.economist.com/world/americas/displaystory.cfm?story\\_id=11293743](http://www.economist.com/world/americas/displaystory.cfm?story_id=11293743) Accedido on line 2/3/09

Una de las prácticas que posee la empresa para gestionar el flagelo de la corrupción es la de mejores prácticas en gobierno corporativo. Klapper & Love (2002) estudiaron 495 empresas en 25 mercados emergentes y 18 oficiales de Credit Lyonnais Securities Asia, para concluir que existe una correlación fuerte y positiva entre mejores prácticas de gobierno corporativo por un lado, y valoración del mercado por otra. Asimismo, descubrieron que las provisiones para gobiernos corporativos eran de mayores niveles en países con sistemas legales más débiles. Sugiriendo de este modo que la implementación de mejores prácticas de gobierno corporativo redundaría en un beneficio para la empresa, y contribuiría a una valoración con mayor transparencia.

Dyck & Zingales (2002) plantean que en los países en los que los beneficios privados del control eran mayores, los mercados de capitales eran menos desarrollados. En ellos existía una mayor concentración de la propiedad y las privatizaciones eran menos propensas a ser llevadas a cabo en empresas públicas.

Lee & Nig (2002) analizaron la relación entre corrupción y valor de la firma partiendo de la premisa que la corrupción afectaría el valor de la empresa a través de aspectos como expropiación de los flujos de caja, reducción de las inversiones y asistencia limitada de los servicios estatales beneficiarios para actividades corporativas. Analizando información de 46 países los autores concluyen que el comercio en los países con mayor corrupción era significativamente inferior. Los indicadores empleados para determinar valores inferiores de la firma fueron retorno sobre el patrimonio, proyecciones de ganancias y crecimiento (inversión sobre ganancia y ganancia sobre ventas) valor libro, incidencia inflacionaria, y tasa de crecimiento del producto bruto interno. Concluyeron que el impacto de la corrupción era tal que en promedio la consecuencia de un acto de corrupción afectaba de forma decreciente el ratio Precio-Patrimonio (P/E) en menos 18,1% y en una contracción del valor libro de menos 1,2%

Asignación de activos a una cartera en mercados emergentes.

Froot & Tjornhom (2002) demuestran una constante y creciente liquidez en los portafolios en los ME; así como también comprueban la existencia en el 75% de los casos de una persistencia en el portafolio cuando son inversores privados.

Li (2002) trata las fuentes de cambios en la capitalización del mercado de valores. Analizando datos de 32 países examina el crecimiento de la capitalización para concluir que el desarrollo de intermediarios financieros y la franqueza a negociar contribuye al crecimiento de la capitalización en mercados emergentes, así como también los altos estándares de la contabilidad de la alta calidad se asocian positivamente con los niveles de la valoración en los ME.

El costo de capital en los mercados emergentes

La práctica mayormente empleada para valorar activos en los mercados emergentes es el descuento del flujo de fondos futuros. Si bien existe la natural dificultad del armado del flujo, proporcional a la información que posee el agente para proyectarlo, las investigaciones y los estudios académicos suelen dirigirse al desafío de determinar la tasa de descuento.

¿Por qué a una fecha específica dos empresas valoradoras asignarán tasas de descuentos diferentes a pesar de que muchas veces llevan flujos diferentes bajo condiciones de mercados iguales? La primer respuesta está asociada a la imperfección del mercado y al acceso a la información que cada una posee; sin embargo hay otros componentes en los ME tan relevantes como la discrecionalidad de las fuentes, y el impacto de la corrupción.

En este sentido la academia posee diferentes corrientes de pensamiento, por un lado hay quienes promulgan la existencia de cierta integración o relación entre los mercados emergentes y el mercado global, y en el otro extremo se encuentran quienes dicen que la correlación es absolutamente nula. En el medio encontramos autores que proponen relaciones locales y globales en determinados aspectos, y en ciertas circunstancias.

Así: Campbell Harvey's defienden la posición de integración entre los mercados locales y globales. Vihang Errunza's analiza la relación entre la teoría y la practica sin encontrar un patrón relevante, y Marc Zenner

estudia la valoración de activos empleada en Salomon Smith Barney que enfatiza el premio por riesgo soberano de los mercados emergentes.

Estrada (2002) propone el análisis de un modelo de precio basado en downside risk, y analiza la conveniencia de reemplazar el beta y el CAPM<sup>9</sup> por un downside beta y un D-CAPM para estimar el costo de capital en los mercados emergentes. Empleando una base de datos de mercados emergentes de MSCI, encuentra una mayor correlación entre las downside beta y beta, que entre las ápsides betas y éstas.

Paralelamente divulga resultados que demuestran que los betas ascendentes superan a los betas del modelo no sólo en términos de significación estadística sino también en la significación económica.

Bodnar, Dumas, and Marston (2002) combinan el caso de los mercados emergentes con la tasación internacional de los activos; e identifican las varias dimensiones del riesgo en la economía mundial para sostener que cada dimensión se podría tasar de forma diferente: llevando a los varios premios que se podrían sumar en la tasa de rendimiento requerida total. Su foco está en el método por el cual estas varias dimensiones del riesgo deben incorporarse en el coste equidad.

Mariscal & Hargis (1999) realizan un análisis del método empleado por Goldman Sachs para estimar el costo de capital en los mercados emergentes. Sus conclusiones son aproximadas a las propuestas por Godfrey & Espinosa (1996) quienes ajustaban tanto la tasa libre de riesgo como el premio por el riesgo, este último al sustituir el beta del CAPM por la desviación estándar como medida apropiada de riesgo en mercados emergentes.

En esta dirección, Pereiro (2002) realiza un estudio en la República Argentina, con el Instituto de Estudios Financieros y la Universidad Di Tella, donde concluye que el 89% de las empresas Argentinas emplean el flujo de fondos descontados al momento de valorar un activo. Asimismo, observa que la tasa de descuento es un ajuste de la tasa global (Bonos de los Estados Unidos), y en general esos ajustes son pequeños.

