

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



Fundada en 1995



“VALORACIÓN DE EMPRESAS EN EL SALVADOR”

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

ARGUETA AMAYA, JHONY ALEXANDER

MARTÍNEZ NOYOLA, FRANKLIN ORLANDO

PARA OPTAR AL GRADO DE

MAESTRO EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

AGOSTO DE 2016

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR INTERINO : LIC. JOSÉ LUIS ARGUETA ANTILLÓN

SECRETARIA GENERAL INTERINA: DRA. ANA LETICIA ZA VALETA DE AMAYA

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : LIC. NIXON ROGELIO HERNÁNDEZ VÁSQUEZ

VICEDECANO : LIC. MARIO WILFREDO CRESPIÓN ELÍAS, MSc

SECRETARIA : LICDA. VILMA MARISOL MEJÍA TRUJILLO

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

TRIBUNAL EXAMINADOR : LIC. JUAN VICENTE ALVARADO RODRÍGUEZ, M. Sc.

LIC. JONNY FRANCISCO MERCADO CARRILLO, MAF

LIC. VICTOR RENÉ OSORIO AMAYA, M. Sc.

AGOSTO DE 2016

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

INDICE

Portada	i
Autoridades de la Universidad	ii
Índice	iii
Índice de tablas y figuras	v
Introducción	vi
CAPÍTULO I. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	1
1.1 Antecedentes del problema	1
1.2 Planteamiento del problema	3
1.3 Pregunta de investigación	3
1.4 Objetivos de la investigación	3
1.5 Importancia o justificación de una valoración de empresas	4
1.6 Beneficios esperados	5
1.7 Limitaciones	6
CAPÍTULO II. REVISIÓN DE LA LITERATURA	7
2.1 Proceso de valoración de empresa	7
2.2 Métodos de valoración de empresas	10
2.2.1 Método basado en el Balance	11
2.2.2 Método basado en cuentas de resultados	11

2.2.3 Métodos Mixtos (GoodWill)	12
2.2.4 Método basado en el descuento de flujos	13
2.3 Aspectos que infieren en el precio de una empresa	14
2.4 Valoración de empresas en El Salvador	20
CAPÍTULO III. METODOLOGIA	22
3.1 Tipo de estudio	22
3.2 Unidades de análisis	23
3.3 Determinación del universo y muestra de estudio	23
3.4 Universo	23
3.5 Muestra	24
3.6 Instrumentos y técnicas a utilizar en la investigación	25
3.7 Procesamiento de la información.	25
CAPÍTULO IV. RESULTADOS	26
4.1 Análisis de datos cualitativos	26
CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	69
5.1 Conclusiones	69
5.2 Recomendaciones	70
Referencias	71
Apéndice A Modelo de entrevista	73

Índice de tablas y figuras

Tabla 1. Tendencia del servicio de valoración de empresas	27
Tabla 2. Métodos que se pueden aplicar a empresas salvadoreñas	29
Tabla 3. Comentarios sobre aplicación de métodos de valoración de empresa	34
Tabla 4. Criterios para un adecuado reconocimiento del negocio	37
Tabla 5. Comentarios sobre la verificación de información de la empresa	41
Tabla 6. Criterios sobre la estimación de flujos de caja	45
Tabla 7. Inconvenientes sobre el modelo CAPM	48
Figura 1. Estimación del Beta comparado con la empresa líder del mercado. . . .	50
Tabla 8. Limitantes en una valoración de empresa	53
Tabla 9. Información disponible para valorar una empresa	56
Tabla 10. Utilidad de la información de la misma industria	58
Tabla 11. Importancia del valor de la empresa encontrado	60
Tabla 12. Variación del valor de la empresa negociado vs el encontrado	61
Tabla 13. Nivel de confianza del valor de la empresa encontrado	63

Introducción

La valoración de empresas juega un importante papel en las estrategias de expansión aplicada por muchas empresas. Para realizar este tipo de consultorías existen diferentes métodos aceptados a nivel global; sin embargo, han sido desarrollados en economías que cuentan con mercados eficientes, por tanto su aplicabilidad en el mercado salvadoreño requiere de ciertas consideraciones.

En el primer capítulo se aborda la temática de valoración de empresas en El Salvador, lo cual se plasma en los objetivos de la investigación y el planteamiento del problema; indicando que su aplicación en el país puede afrontar algunas limitantes debido al entorno económico y el nivel de desarrollo que presenta el mercado nacional. Estos elementos llevan a la interrogante sobre la cual se centra el estudio: ¿Cuáles son las consideraciones que se aplican en una metodología de valoración de empresas?, como respuesta a las limitantes existentes para encontrar la cuantía razonable de las entidades que operan en El Salvador; dentro del capítulo II se brinda un conjunto de métodos para realizar peritajes generalmente aceptados y se detalla su aplicación para determinar el precio de mercado de una empresa, adicionalmente se hace mención del proceso general de una valuación, los aspectos que inciden al momento de determinar el valor de una empresa y como se da esta práctica.

Para obtener una respuesta a la pregunta de investigación planteada, se elaboró una guía de entrevista para la recolección de datos y unidades de análisis a considerar en el estudio. La investigación se realizó mediante el método cualitativo, este detalle se ha incluido en el capítulo

III, al igual que el instrumento de recolección de datos utilizado para sostener entrevistas con profesionales dedicados al campo de la valoración.

Como parte de la información recopilada se efectuaron entrevistas a profesionales dedicados a la valoración de empresas en el país, consultando sobre la aplicabilidad de los métodos de valoración en el mercado salvadoreño y las principales limitantes a las que se enfrentan. Estos resultados son presentados en el capítulo IV con su respectiva interpretación, adicionalmente se incluyen las recomendaciones que los entrevistados brindan para aquellos que desean adentrarse en este campo profesional.

Posterior a la identificación de las limitantes existentes, en el capítulo V se hace énfasis en las alternativas utilizadas por los expertos dedicados a esta área, con el fin de obtener un valor razonable de la empresa en estudio, mediante la aplicación de un modelo generalmente aceptado y una variante que ajuste el nivel de riesgo de mercado. Estos son algunos de los elementos que han sido incluidos como parte de las conclusiones y recomendaciones de la presente investigación para brindar una solución que en la práctica es aplicada por los profesionales que se desenvuelven en el campo de la valoración de empresas en El Salvador.

CAPÍTULO 1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1 Antecedentes del problema

En el mundo empresarial, tanto en El Salvador como el resto de economías, existe un constante reto para todas las compañías, este es el acelerado cambio producido por la globalización. Para hacer frente a dichos retos, las empresas deben adoptar estrategias cada vez más innovadoras; dichas alternativas han evolucionado a las fusiones y adquisiciones como una alternativa para reducir la competencia y a su vez incrementar la participación de mercado.

Las fusiones y adquisiciones han venido a formar parte de los planes estratégicos para las grandes compañías, por tal razón, surge la necesidad de las metodologías de valoración de empresas. Este campo se ha vuelto un área muy especializada y se han ido perfeccionando los diferentes métodos de valoración. Uno de los más aceptados es la valoración a través del descuento de flujos de efectivo; el cuál considera la determinación de una tasa de corte para poder determinar el valor presente de las proyecciones de la empresa valuada.

En los diferentes mercados está inmerso cierto nivel de riesgo, el cual es llamado “riesgo sistémico”, este se puede interpretar como un movimiento general del mercado el cual puede hacer que las acciones de una empresa puedan perder o ganar valor según el comportamiento de la industria en donde se desarrolla la empresa, está intrínseco en la tasa de descuento, a medida que el riesgo es mayor la tasa de descuento también incrementa y viceversa. Para determinar el valor de una empresa en El Salvador, debido a la marcada diferencia de las economía en

comparación a mercados internacionales, se han adoptado los métodos de valoración más utilizados, más una adaptación que refleje la realidad económica que tienen la empresa localmente.

Retomando la comparación efectuada entre mercados, en las últimas dos décadas El Salvador ha experimentado un gran cambio en el sector empresarial, ya que las principales empresas que han sobresalido han sido adquiridas por compañías internacionales que operan en la misma industria, un claro ejemplo son los bancos, aerolíneas y empresas de telecomunicaciones. Eventos como estas adquisiciones generaron la necesidad de determinar el valor financiero de empresas que operan en El Salvador, donde surge la aplicación de un modelo de valoración diseñado para grandes economías y su adaptación a un mercado de menor escala.

La adaptación de modelos de valoración de empresas requiere de suficiente data que permita establecer parámetros adecuados, tanto para el desempeño de la empresa en su industria, como las demás variables de su entorno. En ese sentido, mientras más desarrolladas son las economías y los mercados sean más eficientes, se requiere de menos alteración de los modelos de valoración ya establecidos. En el caso de El Salvador aún no se cuenta con toda la información necesaria para poder analizar todas las variables que plantea el método de flujos descontados, por ejemplo, no se cuenta con el nivel de riesgo de determinada empresa en una industria específica, por tal motivo los profesionales dedicados a esta área en el país han tenido que buscar opciones para solucionar la ausencia de información, sin perder la fiabilidad de la metodología aplicada para determinar el valor financiero de una compañía.

1.2 Planteamiento del problema

El problema en estudio radica en las limitantes existentes sobre la forma para obtener el valor de una empresa en el mercado salvadoreño y determinar un valor objetivo para poder adquirir o vender una compañía de forma razonable, fundamentada bajo criterios y análisis financieros.

El propósito es proporcionar criterios y brindar un camino sobre el cual un profesional en finanzas pueda guiarse para poder determinar un precio a una empresa, superando las limitantes como la falta de información.

1.3 Pregunta de investigación:

¿Cuáles son las consideraciones que se aplican en una metodología de valoración de empresas, como respuesta a las limitantes existentes para valorar de manera razonable a las entidades que operan en El Salvador?

1.4 Objetivos de la investigación:

Los objetivos que se espera lograr con el desarrollo de esta investigación son los que se detallan a continuación:

Objetivo General:

Realizar un estudio sobre las consideraciones o excepciones que aplican los expertos en la metodología de valoración de empresas, como respuesta a las limitantes existentes para valorar de manera razonable a las entidades que operan en El Salvador.

Objetivos específicos:

- a) Aplicar dentro en este estudio el método de investigación cualitativo.
- b) Utilizar información bibliográfica de procesos de valoraciones de empresa como base para tomar experiencias como parámetros y marcar el rumbo de la investigación.
- c) Identificar la problemática asociada a un proceso de valoración de empresa.
- d) Realizar una investigación de campo para identificar los criterios a utilizar en una valoración de empresas en El Salvador.
- e) Identificar que métodos son utilizados por los valuadores de empresas en las entidades salvadoreñas y si estos son adecuados de acuerdo a la realidad económica de El Salvador.

1.5 Importancia o justificación de una valoración de empresas

La importancia de investigar un proceso de valoración de empresa radica en las estrategias de adquisiciones y fusiones de entidades que existen en el mundo, siendo las compañías en El Salvador el enfoque principal del presente trabajo, ya que no están exentas a dichos acontecimiento, la importancia se hace más fuerte sobre la base de falta de información (Domínguez, Girón, 2013).

Una investigación sobre los aspectos generales de una valoración de empresas permite identificar pautas que se deben tomar en cuenta al valorar una entidad en El Salvador, esto tiene un valor agregado para los empresarios del país; como estrategia de posibles fusiones o adquisiciones, este documento representa una guía con elementos básicos para estar al tanto de los puntos que se deben abordar al momento de una valoración, aun cuando se contrata a un tercero para dicha tarea.

Por lo anterior, la investigación hace énfasis en los aportes obtenidos mediante entrevista de especialistas en la valoración de empresas, para los casos realizados en El Salvador, tomando en cuenta las variantes que se deben considerar cuando un método de valoración debe ser aplicado en un entorno económico muy diferente al de un mercado eficiente.

1.6 Beneficios esperados

El trabajo de investigación puede ser de utilidad como material de apoyo para estudiar casos de cómo valorar empresas “familiares”, o qué criterios se utilizan en el proceso para las mismas. Adicionalmente este documento puede ser una fuente de consulta para quienes presenten interés en la valoración de empresas ya sea en su campo de estudios o ámbito laboral; ya que podría utilizar este trabajo de investigación como herramienta base para exponer diversos puntos de vistas en la aplicación de los diferentes métodos.

A continuación se resumen algunos de los principales beneficios obtenidos al completar la investigación:

- a) Se elaborará un análisis de la práctica de valoración de empresa en su contexto natural intentando sacar o interpretar los fenómenos que limitan el peritaje con los significados

que tienen para las personas implicadas en el valuó de empresas en El Salvador. Para lograr este resultado se realizarán entrevistas dirigidas a especialistas en el área.

- b) Se dispone de un documento de consulta que detalle las limitantes que a las que se enfrenta un profesional al momento de valorar una empresa en El Salvador.
- c) Se elaboró la unificación de criterios o una homologación de las principales alternativas que se pueden tomar para poder superar las limitantes que se general al momento de realizar una valoración de empresas en El Salvador.

1.7 Limitaciones

Al evaluar las características del tema de investigación, se observa que en El salvador no existe una base de datos que indique la cantidad de empresas adquiridas o un número de profesionales certificados en procesos de valoración de empresas.

Como parte de la investigación, es importante definir las unidades de análisis en las cuáles se centra la investigación; sin embargo, debido a la poca información que existe en el campo de valoración, la determinación del universo y muestra se tornan una limitante para llevar a cabo la recolección de datos.

CAPÍTULO II. REVISIÓN DE LA LITERATURA

2.1 Proceso de valoración de empresa

El proceso de valoración de empresa se puede considerar un arte, obliga a realizar la cuidadosa ponderación de factores cuantitativos y cualitativos más que la aplicación inevitable de una fórmula matemática, es un proceso por medio del cual se combinan técnicas financieras y apreciaciones profesionales basados en el conocimiento de las áreas asociadas a la economía, brinda elementos muy importantes en toma de decisiones de los propietarios de entidades en los diferentes sectores o industrias; la realización de un proceso de valoración de empresa requiere de justificaciones, métodos utilizados y la ética profesional de los administradores. Por medio de una valoración de empresa se conoce el precio de venta o de comprar; se encuentran los límites en dinero sobre los cuales se puede ofertar o demandar (adquirir) una empresa. La valoración se considera una herramienta importante al momento de fusiones, adquisiciones, herencias, circunstancias legales u otras razones por medio de las cuales permita determinar un valor razonable (de mercado) de una entidad.

Según García (2009) La creación de valor de una empresa se da por medio del direccionamiento estratégico, la gestión financiera y a través de la gestión del talento del recurso humano, son procesos que deben abordarse para lograr que una empresa sea bien cotizada (P.9). Por lo que en las finanzas se consideran aspectos cuantitativos y subjetivos al momento de valorar un negocio, ya que la determinación de un número (precio) puede valer de poco si no se examina el entorno de la entidad evaluada y el desempeño de la administración, algunos estudios revelan que una empresa es bien valorada dependiendo del desarrollo de la ética a través de una

administración transparente, por lo tanto, un punto muy importante a tomar en cuenta en una valoración de empresa no recae solo en datos cuantitativos sino también en datos cualitativos; de esta forma, los profesionales dedicados a la valoración, toman como insumo elementos que brindan un parámetro del riesgo y rendimiento de una compañía.

Al determinar el valor de una empresa, este puede cambiar según el país en donde se desarrolla y el tipo de empresa que se analice, ya que existen varios factores, tales como los aspectos legales que pueden limitar o permitir el acceso a información para una adecuada valoración, así como también, existen empresas que cotizan en bolsa de valores y no listadas, las cuáles se podrían denominar “empresas familiares”. En cuanto a la diferencia de la información disponible en cada mercado o sector, se debe hacer una adaptación de los modelos de valuación (utilizados más comúnmente) en el ámbito internacional.

Con la realización de un proceso de valoración solo se llega a encontrar un dato cuantitativo, el cual es útil para decidir vender o comprar una empresa, pero el verdadero éxito de una valoración de una empresa, no lo da el método utilizado ni el experto que realiza el proceso, sino más bien, lo proporciona la capacidad de los activos para generar flujos o el destino en donde se realizan las inversiones.

Para poder decir cuánto vale una empresa, en la práctica es necesario la utilización de algún método de valoración y en algunos casos excepcionales solo se puede contar con la experiencia de algunos expertos empresarios que se han desarrollado en el área, pero esos pueden ser casos muy particulares, ya que en las economías actuales, no ganan los más grandes, sino los más

rápidos, hoy en día, ya no se puede decir que las empresas más rentables son las más grandes, con grades instalaciones, con más tierra o con más imagen, más bien, son aquellas empresas que son capaces de lograr más flujos de efectivos por sus operaciones.

Para Núñez, (2015) con especialidad en las finanzas, con casi 30 años. Establece que una de las preguntas que se hacen con más frecuencia es: ¿en cuánto podría valorar una determinada empresa? Para lo cual menciona “Esta no es una pregunta que se pueda responder tomando un café un viernes por la tarde, ni siquiera teniendo los estados financieros más reciente del negocio sobre la mesa. Casi siempre los estados financieros no son confiables, por muchas razones” dentro de las cuales se pueden mencionar que dichos estados financieros están elaborados bajo criterios de los profesionales y su reconocimiento puede ser potencialmente una fuente de errores., hay excepciones al respecto, ya que por ejemplo algunos empresarios administran por muchos años un solo tipo de negocios, logran desarrollar una capacidad impresionante para medir “el valor” de una empresa. Utilizando dos o tres criterios, ellos pueden establecer el precio de una empresa que desea comprar del mismo giro de sus negocios de años, de manera rápida y simple. (Según Núñez), ha sido testigo de esto varias veces de este tipo de negociaciones, con financieros en medio y sin una calculara, un empresario pide algunos datos, tales como: metros cuadrados, ubicación, volumen de ventas en unidades, etcétera, Después de hacer un par de cálculos mentalmente, decide y dice al otro, te compro en \$1.5 millones de dólares. Eso en unos cuantos minutos de análisis; Y los financieros y peritos que estaban allí sin poder cobrar sus honorarios.

Pero no siempre es posible hacerlo de esa forma; porque en muchas de estas compras o ventas de negocios, sean adquisiciones o fusiones, intervienen bancos, fondos de inversión, inversionistas profesionales. Si fueran dos empresarios que conocen del negocio y se sientan a “regatear” quizás sí; pero en el mundo de hoy no siempre es posible”

Al hacer un valúo de empresa, ya sea en una economía internacional o en El Salvador, por la información con que se podría contar en su momento, (por una parte, puede haber mucha información y en otros casos no la haya), esto genera diferencias para unos y otros expertos al momento determinar un monto y pactar una transacción entre el comprador y el vendedor, en tal sentido podemos resaltar las palabras de Fernández (2008)

“En general, una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y el vendedor, el valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el comprador y el vendedor acuerdan realizar la operación de compraventa de una empresa”. (p. 90).