Una primer respuesta a este comportamiento es que las firmas se concentran en el flujo de fondos, donde le asignan la mayor subjetividad posible, y la tasa pasa a un segundo plano. Paralelamente el autor observa que se utiliza directamente el CAPM con un ajuste por riesgo país. La consecuencia de esto es un evidente y

---

<sup>9</sup> William Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium", *Journal of Finance*, September 1964.  
John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics*, February 1965.

común error que cometen los agentes valuadores al mezclar los diferentes flujos de fondos (free cash flow, FCF al capital ó FCF del accionista) a la vez que utilizan la misma tasa de descuentos basada en un CAPM ajustado por un riesgo país que obtienen habitualmente de índices como el EMBI+. En el presente estudio se releva que los estudiantes emplean mayormente precisamente este modelo.

Serra (2000) emplea datos de acciones y cruza información del retorno de 21 mercados emergentes y encuentra que los que justifican la variabilidad son liquidez, factores técnicos y características de la compañía. También concluye que estos factores no están correlacionados, lo que sugiere que el riesgo posee un componente local, por lo que los mercados global y local deberían tratarse por separado a la hora de analizar el impacto.

Finalmente, Sy (2002), estima la relación entre los grados de riesgo y la soberanía de los mercados, para concluir que existen significativas desviaciones en dicha relación al encontrar que cuando las variaciones son anormalmente altas éstas tienden a disminuir; y en el caso contrario cuando son anormalmente bajas, las agencias de calificación tienden a elevar los niveles de riesgo de los países.

Otro aspecto relevante para la determinación del costo de capital es el perfil geográfico de la empresa y sus sucursales. A fines de los noventa cuando la petrolera Española Repsol se fusionó con la petrolera estatal Argentina YPF, si bien esta última era superior en términos de activos, para financiar la operación a menor costo se llevó a cabo una adquisición por parte de Repsol, puesto que el riesgo país, y en consecuencia el costo de financiamiento para emitir bonos de deuda sería inferior en Europa que en América Latina.

A partir de los antecedentes expuestos, se analiza el comportamiento de los graduados MBA y Masters en Finanzas, así como profesionales de la valoración de proyectos de la región del Río de la Plata, para obtener una primera inferencia respecto a las prácticas que estos llevan a cabo.

## La investigación

Realizada en el año 2008, se dirige a una base de profesionales que mantienen relación directa con el área de valoración de activos. Fue completada en su totalidad por ciento treinta y ocho (138) de éstos, descartándose quienes no completaron la encuesta de una forma cabal. A continuación se adjunta el perfil de la misma.

Tabla 1. Tamaño y perfil de la muestra

Encuesta enviada	Especialistas Argentina y Uruguay						Especialistas Extranjeros			
	MBA's y DF Uruguay	MBA's Argentina	Profesores Uruguay	Profesores Argentina	Ejecutivos financieros Uruguay	Ejecutivos financieros Argentina	España	Colombia	Panamá	USA
Cantidad	386	108	24	12	65	10	8	4	1	6
TOTAL	624									

La primer pregunta que debemos hacernos es cuán representativa es una cifra de 138 profesionales financieros de la valoración en una base superior a los 10.000 graduados Masters de disciplinas genéricas. La segunda inquietud es no desestimar lo que opinan los restantes MBA's y Master en Finanzas que no se auto seleccionaron como calificados para contestar la encuesta, pero que naturalmente recibieron formación en valoración de empresas durante su maestría y seguramente emplean dichas herramientas en su labor profesional habitual.

Esta inquietud me lleva a recordar una anécdota que contara el Prof. Pablo Fernández, catedrático del IESE y uno de los autores mas citado en publicaciones de valoración de empresas en el mundo, cuando un cliente le había pedido valorar su empresa y estimaba su valor en 3 millones de euros. Al analizar las cifras y corroborar que ningún criterio se acercaba a los dichosos tres millones de euros, El Prof. Fernández decide consultarlo; a lo que su cliente le contesta: “porque somos tres hermanos y queremos un millón cada uno”. Sin duda estimado lector tenemos en este suceso uno de los mayores aprendizajes que nos quiere enseñar el Prof. Fernández: “en la valoración: ante todo sensatez”.

Hecha esta aclaración paso a contarles los principales resultados que arrojó la investigación que refleja el pensamiento de quienes se auto seleccionaron como MBA's y MF's que emplean criterios próximos a la academia.



### Objetivo del estudio:

Determinar las herramientas y los métodos empleados con mayor asiduidad por los especialistas financieros de la región del Río de la Plata al momento de valorar un activo o un conjunto de éstos.

### Principales resultados:

Los proyectos relacionados a productos de consumo fueron los mas valorados (19% del total), seguidos en un 16% por los servicios financieros.

El 27% de los profesionales que realizaron la valoración fueron consultores independientes, seguidos por un 15% que se desempeñaba en empresas internacionales.

El criterio mayormente empleado fue el flujo de fondos descontados a través del Free Cash Flow (24% de los encuestados), seguido por el descuento del EBITDA en un 12% de los casos.

La mayoría (43%) utilizó un criterio propio para determinar la prima de riesgo del proyecto, seguido por un 23% que empleó el riesgo de la industria local; aspecto que habla de la dificultad de valorar empresas y proyectos en los mercados emergentes, por lo que la experiencia del agente en mercados inestables ocupa un rol clave a la hora de analizar un negocio.

Para definir el riesgo del proyecto la herramienta mayormente empleada fue la construcción de una prima sobre una tasa libre de riesgo. En el 39% de los casos se empleó como  $Rf^{10}$  la tasa de los Bonos de los Estados Unidos, seguida en un 12% por los bonos del gobierno local de Argentina y Uruguay.

A continuación se adjuntan los resultados de las preguntas llevadas a cabo para el estudio.

---

<sup>10</sup> Se define por conveniencia en la academia financiera las iniciales en inglés  $rf$ , ó  $Rf$  (risk free rate) a la tasa libre de riesgo, como aquella que en un mercado sin imperfecciones, donde no existen asimetrías de información entre agentes, representa un riesgo nulo para el agente inversor. Es oportuno destacar que el lector no debe confundir esta tasa con la tasa de riesgo sistémico, o de menor diversificación del portafolio.