2.2 Métodos de valoración de empresas

Para desarrollar un proceso de valoración, existen muchos métodos, unos son simples y otros más complicados, pero no se debe pensar que los más complicados son los más efectivos, ya que se ha visto valorar empresas en base a sus activos cuando se tiene utilidades muy altas. Al utilizar este supuesto para la compra, la inversión se podría recuperar en un par de años. En caso este supuesto se utilice para la venta, en estas circunstancias se considera que es equivalente al precio de mercado, pero en realidad pierde dinero porque una empresa bajo este escenario vale más que las propiedades que se pueden tener; también se han realizado ventas de empresas por unas 5 a 7 veces las ganancias de un año (llamado método de los múltiplos), parece un poco razonable la utilización de esta alternativa de valoración; este método asume que, el vendedor se

adquiere las utilidades de 7 años adelantados y que la persona que compra inicia a ganar su parte en el octavo año, algo que para algunos expertos no tiene lógica, ya que valorar un negocio es más complejo y por lo tanto este método no es muy confiable.

Muchos profesionales en valoraciones de compañías consideran que existen diversos métodos a utilizar para encontrar el valor de una empresa, de los cuales se pueden citar:

2.2.1 Método basado en el Balance

Según la Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección (ACCID, 2009) este método es uno de los más antiguos, el cual busca determinar el valor de una empresa utilizando una estimación de las cuentas patrimoniales de la misma, este método considera el valor de la empresa como un monto derivado de la sumatoria de los valores económicos de todos los activos. Su desventaja radica en que muestra un valor estático, no toma en cuenta el efecto del valor del dinero en el tiempo, el comportamiento de la industria, la parte organizacional de la empresa, aspectos que no se podrían ver en el estado financiero (Estado de situación Financiera)

2.2.2 Método basado en cuentas de resultados

A través de esta herramienta de trabajo, como el nombre lo indica, utilizando únicamente las cuentas del estado de resultado de la empresa, se busca el valor de una empresa, para ser vendida o comprada tratando de descubrir los beneficios, ingresos, gastos, y otros índices (dividendo por acción, múltiplos de venta, el PER) que permitan tener un panorama más claro de la eficiencia operacional que la empresa tiene. (Fernández, 2008)

Es en este método (Cuentas de resultados) donde se llega a utilizar la herramienta de los múltiplos, el cual es un coeficiente utilizado por expertos para poder medir por ejemplo entre otras empresas: medir la capacidad en toneladas de producir cemento (en una cementera), determinar el valor de estacionamientos de automóviles (número de plazas) por un múltiplo, valorar las aseguradoras multiplicando el volumen de primas anuales por un coeficiente(múltiplo); este tipo de mediciones se consideran para los expertos muy superficial y muy limitada su capacidad de visualización, pero que ofrece estimaciones de precios reales en el mercado, las cuales no pueden ser ignoradas (Fernández, 2008).

2.2.3 Métodos Mixtos (GoodWill)

Esta forma de determinar un valor de una entidad, por lo general es superior al valor contable y valor contable ajustado de las empresas, ya que considera el valor de los recursos inmateriales que posee la empresa y que generalmente no está plasmado en los estados financieros. En términos generales, se trata de determinar el valor de una empresa a través de la estimación de del valor sumado al patrimonios el valor de la plus valía resultante del valor de los beneficios futuros de la empresa, es decir, ya valorizados los activos de la empresa, se le suman una cantidad relacionada con los beneficios futuros.

Al tratar de determinar el valor de una empresa con este método, el problema que conlleva es que no existe una unanimidad metodológica para su cálculo, por lo que puede ser cuestionado ya que es basado en criterios (ACCID, 2009).

2.2.4 Método basado en el descuento de flujos

Este método busca encontrar el valor de una empresa a través de una estimación de flujos de efectivos llamados en otros textos como “Cash Flows” o también “Free Cash Flows” los cuales son descontados a una tasa apropiada según el riesgo que se estime de dichos flujos, este método se basa en un pronóstico cuidadoso y detallado en donde se incluyen cada partida (erogación o ingreso) financiera como por ejemplo, gasto de materiales, prestamos, compra de activos, gastos administrativos, cobros, las ventas generadas, etc, en este método se determina una tasa de descuento para descontar los flujos determinados en cara periodo (años), el cálculo de esta tasa de descuento es un punto crítico del método, ya que, hay que tomar en cuenta el posible riesgo de los flujos y la evolución y la evolución histórica de la empresa; en la vida real, el descuento mínimo lo marcan los interesados (comprador/vendedor), los cuales no están dispuesto a comprar y vender por debajo de una determinada rentabilidad, lógicamente, esta rentabilidad ya ha sido calculada (Fernández, 2008).

Los expertos utilizan el método del balance, cuentas de resultado y el mixto, únicamente de contraste para tener un parámetro de comparación con el método de flujo de caja para determinar un rango de valores y así poder expresar un valor más real apegado a las realidades de las empresas evaluadas, ya que de los métodos mencionados anteriormente, se considera el más apropiado el descuento de flujos, pues este considera a una entidad un ente generador de flujos de efectivo. (Reguero, 2013).

Para Bruner (1998), citado por (García y Rojo) constatan la utilización mayoritaria del método de descuento de tesorería y el coste de capital en la valoración, como su forma

predominante de estimación, utilizando el CAPM (Capital Asset Pricing Model), el cual se traduce como el modelo de valoración de activos financieros; es una de las herramientas más utilizadas en el área financiera para determinar la tasa de retorno requerida para un activo.

Si el método elegido para la valoración fuese el de “flujos descontados”, al momento de determinar la tasa de descuento, esta debe considerar el nivel de riesgo del mercado (sector donde la empresa está funcionando) en el caso de mercados internacionales, los cuales son mercados desarrollados, se toma como referencia el riesgo de la industria de la bolsa de valores correspondiente.

Como se ha mencionado anteriormente, Los profesionales dedicados a la valoración de empresas, ya sea en mercados internacionales o en El Salvador, cuentan con varias métodos para la valoración para empresas, el más utilizados se destaca el método de descuento de flujos, debido a que considera no solamente el valor contable de los activos, sino también los flujos futuros que pueden generar sus activos. Como un elemento complementario, también se considera la elaboración de un análisis financiero de la compañía, el cual está compuesto por indicadores que brindan un panorama general de la salud financiera de la empresa.

2.3 Aspectos que infieren en el precio de una empresa

La situación externa en la compañía (amenazas y oportunidades) y la situación interna de la misma (puntos fuertes y débiles), son elementos fundamentales en una valoración, estos deben ser considerados en el indicador de riesgo de la industria en donde la empresa se desarrolla. No solo es importante la parte cuantitativa, sino también la parte cualitativa, la cual viene a fortalecer aún más la valoración, se debe tomar en cuenta el plan de negocio de la empresa, a un

plazo de cuatro a cinco años, que proporcione una perspectiva del potencial de la compañía (proyección de flujos de caja).

Un análisis de la empresa en cuanto a su entorno competitivo donde se desarrolla, el mercado potencial, su participación en dicho mercado, la evolución histórica de sus estados contables (balance, estrado de resultado y flujos de efectivo), el análisis sobre todos los rubros de los estados financieros, así como también de todos aquellos indicadores que proporcionan un panorama esencial de la situación de la empresa es clave para determinar el valor de mercado de la misma; ya que, tal como indica Modigliani y Miller (citado por Bebczuk, 2000) el valor de una empresa depende de la capacidad de sus activos para generar flujos, y no necesariamente será el valor de la empresa el reflejo o la suma de la cantidad de propiedades que se tengan.

Empresas con alto valor económico en el mercado- una excelente estructura de capital, adecuada administración del capital de trabajo, niveles aceptables de inversión en activos fijos que influyan directamente en la generación de las ventas hacen que una empresa incremente su valor para los inversionistas y por lo tanto sea mejor cotizada a beneficio de los propietarios de las empresas evaluadas.

Adicional a los montos que puedan resultar de la valoración (precio de venta o de compra), también es importante tomar en cuenta la calidad de la administración que la empresa tenga, ya que esto puede resultar como un distintivo que aumente el interés de los compradores y por ende su valor de mercado. Las compañías que cuentan con buenas prácticas de admiración tienden a ser más eficientes y a su vez más rentables. Sobre el efecto de las buenas prácticas de administrar una empresa se puede consultar el boletín de Deloitte “Gobierno Corporativo como enlace en la

generación de valor” (2015). En base a las ideas expuestas, la valoración de la empresa engloba todos aquellos aspectos internos y externos que afecten su generación de flujos al igual que su buen desempeño operacional de un negocio en marcha.

El tema de una buena administración de un negocio (Gobierno Corporativo) es un factor importante para darle valor a una empresa, ya que por medio de la ética que se desarrolla en una administración se puede lograr formar una imagen atractiva para cualquier comprador, en una valoración este factor es importante, debido a que una empresa puede tener flujos de efectivo muy buenos pero si no se tiene una dirección transparente, pero poco valor puede tener un empresa, un ejemplo claro de esto es el famoso caso de Enron en donde existía una pésima administración y a causa de ello, la empresa quebró en corto tiempo. Por otra parte, las buenas prácticas de gobierno corporativo, brindan como resultado mayor eficiencia en la organización, ya que se cuenta con una clara definición de responsabilidades, y las diferentes actividades realizadas persiguen la consecución de los objetivos de la compañía.