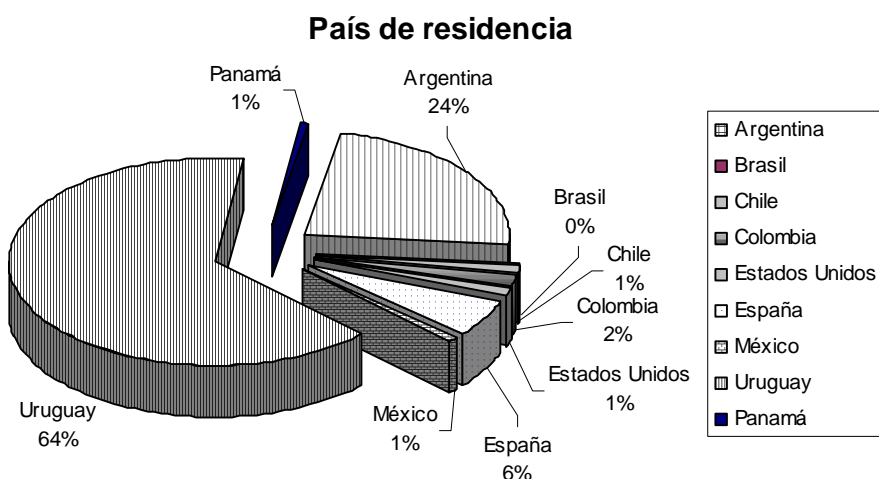
Pregunta 1) Indique su país de residencia

País de Residencia	Cantidad	Porcentaje
Argentina	46	23,71%
Brasil	0	0,00%
Chile	2	1,03%
Colombia	4	2,06%
Estados Unidos	2	1,03%
España	11	5,67%
México	2	1,03%
Uruguay	126	64,95%
Panamá	1	0,52%
Total	194	100%

El 89% de la muestra reside en Argentina (24%) y Uruguay (65%).

Se trata de especialistas del sector financiero, profesores y consultores, además de graduados de programas masters y ejecutivos.

El restante 11% se mantiene en la muestra por la calidad de sus respuestas, al tratarse de profesores y consultores de prestigio en el área de valoración de proyectos en otros países.



Variable	Resultado
Promedio	21,56
Media	2,00
Desv.Est.	41,77
Varianza	1745,03

Pregunta 2) Por favor detalle el/los países en los que se implementaron los proyectos / negocios que Usted valoró

País	Cantidad	Porcentaje
Argentina	46	23,96%
Brasil	7	3,65%
Chile	9	4,69%
Colombia	7	3,65%
Estados Unidos	7	3,65%
España	10	5,21%
México	3	1,56%
Uruguay	103	53,65%
Total	192	100%

Se observa una correlación positiva entre el país de residencia del agente valorador y la implementación del proyecto estudiado.

Paralelamente se observa el surgimiento de proyectos en países donde no residen los profesionales: Brasil y Chile; probablemente como consecuencia de la relevancia que las economías de estos países han jugado en la última década en América Latina.

En segundo lugar se verifica una mayor incidencia en la cantidad de proyectos valorados en países más desarrollados, como es el caso de España y Estados Unidos, país último en el que la tasa evoluciona del 1% de país de residencia del agente al 3,65% en cantidad de proyectos valorados.

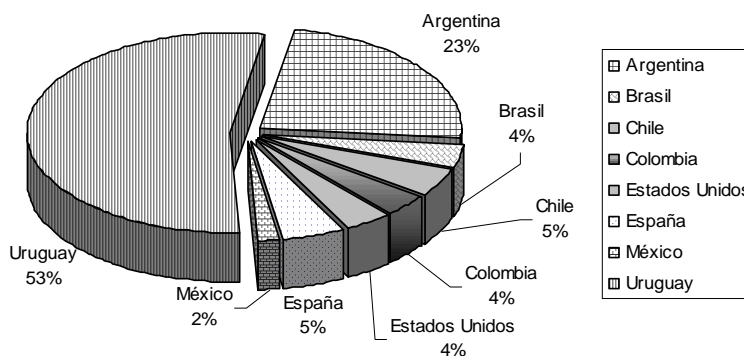
Variable	Resultado
Promedio	24,00
Media	8,00
Desv.Est.	34,75
Varianza	1207,714

### Primeras Inferencias:

La primer consecuencia del comportamiento verificado es que los agentes que actúan en la región deben capacitarse en herramientas financieras de frontera y estar en permanente contacto con las instituciones profesionales de los países vanguardistas en este sector de la academia. De igual modo, estar en contacto con empresas financieras privadas, organismos reguladores y universidades que tengan un perfil internacional será un hándicap positivo para quienes quieran liderar en esta profesión.

Por último, aquellos que deseen continuar en la región del Río de la Plata: deberán estar en permanente contacto con las economías de mayor desarrollo e incidencia en el ámbito de los negocios de América (Brasil, Chile, Argentina y México), por lo que un ágil, permanente y actualizado acceso a medios de comunicación especializados en el área de economía y finanzas regional será vital para su supervivencia profesional. Revistas, reportes, journals y entrevistas (entre otros): constituirán excelentes fuentes de actualización.

2. País en el cual se implementaría el proyecto / negocio que Usted valoró



Pregunta 2.1) Por favor detalle el año en que fue realizada la valoración

Año	Número de Proyectos Valorados
1991	2
1992	2
1993	2
1994	2
1995	2
1996	3
1997	2
1998	2
1999	2
2000	2
2001	2
2002	2
2003	0
2004	2
2005	3
2006	5
2007	9
2008*	11

Se observa un crecimiento hacia los últimos años de los proyectos valorados entre los encuestados, comportamiento que posee al menos dos causas. Por un lado la mayor integración de América Latina, favorecida por la globalización, y por otro lado la corta edad promedio de la gran mayoría de los entrevistados - graduados de programas masters in business & masters in finance de los últimos años - por lo que recién comienzan su desarrollo profesional en esta área.