Caroline Bucher (2013) considera que:

La adecuada administración de una empresa no solo mantendrá a la negocio fuera de problemas. Una compañía bien gobernada suele atraer grandes primas de inversiones, acceso al financiamiento a un costo inferior y supera a sus competidores en el mercado; Un compromiso con una buena estructura de Gobierno Corporativo – derechos de accionistas bien establecidos, un sólido control interno, un alto nivel de transparencia y divulgación hace a una empresa más atractiva tanto para los inversionistas como a prestamistas, y por lo tanto, más rentable (p. 18).

Los inversionistas dicen que valoran mucho la gobernabilidad empresarial, y demuestran sus palabras con acciones. Tanto en la OCDE como en los países de mercados emergentes, empresas bien gobernadas atraen valoraciones altas (...) empresas bien gobernadas en Corea venden sus acciones con una prima de 160 por ciento comparadas con las empresas mal gobernadas (...) empresas basadas en los EEUU con buena gobernabilidad tienen el incremento de ventas más rápidas y más rentables que sus compañeros en el sector Caroline Bucher (2013)

Para algunas personas profesionales o no, comprar una empresa en marcha se puede percibir como algo interesante para iniciar en el mundo de los negocios. Una persona interesada en adquirir una empresa en marcha puede tener diversas inquietudes como por ejemplo:

Una persona puede decir tengo una idea de negocio; estoy considerando en vez de iniciar el negocio desde cero, en comprar una empresa que ya está en actividad y la están vendiendo, pero necesito saber ¿qué documentos se debería pedir para ver si la empresa está generando ingresos o produciendo pérdidas?, ¿cómo se puede establecer de alguna forma contable el valor verdadero de esta empresa?, ¿qué factores se deben considerar para medir el éxito que puede tener esta empresa que está en venta?

“Son muchos los atractivos de comprar una empresa en marcha; pero también tiene muchos riesgos implícitos. La primera pregunta que surge es: ¿Por qué se está vendiendo? Las respuestas del vendedor, no siempre son ciertas”.

Por lo anterior, los adquirentes o interesado en una empresas en marcha que ven estas posibilidades, deben tomar en cuenta, consideraciones tales como “¿Qué me garantiza que si el dueño anterior no tuvo éxito yo sí lo tendré?”, para ello, se deben considerar entre otros, los siguientes aspectos:

- a) Tendencias de ganancias y pérdidas que ha experimentado la empresa
- b) Historial de los productos principales de la empresa
- c) Entender la situación del ¿Por qué? Se vende la empresa, lo cual no siempre son las que el propietario vendedor manifiesta
- d) Observar la posición de la empresa a adquirir respecto a la competencia, exclusividad, y vigencia de las necesidades que satisfacen los productos principales de la empresa a adquirir.
- e) Avaluar la opinión de los clientes y de la comunidad con respecto a la empresa.
- f) Determinar si comprar la figura legal o solo el negocio en marca
- g) Verificar y conocer la tendencia de los flujos de efectivo en un horizonte de entre 3 a 5 años.
- h) Establecer el valor en libro vs los valores reales de los activos y pasivos en su totalidad para saber el valor del patrimonio de la empresa que comúnmente no coincide con el valor real de la misma.
- i) Realizar estimaciones de flujos de caja de efectivos en tres escenarios al menos en 5 años.
- j) Establecer si los dueños actuales de la empresa a adquirir, aun tendrán alguna participación de la misma, posteriormente a ser comprada.
- k) Verificar con abogados la situación legal de la empresa.

Los criterios o aspectos anteriormente mencionados solo son algunos de los que se deben tomar en cuenta, pero que en realidad existen muchos más, por ejemplo, también se podría mencionar, el posicionamiento de las marcas en el mercado, ganancias o pérdidas marginales, así

como también factores más amplios como la tendencia de la inflación, la cual podría afectar a la empresa.

También es importante evaluar en estos casos el tipo de comprador, ya que la rentabilidad que desea un inversionista experto, no podrá ser el mismo que el de un inversionista emprendedor, es decir, dependiendo el perfil del interesado (emprendedor o experimentado), se podría tener un margen de negociación, el cual permitiría ajustar el precio de venta a conveniencia tanto para el vendedor como para el comprador.

En una negociación de compra/venta de empresa, pone de manifiesto el interés sobre la competitividad empresarial que pueda tener la compañía por el tipo de rendimiento que esta pueda proporcionar, por ello se hace necesario realizar valuaciones a las empresas para determinar si se está generando un rendimiento acorde a la industria. Con la valoración se determina si en cada año transcurrido se va generando o se va destruyendo valor.

Al momento de una adquisición, venta, traspaso, fusión, intercambio de participaciones, y entrada de nuevos socios, es donde se necesita una valoración, este proceso está ocurriendo con mayor frecuencia en el ámbito empresarial y para ellos hay que estar preparados. Existen aspectos importantes que no necesariamente están plasmados en los estados financieros, estos corresponden a elementos subjetivos o contingencias, independientemente si se trata de un mercado internacional o en El Salvador, entre ellos se pueden mencionar los **conflictos legales** (repartición de herencia, expropiación o nacionalización de empresas, Distribución de bienes en patrimonio conyugal, liquidación o quiebra de una empresa), **oportunidades de mercado** (Operaciones de compra/venta de empresas, Emitir acciones o títulos de deuda, definir

estructura de portafolio, creación de grupos empresariales, incursiones en nuevos mercados) y **cambios estructurales internos** (proceso de planificación estratégica, identificar productos, áreas o unidades destructoras o creadoras de valor, decisiones de crecimiento, políticas de dividendos) son las razones por las cuales una empresa se tiene que valorar.

2.4 Valoración de empresas en El Salvador

En El Salvador hay muchas empresas “familiares” (medianas y pequeñas) y estas pueden ser transadas de manera recurrente. Con la aplicación de un proceso de valoración basado en un trabajo de investigación, los dueños y/o accionistas podrían tener confianza en negociar sus empresas bajo un criterio fundamentado técnicamente, el cual les brindaría un parámetro para determinar un valor razonable de la transacción.

La valoración de empresas en El Salvador, aún se encuentra en una etapa de crecimiento; ya que no es un área que se haya desarrollado ampliamente. Por tal motivo existen muchos aspectos que se deben mejorar para que esta práctica profesional pueda ser comparada con los mercados internacionales, como indica Solano y Girón (2013): “Para realizar una valoración en El Salvador, uno de los principales obstáculos es que no hay información disponible de compañías comparables o que cotizan en bolsa, para que la valoración sea más apegada a la realidad del país y comparable con las demás empresas.” (P.32)

Tomando en cuenta la afirmación anterior, la información que se puede obtener sobre valoración de empresas en El Salvador, aun no satisface las necesidades de los profesionales que se dedican a esta área. Por tanto quienes se dedican a esta actividad deben recurrir a otras alternativas para poder determinar un valor razonable de la empresa a valorar, el cual sea sustentado de manera técnica y que esté apegado a la realidad económica en que opera.

La importancia de contar con información propia radica en que existe una clara diferencia entre las empresas salvadoreñas y las extranjeras, generalmente porque estas últimas cuentan con bastante información para ser analizadas y comparables con indicadores de mercados internacionales; en otros casos aislados, las empresas salvadoreñas pueden ser más competitivas que las extranjeras, tal como el caso de Súper Selectos comparado con Wal-Mart El Salvador, tal como lo indica Brenes y Montoya (s.f.).

Dado que las empresas salvadoreñas pueden tener un comportamiento distinto a otras empresas multinacionales, es necesario identificar cuáles son los aspectos que se deben considerar para determinar que una valoración con un método aplicado internacionalmente, y si este está ofreciendo un resultado razonable y fiable, tanto para el comprador como el vendedor. Según la Asociación Española de Contabilidad y Administración de empresa (AECA, 2005) las pequeñas empresas (las que no cotizan en bolsa de valores) poseen ciertos riesgos relacionados a la problemática de la disponibilidad de información, los cuales deben ser tomados en cuenta al momento de poder determinar la tasa de descuentos y por lo tanto añadir al riesgo de mercado, el riesgo de disponibilidad, el cual lo definen como la complejidad que las pequeñas empresas tienen para poder emitir títulos en un mercado bursátil, es decir, el costo sería muy alto, por lo que se les imposibilita hacer dichas operaciones; el riesgo de la falta de control del empresario al momento de emitir títulos (acciones) ya que aunque se vendan menos del 50% de las acciones, el controlen una pequeña empresa se deteriora rápidamente y el riesgo de diversificación, este recoge las circunstancias de tener centralizado todos los recursos en una misma línea de negocio; generalmente estos riesgos se agrupan con un porcentaje del 15 al 25% (P.37)

CAPÍTULO III. METODOLOGÍA

3.1 Tipo de estudio

En el desarrollo del trabajo de investigación, debido al alto nivel de especialización y la naturaleza del tema en estudio, se utilizó el método cualitativo, debido a que no se puede determinar un universo finito de profesionales dedicados a la valoración de empresas; por tanto se identificó la problemática asociada a los métodos aplicados por los profesionales valuadores, para determinar el valor de empresas en El Salvador, quienes no cuentan con una amplia base de información para poder construir un modelo estándar en base a los métodos utilizados a nivel internacional. Sobre los elementos previos se ha creado una perspectiva para explicar y deducir los criterios que se utilizan en una valoración de empresa para afrontar los limitantes que enfrentan los profesionales valuadores al momento de efectuar una valoración de entidades en El Salvador. Los elementos establecidos serán verificados y comprobados a lo largo del desarrollo del trabajo de investigación y los resultados obtenidos.