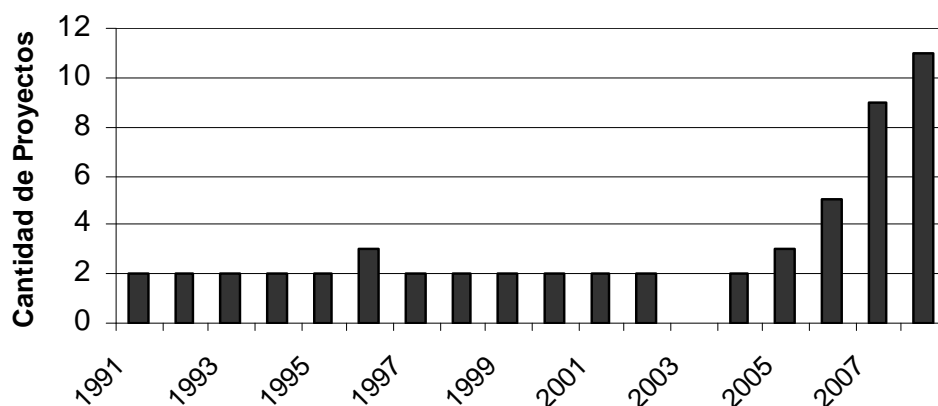
También es oportuno observar la baja cantidad de proyectos que valora una agente en esta región de América Latina.

Finalmente llama la atención el hecho de que durante el año 2003 no hubiera valoraciones, período en que la región fue azotada por una fuerte crisis financiera proveniente del quiebre institucional de la Argentina en Diciembre de 2001.

(\*) Se duplica el primer semestre del año 2008

Variable	Resultado
Promedio	3,06
Media	2,00
Desv.Est.	2,71
Varianza	4,2352941

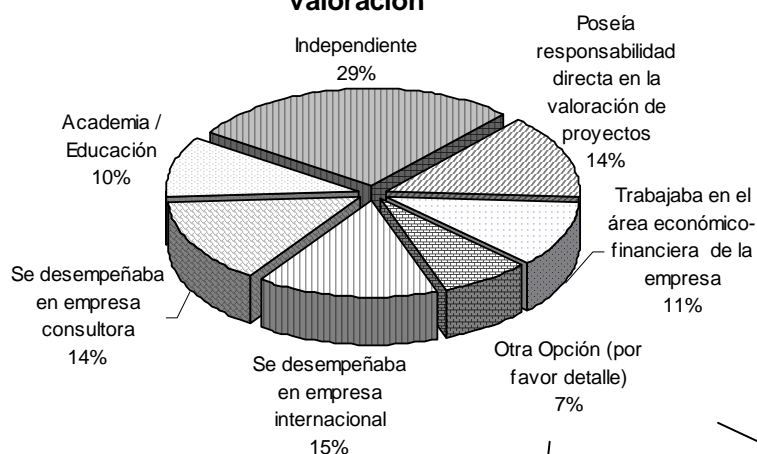
### 2.1) Año en que fue realizada la valoración



Pregunta 3) Describa las responsabilidades al momento de realizar la valoración

Responsabilidades	Cantidad	Porcentaje
Se desempeñaba en empresa internacional	33	15,28%
Se desempeñaba en empresa consultora	31	14,35%
Academia / Educación	22	10,19%
Independiente	60	27,78%
Poseía responsabilidad directa en la valoración de proyectos	30	13,89%
Trabajaba en el área económico-financiera de la empresa	24	11,11%
Otra Opción (por favor detalle)	16	7,41%
Total	216	100,00%

### 3. Responsabilidades al momento de realizar la valoración

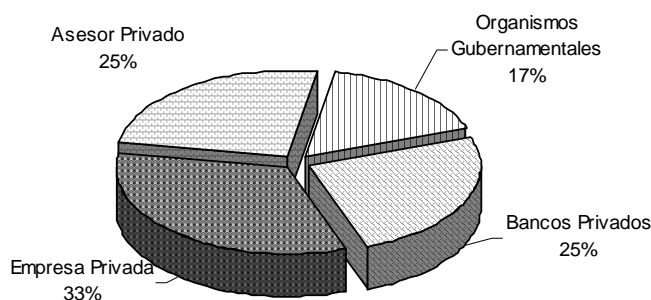


Variable	Resultado
Promedio	30,86
Media	30,00
Desv.Est.	14,15
Varianza	200,14

Casi la tercera parte de los profesionales que valoraron algún activo o proyecto lo hicieron como consultores independientes (28%), seguido por un 15% perteneciente a empresas internacionales y un 14% de consultoras locales.

Puede concluirse que se verifica la hipótesis esperada: una positiva y alta correlación entre la valoración de proyectos y la profesión de consultoría (tanto dependiente como independiente)

#### 3.1) Detalle de Otra opción: responsabilidades al realizar la valoración

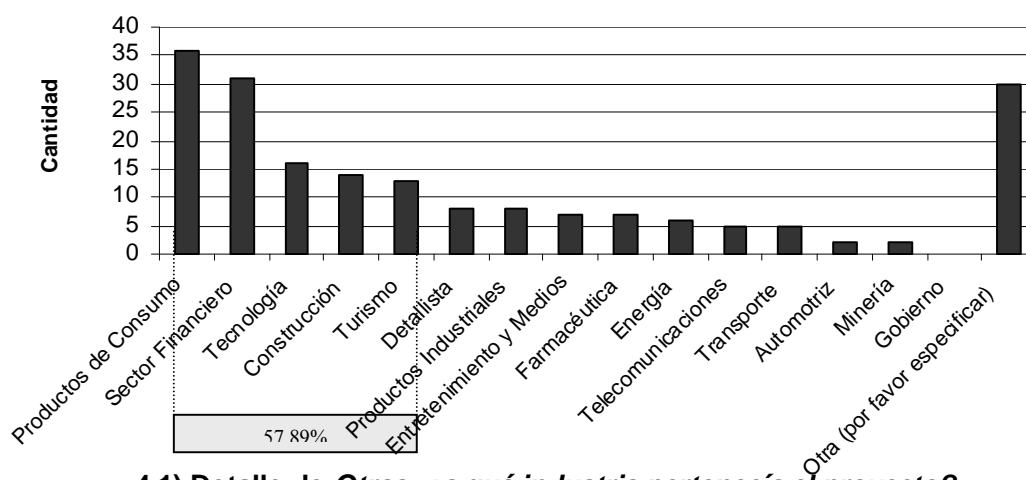


#### Pregunta 4) ¿A qué industria pertenecía el proyecto?

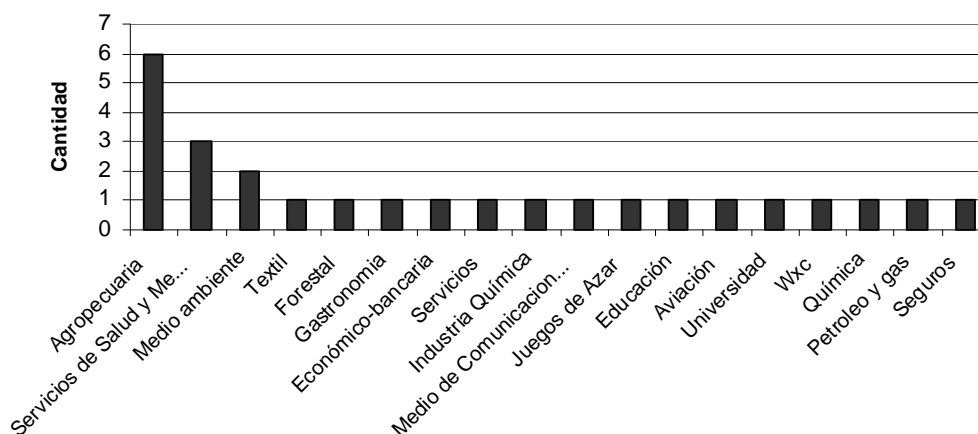
Los sectores con mayores proyectos valorados fueron productos de consumo (19%) y sector financiero (16%); seguidos por tecnología, construcción y turismo, acumulando estos cinco sectores el 58% de los proyectos. En el desglose de otros sectores, la industria Agropecuaria es la de mayor incidencia, hipótesis esperable debido al incremento de los precios internacionales de los commodities y la relevante producción de estos bienes primarios en los países de alta incidencia en la muestra (Argentina y Uruguay)

Industria o Sector	Cantidad	Porcentaje	Industria o Sector	Cantidad	Porcentaje
Productos de Consumo	36	18,95%	Farmacéutica	7	3,68%
Sector Financiero	31	16,32%	Energía	6	3,16%
Tecnología	16	8,42%	Telecomunicaciones	5	2,63%
Construcción	14	7,37%	Transporte	5	2,63%
Turismo	13	6,84%	Automotriz	2	1,05%
Detallista	8	4,21%	Minería	2	1,05%
Productos Industriales	8	4,21%	Gobierno	0	0,00%
Entretenimiento	7	3,68%	Otra	30	15,79%

#### 4. ¿A qué industria pertenecía el proyecto?



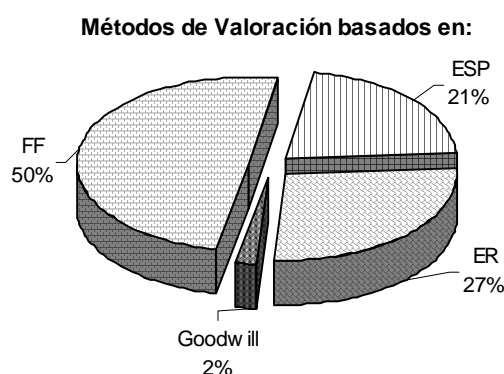
#### 4.1) Detalle de Otras: ¿a qué industria pertenecía el proyecto?



Pregunta 5. ¿Qué método de valoración empleó?

Método empleado	Cantidad	Porcentaje	Método empleado	Cantidad	Porcentaje
Free cash flow	68	24,03%	Cash flow acciones	6	2,12%
EBITDA	34	12,01%	APV	6	2,12%
Beneficio económico	22	7,77%	Cash value added	6	2,12%
Ventas	21	7,42%	Goodwill clásico	5	1,77%
Opción de invertir	17	6,01%	Aplazar la inversión	5	1,77%
Capital cash flow	14	4,95%	Black & Scholes	3	1,06%
Múltiplos	12	4,24%	Valor sustancial	2	0,71%
Valor de liquidación	10	3,53%	CFROI	2	0,71%
EVA	10	3,53%	Beneficios PER	1	0,35%
Valor contable	7	2,47%	Otros múltiplos	1	0,35%
Dividendos	7	2,47%	Contables europeos	0	0,00%
Ampliar el proyecto	7	2,47%	Renta abreviada	0	0,00%
Valor contable ajustado	6	2,12%	Otro (especificar)	5	1,77%
Unión de expertos	6	2,12%	Total	283	100,00%