Para la realización de la presente investigación se partió de una premisa general, es decir, del planteamiento de un problema, para el cuál se procedió a la recolección de datos y de esta forma se generaron conclusiones generales sobre las limitantes existentes en la valoración de empresas en El Salvador.

Adicionalmente al método de investigación, también es importante establecer que la presente investigación es de tipo cualitativo, ya que debido al nivel de especialización de los profesionales dedicados a esta área, se reduce la población en estudio y no se podría realizar una recolección de datos determinada por un método estadístico. De acuerdo a Fernández y Pértegas (2002) “los

investigadores cualitativos hacen registros narrativos de los fenómenos en estudio mediante la observación participante y entrevistar no estructuradas.” (P. 1)

3.2 Unidades de análisis

Las unidades de análisis evaluadas en el trabajo de investigación son:

- a) Los profesionales dedicados a brindar servicios de consultoría sobre valoración de empresas, en las transacciones de fusión o adquisición (compra o venta) de empresas que operan en El Salvador.
- b) La administración de la compañía que facilitará la información para aplicar el método de valoración de empresas.
- c) Todos aquellos relacionados con áreas de estudio afines a las finanzas para lograr una comprensión más amplia de lo que es un proceso de valoración de empresas

Como principal unidad de análisis se ha definido a los profesionales expertos en el tema de valoración de empresas en El Salvador, ya que son ellos de quienes se obtendrán los principales insumos para determinar las conclusiones generales de la presente investigación.

3.3 Determinación del universo y muestra de estudio

3.4 Universo

La población tomada en cuenta para el trabajo de investigación desarrollado está formada por los profesionales dedicados a brindar servicios de consultoría sobre valoración de empresas en El

Salvador y a todo profesional que ejerza las funciones de administradores financieros en las diferentes empresas del país, dicha población considerará los profesionales individuales y empresas de consultoría o sociedades.

Se ha definido esta población considerando que debe estar directamente ligada a las unidades de análisis, en este caso, los profesionales dedicados a la valoración de empresas en El Salvador.

3.5 Muestra

Al momento de determinar la muestra a evaluar, es indispensable tener claro el tipo de investigación que se desarrolla; ya que la investigación cuantitativa requiere de un gran número de datos a analizar y la muestra se determina mediante un cálculo estadístico que brinde un nivel de confianza esperado. Por el contrario, la investigación cualitativa es un tanto más general, puesto que los datos analizados son elegidos de manera no estadística, sino que es mediante la aplicación de juicio profesional y fundamentado en aspectos más subjetivos.

Debido a que la naturaleza de la investigación desarrollada es cualitativa y adicionalmente la especialización del tema sobre los criterios a utilizar en una valoración, en El Salvador, no existe una base de datos precisa que permita determinar la cantidad de profesionales dedicados a la valúo de empresas; por tanto, se procedió a conformar una breve lista de expertos en el área, con quienes se gestionaron las entrevistas para la recolección de datos. En este sentido, se realizó el estudio con el total de la población identificada y no se determinó una muestra.

3.6 Instrumentos y técnicas a utilizar en la investigación

Debido a que la investigación es de tipo cualitativa, la técnica de la investigación para la recolección de datos a utilizar será la entrevista, para lo cual se diseñó un cuestionario o guía, con preguntas abiertas y cerradas, dirigidos a los profesionales individuales y empresas que se dedican a la valoración de empresas u otras áreas a fines a las finanzas que operan en El Salvador. A través de esta herramienta se obtuvieron los datos necesarios para demostrar el objetivo de la investigación planteada, el cual se enfoca a encontrar pautas, criterios y/o excepciones que ayuden a profesionales valuadores u otras personas desarrolladas en áreas similares a encontrar salida a dificultades o limitantes al momento de efectuar una valoración de empresas en El Salvador.

Considerando que el tipo de investigación desarrollada es cualitativa, no se tomaron en cuenta instrumentos para recolección de datos que estén basados en métodos estadísticos, ya que de acuerdo a Fernández y Pértegas (2002), las investigaciones cualitativas usan instrumentos como la observación participativa y la entrevista no estructurada, puesto que se describen los aspectos situacionales del tema a investigar y no la correlación de una gran cantidad de datos.

3.7 Procesamiento de la información

El procesamiento de los datos obtenidos mediante el trabajo de investigación, se efectuó por medio de Excel, mediante tabulación de los datos, con el objetivo de presentar y resumir la información de manera comprensible; adicionalmente se utilizó Microsoft Word para elaborar las conclusiones obtenidas de las entrevistas realizadas.

CAPÍTULO IV. RESULTADOS

4.1 Análisis de datos cualitativos

Con el objetivo de obtener la respuesta a la pregunta de investigación planteada, se hizo uso del instrumento diseñado para llevar a cabo las entrevistas con especialistas en valoración de empresas. Estos profesionales conforman las unidades de análisis de la presente investigación y se han planteado interrogantes enfocadas a determinar cómo se realiza una valoración de empresas en El Salvador, considerando que el mercado salvadoreño no presenta las mismas características que aquellos mercados donde se han diseñado los métodos de valoración.

Al obtener los resultados de cada entrevistado, se procedió a incluir un análisis de las respuestas recopiladas para determinar si existe la misma tendencia dentro del grupo de profesionales incluidos en el estudio. A continuación se detalla el instrumento de recopilación de datos con los resultados correspondientes y su respectivo análisis:

- 1) Considera que la demanda del mercado profesional de valoración de empresas se mantiene:

Introducción: con el objetivo de indagar sobre la situación actual el mercado de servicios de valoración de empresas, se consultó a los expertos sobre sus expectativas sobre estos servicios; lo cual permitió establecer un parámetro de su comportamiento.

Tabla 1. *Tendencia del servicio de valoración de empresa*

Fuente	Respuesta	Comentario
Entrevistado 1	Estable	No se explota mucho este servicio, ya que las personas que estudian finanzas se quedan solo con hacer análisis financieros, pero este servicio va en crecimiento
Entrevistado 2	En crecimiento	
Entrevistado 3	Estable	
Entrevistado 4	En crecimiento	
Entrevistado 5	Estable	

Para esta pregunta no es necesario el comentario; se coloca para mayor comprensión a la respuesta del entrevistado que lo proporcionara.

Análisis: en relación a la tendencia de la demanda de servicios de valoración de empresas, los expertos entrevistados se muestran con expectativas positivas, ya que las respuestas indican que la demanda se mantiene estable o en crecimiento. Por tanto, no se considera que haya un decrecimiento en este campo profesional, según las opiniones obtenidas.

En este sentido, uno de los expertos indicó que a la fecha no se está obteniendo todo el provecho que este sector puede brindar, ya que muchos financieros aún no se dedican a la valoración de empresas, sino más bien a la realización de análisis financieros, lo cual solo es una etapa de la valoración.

De acuerdo a los resultados que se observan en la opinión de los entrevistados, los servicios de valoración de empresas son un campo que aún puede ser aprovechado en gran manera, tanto por los profesionales actuales, como los futuros consultores que se interesan por este tipo de servicios.

Como pocos sectores, los servicios de valoración de empresas no han sido saturados con una alta oferta de profesionales; esto se debe principalmente a la complejidad que conlleva realizar un estudio de este tipo. Adicionalmente, un porcentaje significativo de clientes o empresarios

aún no generan una alta demanda de este tipo de servicios, ya que en el país no se ha generalizado una cultura que exija estudios exhaustivos y técnicamente fundamentados para la toma de decisiones al momento de expandir los negocios a través de fusiones o adquisiciones de empresas. Entre las causas que podrían relacionarse a la baja demanda de estudios técnicos para valoración se encuentran las empresas familiares, ya que estos negocios probablemente no opten por invertir en la empresa de un tercero, sino en un negocio familiar, a pesar que este pueda tener una tasa de rendimiento menor. Por tanto, aun cuando un valuador podría indicar cual empresa es más conveniente las decisiones del inversor podrían estar condicionadas por vínculos ajenos a los negocios.

Un aspecto que puede generar un alza en la demanda de los servicios de valoración en el país es la globalización. Tomando el ejemplo de las instituciones financieras en El Salvador, estas empresas mostraron un gran crecimiento y los bancos internacionales se interesaron en adquirirlos para abrir operaciones localmente. En estos casos es cuando se puede obtener un gran provecho por parte de los empresarios al contratar los servicios de un valuador, ya que este le puede indicar cuál sería un valor razonable y además listar las sinergias que pueden generarse para el comprador en caso se llegara a adquirir la empresa. Estos elementos brindan un mejor parámetro para que el propietario pueda negociar el mejor precio con los interesados en su empresa.

2) ¿Qué métodos aplica en la valoración de empresas? Favor indicar si aplica alguna variante a dichos métodos.

Introducción: como parte de la investigación realizada, se considera importante identificar cuáles son los métodos más aplicados por los expertos, detallando una lista predeterminada y aclarando si existe alguna variante al aplicarlo en El Salvador.