Variable	Resultado
Promedio	10,48
Media	6,00
Desv.Est.	13,85
Varianza	191,87



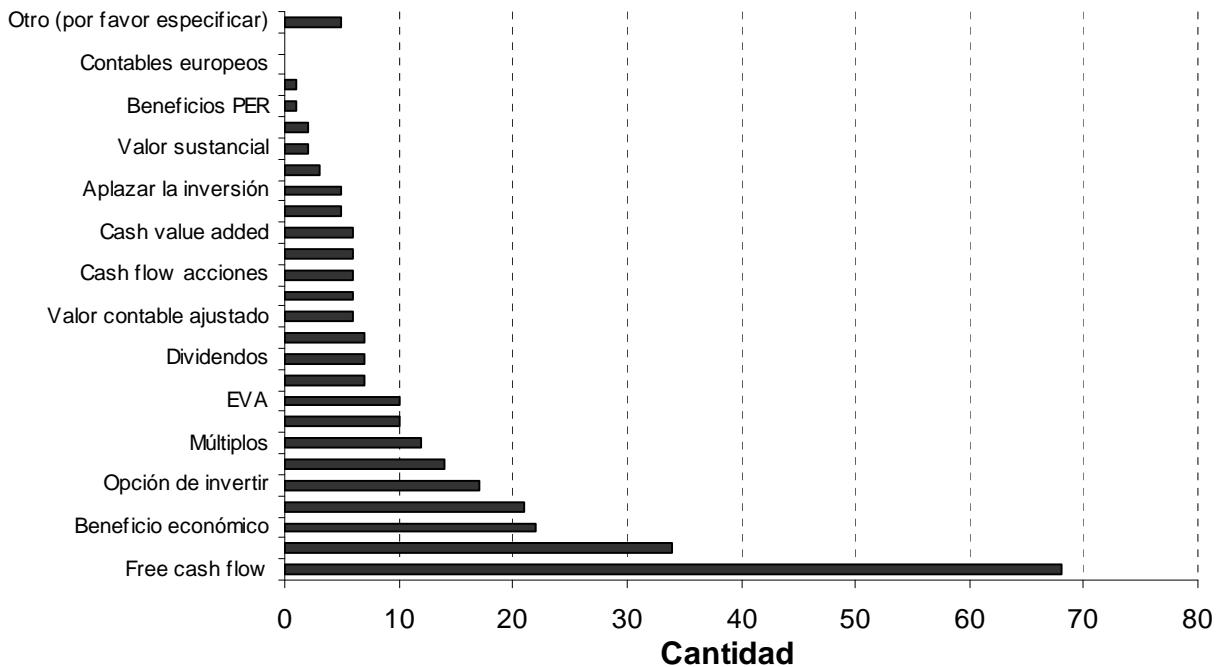
El método de valoración empleado por la mayoría de los profesionales financieros fue el descuento del flujo de fondos determinado por el Free Cash Flow (24% de la muestra), seguido por el descuento del flujo de fondos construido a partir del EBITDA (12%).

Los resultados son consistentes al arrojar una distinción en la valoración de un proyecto con deuda (Free Cash Flow) y también de manera independiente a su financiación (EBITDA). En este último sentido, no es extraño que en esta región de América Latina el método APV (adjusted present value) -que posee la ventaja de separar el proyecto de su funcionamiento- presente tan pocos adeptos (6 profesionales en 194)

El uso de 283 criterios en 194 entrevistados podría arrojar un resultado erróneo de que un 46% empleó dos métodos, sin embargo no se posee suficiente información para obtener dicho dato.

Por último, los resultados se pueden agrupar en función de a) basados en estados de situación patrimonial (50%), b) basados en estados de resultados (27%), c) basado en flujo de fondos (21%), y d) basados en goodwill (2%), lo cual arroja cifras consistentes con el uso en los mercados desarrollados (Cfr. Fernández, Pablo. 201 errores en la valoración de empresas. Deusto 2008)

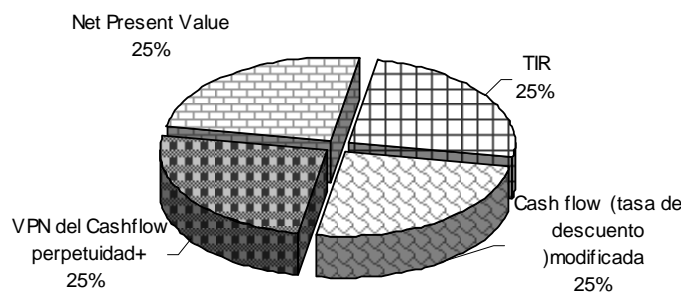
## 5.) Método de valoración empleado



### Pregunta 5.1) Detalle del método de valoración empleado

La opción de la encuesta que permitía al profesional informar respecto a otro método de valoración empleado arrojó 4 respuestas en 194 agentes:

#### 5.1) Detalle de otros métodos de valoración empleados





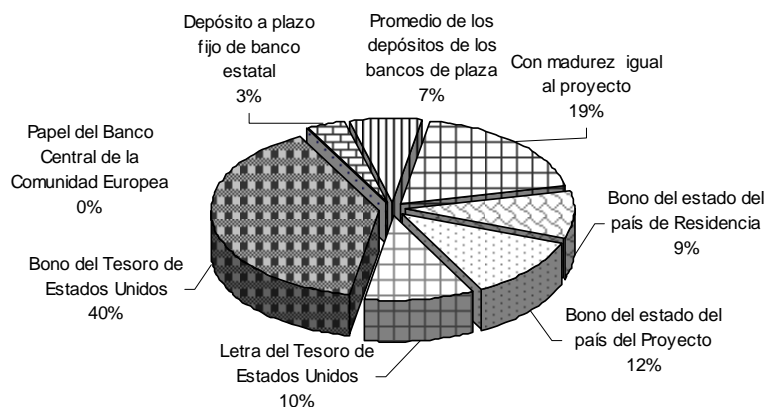
Pregunta 6) En caso de haber empleado una tasa libre de riesgo (Rf): ¿cómo la definió?

El modelo del CAPM<sup>11</sup> para determinar la tasa WACC<sup>12</sup> utilizada para el descuento de flujos de fondos esperados del proyecto posee muchos adeptos en el Rio de la Plata. Su facilidad de uso e intuición del agente para construir una tasa de descuento apropiada, le permiten ajustar un premio sobre una tasa libre de riesgo teórica, incluso en muchos casos desconociendo las falencias del modelo CAPM (riesgo del negocio constante, riesgo financiero constante y política de dividendos también constante a lo largo del proyecto) y tomándolo como una verdad revelada. Las respuestas referidas a la Rf fueron

Método empleado	Cantidad	Porcentaje
Con madurez igual al proyecto	16	16,33%
Bono del estado del país de Residencia	8	8,16%
Bono del estado del país del Proyecto	10	10,20%
Letra del Tesoro de Estados Unidos	9	9,18%
Bono del Tesoro de Estados Unidos	34	34,69%
Papel del Banco Central de la Comunidad Europea	0	0,00%
Depósito a plazo fijo de banco estatal	3	3,06%
Promedio de los depósitos de los bancos de plaza	6	6,12%
Otra opción y si corrigió la tasa por algún factor	12	12,24%
Total	98	100%

Variable	Resultado
Promedio	10,50
Media	7,00
Desv.Est.	10,67
Varianza	113,81

**6. En caso de haber empleado una Tasa Libre de Riesgo (Rf): ¿cómo la definió?**

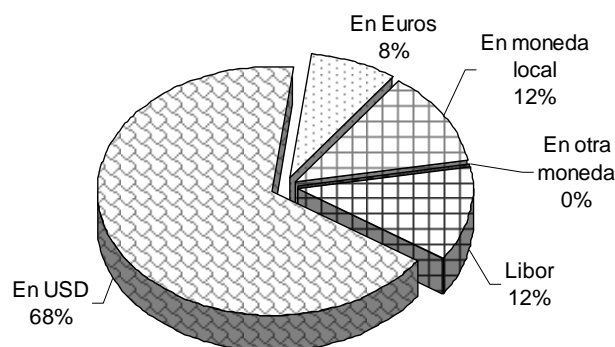


<sup>11</sup> William Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium", Journal of Finance, September 1964.  
John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", Review of Economics and Statistics, February 1965.

<sup>12</sup> Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. Franco Modigliani; Merton H. Miller  
The American Economic Review, Vol. 53, No. 3. (Jun., 1963), pp. 433-443.

6.1) Otras Tasas Libres de Riesgo (Rf) empleadas y Ajustes realizados	#
Bono del Tesoro USA + Riesgo País	4
Beta de empresas comparables (aproximación por tablas de EEUU) + Riesgo País	1
Ajuste por Riesgo País	1
Inflación de U.S.A.	1
Estimado por los ejecutivos considerando riesgo del negocio	1
Tasa solicitada por el inversor para el descuento de los flujos	1
Dos arriba que el banco	1
No se utilizó tasa	1

## 6.2) Moneda de la Rf



Los países donde residen los encuestados (Argentina y Uruguay) son economías fuertemente dolarizadas, sobre todo la última (que representa el 65% de la muestra) posee una estructura financiera altamente asociada a la moneda estadounidense; y en consecuencia una posición sumamente riesgosa, donde más de las 2/3 partes de los activos del sistema financiero local son depósitos en moneda extranjera de corto plazo.

Para mayor información al respecto ver Julio de Brun (actual presidente de la Asociación de Bancos Privados del Uruguay. Ex presidente del Banco Central del Uruguay).

De Brun, J., and G. Licandro, 2006, "To Hell and Back. Crisis Management in a Dollarized Economy: The Case of Uruguay"<sup>13</sup>. También puede profundizarse en "Marco internacional y la economía uruguaya: perspectivas para los próximos años. Mario Bergara, Rueda, Abadi y Pereira 3 de setiembre de 2008"<sup>14</sup>

<sup>13</sup> [imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr0846.pdf](http://imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr0846.pdf)

<sup>14</sup> [http://www.rap.com.uy/spa/eventos/docs/pres\\_bergara.pdf](http://www.rap.com.uy/spa/eventos/docs/pres_bergara.pdf)

Pregunta 7.¿Cómo determinó el riesgo del proyecto?

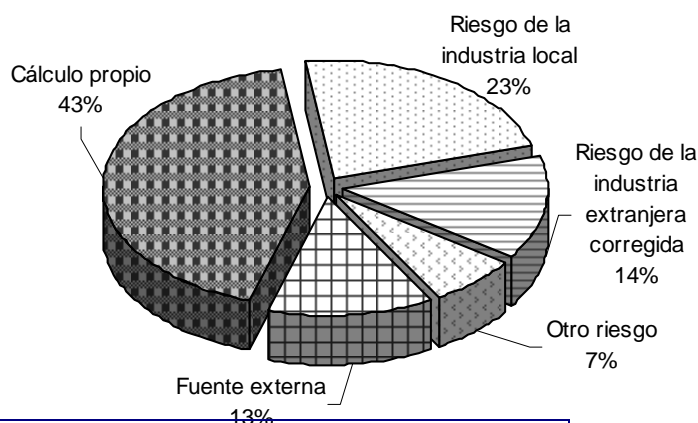
Determinación del riesgo	Cantidad	Porcentaje
Fuente externa	15	13,16%
Cálculo propio	49	42,98%
Riesgo de la industria local	26	22,81%
Riesgo de la industria extranjera corregida	16	14,04%
Otro riesgo	8	7,02%
Total	114	100%

Variable	Resultado
Promedio	22,80
Media	16,00
Desv.Est.	15,99
Varianza	255,70

7.1) Detalle de otras formas de determinar el riesgo del proyecto

Modelo CAPM (6 respuestas)
CAPM empresas similares en EEUU
WACC
TIR de proyectos similares
La pérdida del cliente en el extranjero
Antecedentes
Opinión de ejecutivos
Precios de venta y costos
Negocio estable
Efectuando análisis máximos de pérdidas
Simulación de Montecarlo
Metodología GIRO
Solo de modo cualitativo
Riesgo país + riesgo industria + riesgo específico
Riesgos asociados al negocio, tipo de cambio, inflación, salarios, precios inmobiliarios
Riesgo Productos Financieros
Spread de bonos Argentinos vs Tasa libre riesgo
Grado de afinidad con core business + riesgo de la industria y del país
Valoración de variables potenciales y asignación de riesgo
Se solicitó a una consultora que calcule en función de negocios similares
Metodología y mapa de riesgos interno a la organización
Herramienta de Business Intelligence llamada QV
Asociado a escenarios de crecimiento del PBI de la economía local
Historia del sector y su comportamiento respecto a crisis anteriores
Venta de desechables de uso médico, 60% venta a instituciones públicas

7.¿Como determinó el riesgo del proyecto?

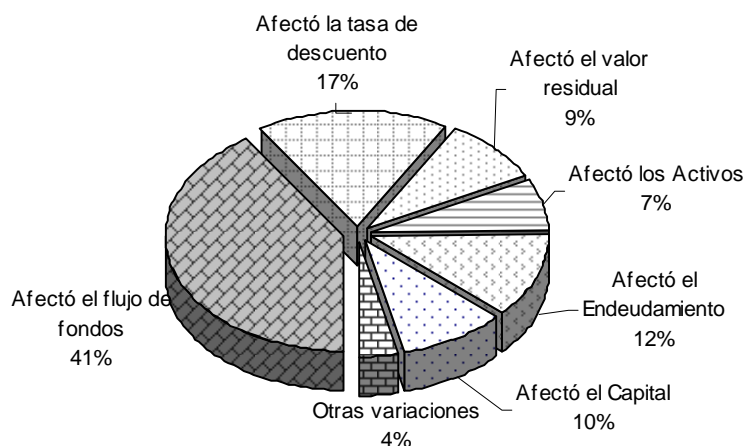


Pregunta 8. ¿Realizó algún análisis de sensibilidad?