Tabla 2. *Métodos que se puedan aplicar a empresas salvadoreñas*

Fuente	Respuesta
Entrevistado 1	Si la empresa es pequeña o mediana se aplica el método del Valor Contable Ajustado
Entrevistado 2	Si la empresa es grande, se aplica el método de flujos descontados y el EVA. Si en banco, se aplica el método de flujos descontados pero se utilizan como flujo sus utilidades.
Entrevistado 3	Si una empresa diferente a bancos, se aplica el método de descuento de flujos.
Entrevistado 4	Descuento de flujos y Múltiplos EVA
Entrevistado 5	Si la empresa es pública se aplica el método de Descuento de flujos. Si la empresa es privada, se aplica el método de Descuento de Flujos, aplicando la teoría de Modigliani y Miller. De manera complementaria se aplica el método de Múltiplos en ambos casos.

Análisis: en relación a los métodos aplicados para valorar empresas, los entrevistados hacen una separación por tamaño de la empresa, indicando si esta es pequeña o grande y también se hace una distinción del método, dependiendo del sector al que pertenecen.

Para las pequeñas empresas, el entrevistado 1 indica que en base a su experiencia aplica el método de Valor Contable Ajustado; esto se debe a que la pequeña empresa no cuenta con una amplia base de datos con registros operacionales y financieros, sino más bien cuenta con la contabilidad básica que se exige por los diferentes entes reguladores en el país. Si se trata de una gran empresa, aplica el método de Flujos Descontados. Este método es considerado más

adecuado para una gran empresa, debido a que cuenta con mayor información disponible que permite realizar estimaciones o proyecciones adecuadamente fundamentadas, mediante las tendencias que presenta la empresa en sus operaciones.

En cuanto al giro de la empresa, para aquellas que pertenecen al sector financiero (bancos) el entrevistado 2 indicó que aplica el método basado en el Descuento de Dividendos, donde se aplica la tasa de rendimiento del accionista (k_e) y una tasa de crecimiento de los dividendos (g). Tal como lo planteó Gordon y Saphiro (1956), citado por Milla (2011), dicho método se representa con la siguiente fórmula (p. 17):

$$E_0 = \frac{d_0 (1 + g)}{k_e - g}$$

Donde E es el valor esperado de los dividendos, (g) es la tasa de crecimiento y (k_e) es la tasa de rendimiento del accionista.

Sobre esta opinión es importante enfatizar que hay una cantidad de elementos adicionales que se deberían considerar al momento de valorar, los cuales no son tomados en cuenta al aplicar la metodología empleada por el entrevistado 2. Entre estos elementos, que forman parte del método de Flujos Descontados, se pueden mencionar el comportamiento histórico de los ingresos y su tasa de crecimiento, el tamaño del banco en cuanto a su volumen de operaciones, el comportamiento de los costos y gastos, entre otros. Tal como lo indica Milla (2011) el método de Flujos Descontados sustituye los dividendos por los flujos de caja libre, porque brindan una aproximación más acertada del valor creado en cierto periodo de tiempo.

Los entrevistados 3 y 4 no hacen una distinción de las empresas, ya sea por giro o sector al que pertenecen y los métodos que aplican son el descuento de flujos y múltiplos, por tanto consideran que estos pueden ser aplicados a cualquier tipo de empresa a valorar.

Para el entrevistado 5, el método más adecuado es el método de Flujos Descontados, sin embargo existe una diferenciación para empresas públicas o privadas. En el caso de una empresa privada se aplica el método de flujos descontados, agregando una variante basada en la teoría de Modigliani y Miller. Dicha variante consiste en tomar una empresa privada (sin deuda) y adicionar el efecto fiscal, de esta forma se obtiene el valor de la empresa con deuda, lo cual permite crear la estructura de capital para poder estimar una tasa de descuento (WACC). A continuación se muestra una ilustración de este supuesto:

Determinación del valor de una empresa con deuda, partiendo de una empresa sin deuda

$$VL = \frac{EBIT(1-t)}{k_0} + \frac{t \times D \times k_i}{k_i}$$
$$VL = VU + tD$$

Donde:

VL = Valor de la empresa con deuda

EBIT = Beneficios antes de impuestos e intereses

VU = Valor de la empresa sin deuda

t = Tasa de impuestos

D = Deuda

K0 = Rendimiento de empresa sin deuda

Ki = Rendimiento de empresa con deuda (costo de la deuda)

La fórmula anterior muestra cómo se determina el valor de una empresa con deuda, partiendo del valor de una empresa sin deuda, a la cual se le agrega el efecto fiscal, permitiendo así, contar con una estructura de capital, dicho monto no es el valor de la empresa, sino que permite obtener una variable más dentro de la fórmula para la estimación de una tasa que represente el costo de la deuda, también conocida como WACC.

Para efectos de una mejor ilustración, se aplican valores a la fórmula anterior, con el objetivo de determinar el valor de una empresa con deuda, obteniendo los siguientes resultados:

$$\text{EBIT} = 10,000$$

$$\text{Deuda} = 100,000$$

$$t = 25\%$$

$$K_0 = 14\%$$

$$K_i = 11\%$$

El valor de la empresa con deuda sería el siguiente:

$$VL = \frac{10,000}{0.14} + \frac{0.25 \times 100,000 \times 0.11}{0.11}$$

$$VL = 71,428.57 + 25,000$$

$$VL = 96,428.57$$

En base a estos resultados, se observa que el valor inicial de la empresa que no posee deuda es de \$71,428.57, dicho monto se obtiene del cociente del EBIT versus la tasa de descuento del accionista (K_0), la cual es del 14%. Posteriormente se obtiene el valor del escudo fiscal, mediante la multiplicación de la deuda de \$100,000 por la tasa impositiva del 25%, el factor obtenido descuenta a la tasa del costo de la deuda (K_i) del 11%, finalmente sumamos ambos

montos (VL y Escudo fiscal) obteniendo un nuevo valor de la empresa con deuda por \$96,428.57. Es importante destacar que esta cifra (\$96,428.57) no corresponde a valor de la empresa que se determina mediante un método, sino que es un insumo para incluirlo la determinación de la tasa de descuento, aplicando el Promedio Móvil Ponderado de Capital (WACC).

Al comparar el valor de la empresa sin deuda de \$71,428.57, se observa que el valor agregado que genera la deuda en la empresa es equivalente al escudo fiscal generado por un monto de \$25,0000. Ahora que tenemos ambos valores, ya se cuenta con todos los elementos necesarios para poder determinar la estructura de capital de la compañía. De esta forma se determinan las variables para poder estimar el nuevo WACC de la empresa, tales como el porcentaje que corresponde a capital propio y deuda, el costo de la deuda y la tasa de descuento del accionista.

Por otra parte, en el caso de las empresas públicas, el entrevistado 5 indica que se aplica el método de flujos descontados sin ninguna variante.

3) ¿Considera que al realizar una valoración de empresas se puede aplicar un método, tal como lo describe la teoría?

Introducción: el mercado salvadoreño debido a su funcionamiento actual y oportunidades de mejora existentes, aún no es comparable con mercados eficientes, por tal motivo, se consultó a los entrevistados si realizan alguna modificación al modelo teórico al momento de la valoración.

Tabla 3. *Comentarios sobre aplicación de métodos de valoración*

Fuente	Respuesta	Comentario
Entrevistado 1	No	Al valorar una empresa, si esta no es grande, no se puede aplicar un método tal como lo indica la teoría, ya que en el país, no se le da tanta importancia a la normativa contable y de información financiera (NIC y NIIF). Y esto genera una distorsión de la información lo que conlleva a que no sea tan confiable.
Entrevistado 2	No	La tasa de crecimiento de flujos, se puede adaptar a la economía de El Salvador, mezclándola con la tasa de crecimiento de la empresa evaluada; se puede estimar mediante la utilización de un software de riesgos y calcular tres escenarios o intervalo de confianza, siendo estos, un escenario pesimista, moderado y optimista.
Entrevistado 3	Si	
Entrevistado 4	No	Dependerá de la complejidad de las empresas y sus transacciones locales y exteriores
Entrevistado 5	No	Se puede sumar el riesgo país al modelo CAPM o se puede tropicalizar la beta.

Análisis: al consultar si se puede aplicar un método de valoración de empresas tal como lo indica la teoría, la mayoría de los entrevistados indican que no es posible, ya que se deben realizar algunas modificaciones a los métodos de valoración, entre ellos se mencionó la tasa de descuento de flujos, el riesgo sistémico o de mercado (beta) y la tasa de crecimiento de los flujos, la cual se

puede combinar con el crecimiento de la economía de El Salvador y el crecimiento de la empresa a valorar.

Como un último elemento para la aplicación de métodos de valoración de empresas, el entrevistado 4 indica que se debe considerar la complejidad de las empresas y sus transacciones nacionales e internacionales, lo cual conllevaría a una combinación de riesgo sistémico de diferentes países o mercados para poder determinar el modelo más apropiado y las variables que se pueden utilizar para la obtención de un valor razonable de la entidad valorada.

Adicionalmente, los entrevistados indicaron que existen algunas limitantes que no permiten aplicar los métodos de valoración, tal como lo indica la teoría, estas se detallan a continuación:

- a) La normativa contable y de información financiera no es aplicada de manera fiel por el total de las empresas en el país, lo que conlleva a que los estados financieros no sean una fuente irrefutable para estimar el valor de una empresa. Este aspecto hace referencia a la calidad de la información con que se cuenta, por tanto, al momento de efectuar la valoración, si esta limitante está presente, se debe realizar un mayor esfuerzo al momento de completar el due diligence, garantizando así un mayor nivel de confianza en los insumos utilizados, este aspecto se retoma en el análisis de la pregunta 5. Esta etapa además de la información financiera, también debe considerar los efectos que se dan en la información no financiera u operacional, ya que también son un elemento importante al momento de estimar las proyecciones de la compañía.
- b) La falta de información no permite que se obtenga el valor correspondiente a todas las variables que integran algunos métodos de valoración, o sus componentes, un ejemplo es

el método de CAPM, el cual contiene el riesgo sistémico (Beta) y no está disponible para cada sector empresarial que opera en el país. Por tanto se deben tomar métodos alternativos para ir solventando las limitantes identificadas.

Para este ejemplo en particular, algunos expertos plantean una alternativa que considera viable para estimar una tasa de descuento del accionista (CAPM) de manera razonable, tal como se muestra en el análisis de resultados de la pregunta 7, donde se plantea una alternativa para la determinación de una beta, la cual permite completar las variables del modelo CAPM y así determinar la tasa del accionista.

- c) Existe un grado de incertidumbre en los negocios o transacciones en El Salvador, lo que impide que las proyecciones puedan ser estimadas con un alto nivel de confianza. De acuerdo a la opinión de los entrevistados, en El Salvador, al igual que en el resto de países, los negocios se ven afectados por las políticas gubernamentales. Por tanto, a pesar de contar con un gran potencial de crecimiento, las empresas también consideran el ambiente político un factor importante al momento de expandir o disminuir el grado de inversión; en consecuencia, si se percibe alguna medida de inseguridad política, las empresas no generan mayores transacciones para fusiones o adquisiciones de empresas, lo cual impacta en la demanda de servicios de consultorías relacionadas a la valoración.

- 4) Al efectuar el conocimiento del negocio de la empresa a valorar, ¿lo realiza de manera diferente si es para una empresa pública o privada (que no cotiza)?

Introducción: como parte del proceso de valoración de empresas, se consultó a los expertos sobre la etapa de Conocimiento del Negocio, para indagar si esta es realizada de la misma manera para una empresa pública o privada.

Tabla 4. *Criterios para un adecuado reconocimiento del negocio*

Fuente	Respuesta	Comentario
Entrevistado 1	Si	Es diferente al momento de realizar el análisis de la industria, ya que localmente no existe suficiente data. En una empresa pública se facilita porque existe más
Entrevistado 2	Si	transparencia, acceso a la información, bases de datos; lo cual ayuda a la estimación de las tasas de rendimiento y cálculo de CAPM.
Entrevistado 3	Si	La tasa de descuento es otra, y los beneficios no siempre son utilidades
Entrevistado 4	Si	El análisis de variables es diferente por el tipo de accionistas a los que se rinde información y partes interesadas
Entrevistado 5	Si	Las empresas privadas son más demandantes en esta etapa, ya que debido a que no cotizan en bolsa su información no está disponible en el mercado.

Análisis: el total de los entrevistados indicaron que la metodología para obtener conocimiento del negocio es realizada de manera diferente, cuando se trata de una empresa pública o privada, entre las variables que hacen esta etapa diferente para una u otra empresa son las siguientes:

- a) Localmente no existe suficiente data, para una empresa que no cotiza en bolsa, a diferencia de las empresas públicas, que por regulación deben dar a conocer una gran cantidad de información financiera y no financiera, además de aplicar marcos de control interno que garanticen la transparencia y comunicación oportuna de aspectos relevantes para los accionistas y otros interesados. Las empresas que no cotizan en bolsa, se dedican principalmente a cumplir con las regulaciones relacionadas a aspectos contables. Por otra parte, la información que utilizan internamente para la toma de decisiones no es de carácter público y no están obligados a brindar estos datos a terceros.
- b) Las empresas públicas cuentan con una mayor transparencia y base de datos, que permiten el cálculo de las variables que integran un método de valoración de empresas, por ejemplo, las que integran el método CAPM para estimación de tasas de descuento, como lo es el caso de la beta, obtenida a través de la pendiente de los rendimientos de la empresa versus el rendimiento del mercado. En cuanto a la cultura de transparencia, en las empresas que no cotizan, este aspecto no se resalta tanto, puesto que no es una obligación contar con amplias medidas para fomentar el adecuado comportamiento de los colaboradores, como un código de ética y medidas para su aplicación, por citar un ejemplo.
- c) Dependiendo del tipo de empresa, la tasa de descuento será diferente si esta es una empresa pública o privada. Entre los elementos que diferencian la tasa de descuento, está la información disponible para su cálculo, por ejemplo, para la estimación la tasa de descuento del accionista; en el caso de una empresa pública, fácilmente se puede aplicar el modelo CAPM. Mientras que para una empresa privada, es necesario utilizar medidas alternativas

para estimar dicha tasa. Citando el mismo ejemplo para la tasa del accionista, en una empresa privada podría ser el indicador que muestra rendimiento sobre el patrimonio o también conocido como ROE, el cual se obtiene del cociente de la utilidad neta y el capital de la empresa a evaluar. Por tanto no se puede aplicar una misma metodología para empresas públicas y privadas al momento de efectuar el conocimiento del negocio.

- d) La información que se presenta para el accionista es diferente si se trata de una empresa pública o privada, por tanto los insumos obtenidos al realizar el conocimiento del negocio son sustancialmente distintos. Tomando como referencia los usuarios de la información para cada tipo de empresa, es evidente que existe un mayor grado de revisión y exigencia para las empresas públicas. Esto se debe a que emiten títulos valores para inversionistas que deben tomar decisiones principalmente con la información que la empresa da a conocer a través de sus reportes trimestrales, con su información financiera y no financiera. Considerando este nivel de exposición que tienen estas compañías, deben contar con un adecuado sistema de control interno que brinde una seguridad razonable sobre la información que publica constantemente, indicando que esta se encuentra libre de errores significativos. En cuanto a las empresas privadas, debido a que no se cuenta con inversionistas que adquieran títulos valores, el grado de información a publicar es mucho menor, por tanto las exigencias en cuanto al control interno para la información financiera y no financiera, podría ser significativamente más laxo; lo cual conlleva a un mayor riesgo sobre la existencia de errores significativos en la información financiera y no financiera.

e) Al efectuar el conocimiento del negocio para una empresa privada, esta es mucho más demandante, debido a que su información no está disponible en el mercado, a diferencia de las empresas pública. Retomando la marcada diferencia en cuanto a los niveles de exigencia a los que se expone una empresa pública versus una privada. Esto representa un mayor grado de facilidad en la obtención de información para empresas cotizantes. Al momento de efectuar el conocimiento de negocio en una empresa privada, el consultor debe invertir más tiempo para elementos que podrías resultar básicos en una empresa pública, tal es el caso de la información relacionada a la cultura organizacional y el control interno de la compañía. Por lo tanto el exceso de horas que se utilizan para obtener la información en empresas privadas generan un mayor esfuerzo para mantener el mismo nivel de costos en la etapa de conocimiento de negocio, en comparación a una empresa cotizante.

Retomando las respuestas obtenidas, el total de los entrevistados coinciden que la manera de abordar la etapa de conocimiento del negocio, es diferente si están evaluando una empresa pública o privada, ya sea por los usuarios de la información reportada, la cantidad de datos que se presentan al público y entes reguladores, así como su periodicidad y la cultura de la organización, específicamente en el tema de transparencia.

5) Cuando usted ya cuenta con la información de la empresa a valorar, para validar dicha información mediante el Due Diligence, ¿efectúa este procedimiento de la misma manera en que lo haría para cualquier otra empresa listada en bolsa?

Introducción: en el proceso de valoración, al realizar la etapa de validación de la información de la empresa (Due Diligence) se consultó a los entrevistados si efectúan este proceso de la misma manera para una empresa en El Salvador, en comparación a una empresa que opera en un mercado eficiente.

Tabla 5. *Comentarios sobre la verificación de información de la empresa*

Fuente	Respuesta	Comentario
Entrevistado 1	No	Porque no hay data en El Salvador para ver la información histórica sobre clientes y proveedores. No hay información cuantitativa
Entrevistado 2	No	Existe un mayor riesgo para una empresa no listada en bolsa, ya que en El Salvador, la parte legal podría ser alterada a conveniencia del dueño (comprador o vendedor). Existe hermetismo industria debido al entorno que existe en el país.
Entrevistado 3	No	Cada tipo de sector es diferente
Entrevistado 4	No	El tipo de mercado siempre interfiere en la forma en cómo se analiza la información, la complejidad misma de mercado dictará supuestos que deben realizarse
Entrevistado 5	No	Los riesgos son diferentes para una empresa pública y para una privada. En el caso de la pública el riesgo es menor.

Análisis: como resultado se observa que el total de los entrevistados coincide en que no es el mismo procedimiento debido a que existen algunas variables importantes que difieren, estas se detallan a continuación:

- a) No se cuenta con suficiente data en el país para validar la información referente a clientes y proveedores de la empresa, además de otra información cuantitativa. Las entidades dedicadas a la documentación de datos estadísticos sobre las operaciones

comerciales del país, presentan un atraso significativo en la información publicada. Por tanto se vuelven fuentes poco útiles o con un bajo nivel de confianza para soportar un estudio apegado a la realidad económica de la empresa a valorar. Por otra parte, las empresas privadas no invierten mayores recursos para la generación de data para el público, puesto que no consideran que esto brinde un rendimiento o beneficio directo para la compañía.