Análisis de Sensibilidad	Cantidad	Porcentaje
Afectó el flujo de fondos	68	41,0%
Afectó la tasa de descuento	29	17,5%
Afectó el valor residual	15	9,0%
Afectó los Activos	12	7,2%
Afectó el Endeudamiento	20	12,0%
Afectó el Capital	16	9,6%
Otras variaciones	6	3,6%
Total	166	100%

Variable	Resultado
Promedio	23,71
Media	16,00
Desv. Est.	20,77
Varianza	431,57

### 8. ¿Realizó algún análisis de sensibilidad?



#### 8.1) Otras variaciones para análisis de sensibilidad

Sensibilidad a variaciones en costo de construcción y en precio de venta del metro cuadrado en el mercado inmobiliario

Asignación de probabilidades a cada factor que define el cash flow

Variación precio, variación población demanda, variación tipo de cambio, variación tasa interés

Valores de liquidación

Varios

No hubo análisis de sensibilidad (2 respuestas)

## Conclusiones:

La investigación arroja resultados esperados: la mayoría de los agentes utiliza métodos basados en flujos de fondos futuros; emplea el CAPM para proyectar la tasa ke del accionista y obtiene la tasa libre de riesgo (rf) a través del rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos. La gran mayoría ajusta la tasa de descuento a través de modelos propios a la hora de introducir el riesgo país y específico al proyecto; y muy pocos realizan métodos de stress testing a la hora de sensibilizar la valoración. Consistente al método empleado la mayoría afecta exclusivamente el flujo de fondos.

Los principales resultados de la investigación fueron:

1. Correlación positiva entre el país de residencia del agente valorador y la implementación del proyecto.
2. Surgimiento de proyectos en países donde No residen los profesionales: Brasil y Chile.
3. Evolución creciente de proyectos valorados. Comportamiento que posee al menos dos causas a) mayor integración de América Latina; b) corta edad promedio de la gran mayoría de los entrevistados: graduados de programas masters en business y finanzas de los últimos años que recién comienzan su desarrollo profesional en esta área.
4. Mayor cantidad de proyectos valorados por agente en países desarrollados (En Estados Unidos la tasa evoluciona del 1% de país de residencia del agente al 3,65% en cantidad de proyectos valorados).
5. Menor cantidad de proyectos valorados por agentes en la región de América Latina.
6. Durante el año 2003 no hubieron valoraciones, período en que la región fue azotada por una fuerte crisis financiera proveniente del quiebre institucional de la Argentina de Diciembre de 2001.
7. Alta correlación positiva entre la valoración de proyectos y la profesión de consultoría (dependiente e independiente) Casi la tercera parte de los profesionales que valoraron algún activo o proyecto lo hicieron como consultores independientes (28%), seguidos por un 15% perteneciente a empresas internacionales y un 14% de consultoras locales.

8. Los sectores con mayores proyectos valorados fueron productos de consumo (19%) y sector financiero (16%); seguidos por tecnología, construcción y turismo, acumulando estos cinco sectores el 58% de los proyectos valorados por los agentes entrevistados.
9. En el desglose de otros sectores, la industria Agropecuaria es la de mayor incidencia, hipótesis esperable debido al incremento de los precios internacionales de los commodities y la relevante producción de estos bienes primarios en los países de la muestra (Argentina y Uruguay)
10. El método de valoración empleado por la mayoría de los profesionales financieros es el descuento del flujo de fondos determinado por el Free Cash Flow (24% de la muestra), seguido por el descuento del flujo de fondos construido a partir del EBITDA.
11. Los resultados son consistentes al arrojar una distinción en la valoración de un proyecto con deuda (Free Cash Flow) y también de manera independiente a su financiación (EBITDA). En este último sentido, no es extraño que en esta región de América Latina el método APV (adjusted present value) -que posee la ventaja de separar el proyecto de su financiamiento- presente tan pocos adeptos (6 profesionales en 194)
12. El uso de 283 criterios en 194 entrevistados podría arrojar un resultado erróneo de que un 46% empleó dos métodos, sin embargo no se posee suficiente información para obtener dicho dato.
13. Por último, los resultados agrupados en función de a) basados en estados de situación patrimonial (50%), b) basados en estados de resultados (27%), c) basado en flujo de fondos (21%), y d) basados en goodwill (2%), arrojaron cifras consistentes con el uso en los mercados desarrollados (Cfr. Fernández , Pablo. 201 errores en la valoración de empresas. Deusto 2008)
14. El modelo del CAPM<sup>15</sup> para determinar la tasa WACC<sup>16</sup> utilizada para el descuento de flujos de fondos esperados del proyecto posee muchos adeptos en el Rio de la Plata.

---

<sup>15</sup> William Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium", Journal of Finance, September 1964.  
John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", Review of Economics and Statistics, February 1965.

<sup>16</sup> Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. Franco Modigliani; Merton H. Miller

15. Más de la tercera parte (del 48% que utilizó una tasa libre de riesgo) empleó la tasa de rendimiento de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos

### Comentarios finales:

La primer consecuencia del comportamiento verificado es que los agentes financieros dedicados a la valoración de activos que actúan en la región del Río de la Plata deben capacitarse en herramientas financieras de frontera y estar en permanente contacto con las instituciones profesionales de los países vanguardistas en este sector de la academia.

Estar en contacto con empresas financieras privadas, organismos reguladores y universidades que tengan un perfil internacional será un handicap positivo para quienes quieran destacarse en la región en esta profesión.

El éxito o el fracaso del agente tendrá una alta correlación con el sistema de información que maneje respecto a economías de mayor desarrollo e incidencia en el ámbito de los negocios de América Latina (especialmente Brasil y Chile); por lo que un ágil, permanente, y actualizado acceso a medios de comunicación especializados en el área de economía y finanzas regional será vital para su supervivencia profesional.

Manuel Pereyra Terra  
Agosto 2009.