- b) Existe un nivel de hermetismo en el país que no permite el mismo nivel de acceso a la información de la empresa valuada, a diferencia de una empresa que opera en un mercado eficiente, ya que esta última si está más sujeta a temas de transparencia y regulación. Las empresas privadas consideran que la información generada deber ser exclusivamente de uso interno, esto tiene diferentes motivos, entre ellos se puede mencionar la pérdida de ventajas competitivas sobre los competidores. En algunos casos, de acuerdo a lo manifestado por los entrevistados, los empleados que ocupan mandos medios y cargos directivos suelen generar barreras y esto dificulta la obtención de información, principalmente se debe al temor por pérdida de empleo o beneficios en la empresa que laboran.
- c) Cada sector es diferente, por ende, la etapa del Due Diligence se debe abordar de manera diferenciada dependiendo del mercado en que opera. En cuanto a la actividad económica de la empresa, se determina a qué clase de información se le debe dar mayor énfasis al momento de efectuar la verificación sobre la validez de los reportes financieros y no financieros. Por ejemplo, para una empresa de servicios, existe una importancia

mínima sobre el saldo que pueda reflejar en inventarios; caso contrario para una empresa industrial, la cual tendrá un alto nivel de relevancia el saldo de esta misma cuenta. Por otra parte, si la empresa a valorar opera en un mercado regulado, como lo es el caso de las generadoras de energía eléctrica o las instituciones financieras, existirá un alto nivel de importancia por toda aquella información reportada a los reguladores, en contraste con la información interna de la compañía. De esta forma, la manera de efectuar la etapa del due diligence dependerá del sector en que operan las empresas a valorar.

- d) La etapa de validación de información debe tener un enfoque acorde al mercado en que opera la empresa a valorar y también la complejidad de este. Partiendo de ese punto, se definirá que criterios o escenario se deben considerar. Como ejemplo para esta afirmación se puede mencionar el caso de una empresa A dedicada a la distribución de bienes de primera necesidad, tal es el caso de los detergentes. Dicho mercado no se consideraría complejo y su tendencia debería ser relativamente estable. Por el contrario a una empresa B dedicada a la elaboración de medicamentos, esta empresa debe mantener un alto nivel de inversión en investigaciones para el desarrollo de sus productos, así como la clase de enfermedades existentes que puedan o no generar demanda para los medicamentos de esta compañía. Además debe cumplir con un considerable volumen de regulaciones, debido a los efectos que sus productos puedan causar en la salud de los consumidores. Por tanto, la manera de obtención y validación de la información para la empresa A serán distintos a los utilizados al momento de evaluar la empresa B.

- e) Existe un menor riesgo al momento de efectuar el Due Diligence para una empresa pública. Este se debe a que existen más regulaciones y una mayor exposición sobre la información financiera y no financiera de este tipo de empresas. La información obtenida a través de las diferentes fuentes que utiliza una empresa pública, presenta un mayor nivel de confianza debido a todas las regulaciones que debe cumplir; por tanto, el grado de escrutinio aplicado en la etapa del due diligence tiene a ser menor para este tipo de empresas. En cuanto a las empresas privadas, en vista que presentan un mayor nivel de riesgo al momento de la validación de información, el nivel de revisión debe ser más exhaustivo, con el objetivo de minimizar el margen de errores no detectados en la información financiera y operativa.

De acuerdo a estas afirmaciones, al momento de validar la información de la empresa a valorar, todos los entrevistados afirman que si se deben tomar algunas consideraciones adicionales para empresas no listadas en bolsa, las cuáles permitan aumentar el grado de confianza sobre la información obtenida, generando así mayor validez sobre la obtención del valor de la empresa en estudio.

- 6) Si aplica el método de Flujos Descontados, al momento de efectuar la estimación de flujos, ¿los determina de la misma manera que en una empresa listada en bolsa?

Introducción: se consultó a los entrevistados, si al momento de estimar la proyección de flujos, utilizando el método de flujos descontados, se realizaba de manera diferente, cuando se trataba de una empresa que opera en un mercado eficiente o en un mercado en desarrollo.

Tabla 6. *Criterios sobre la estimación de flujos de caja*

Fuente	Respuesta	Comentario
Entrevistado 1	Es relativo	Depende de la tendencia, debería ser igual para ambos, pero se deben considerar los aspectos cualitativos, tales como: misión, visión, plan estratégico, además del crecimiento proyectado. Si la empresa tiene una tendencia normal, se puede aplicar un promedio. Si la empresa tiene una tendencia anormal, este método no es aplicable.
Entrevistado 2	No	La estimación de los flujos se realiza de la misma manera, sin embargo, se considera que esta debe garantizar una tasa de retorno para el accionista. En El Salvador, los accionistas generalmente demandan un Ke del 12% al 15%
Entrevistado 3	Si	
Entrevistado 4	No	No es una práctica común, dependerá de los mercados, el número y complejidad de operaciones y estimaciones que pueden tomarse en cuenta.
Entrevistado 5	No	Existe un mayor riesgo para la empresa privada en comparación a una empresa pública.

Análisis: como resultado se observan diferentes tendencias en cada respuesta, ya que tres de los entrevistados (entrevistado 2, 4 y 5) indican que la proyección de flujos debe realizarse de manera diferente, según el tipo de empresa, tomando en cuenta si es una empresa pública o privada. Adicionalmente uno de los expertos indica que los accionistas demandan una tasa de retorno entre 12% y 15%, la cual no necesariamente está asociada a la estimación de los flujos del proyecto o empresa a evaluar; sino más bien es un estándar que exigen para sus inversiones. Por lo tanto, desde un inicio existe una variable que determina si las opciones de empresas a adquirir generan interés en los inversores.

Por otra parte, también se indicó que para la estimación de los flujos, hay una relación directa con el mercado en que opera la empresa, volumen y complejidad de las transacciones, por tanto no puede efectuarse de la misma manera ya que el estudio debe considerar los escenarios particulares de la empresa en estudio.

El entrevistado 5 indica que si existe una diferencia al proyectar los flujos; ya que existe un mayor riesgo para las estimaciones de una empresa privada en comparación a las que si cotizan en bolsa. Dicha variación en el nivel de riesgo está asociada principalmente a la exposición que se da en las empresas públicas, ya que reportan su información financiera y no financiera de manera periódica a los diferentes entes reguladores y al público en general.

El entrevistado 1 indicó que la estimación de flujos según el tipo de empresa inicialmente debería realizarse de la misma manera, sin embargo existen variables cualitativas que se deben considerar, tales como misión, visión, posicionamiento de mercado y todos los elementos que conformen su plan estratégico. Adicionalmente también se deben tomar en cuenta las proyecciones de la empresa a valorar, tales como el crecimiento esperado y su tendencia en base a los datos históricos observados; esta información debe tener una relación a las tendencias que muestra el mercado y sus competidores, ya que no sería fiable tomar proyecciones que muestran tasas de crecimiento excesivas o no observadas ya sea en la industria o en los datos históricos de la compañía evaluada.

El entrevistado 3, afirma que si la empresa opera en un mercado eficiente o en desarrollo esto no afecta en la estimación de los flujos a proyectar, ya que el método no debería presentar

variaciones en sus etapas previamente establecidas. La variante se reflejaría más que todo en los insumos que se puedan obtener para integrar el modelo, pero esto no afectaría la manera en que se estimen las proyecciones independientemente del tipo de empresa.

Al evaluar las opiniones obtenidas, se observa que la mayoría considera que, por las diversas razones planteadas, si existe una diferenciación al momento de estimar los flujos proyectados dependiendo del mercado en que operan; ya sea por elementos cualitativos o cuantitativos, así como factores internos o externos a la empresa valuada.

Un elemento importante observado en una de las respuestas obtenidas es que generalmente existe un rango esperado por el inversionista y este se espera que sea entre 12% y 14%. En base a esta premisa, independientemente de los modelos aplicados, el resultado de la inversión no debería ser menor a este porcentaje para satisfacer las expectativas del inversor.

Entre los entrevistados, solamente una opinión difiere, indicando que el modelo es hasta cierto punto estático, y las variaciones que se puedan generar de acuerdo al tipo de mercado en que opera la empresa, serían únicamente una manera distinta de obtener la información o insumos para la estimación de flujos, pero al final, el modelo ser aplicado de la misma forma.

7) Al determinar la tasa de descuento, ¿aplica el modelo CAPM de forma directa, o realiza alguna modificación en alguna de sus variables?

Introducción: se consultó a los entrevistados si al aplicar el método del CAPM realizan alguna modificación o lo aplican tal como lo indica la teoría.

Tabla 7. *Inconvenientes sobre el modelo CAPM*

Fuente	Respuesta	Comentario
Entrevistado 1	Si	El problema con este modelo es el Beta, en este caso, se puede modificar el Beta y agregar el riesgo país, dependiendo del inversionista. Si el inversionista es extranjero, se agrega riesgo país, si es nacional no es necesario.
Entrevistado 2	Si	No se puede calcular de manera fiable el riesgo sistémico (Beta), debido a que no se tiene este cálculo por empresa en El Salvador. En ausencia del Beta, se determina el Ke, en la práctica se establece entre el 12% y 15%. Con este criterio podría existir un gap alrededor de la tasa estimada de manera técnica, pero es la opción a tomar ante la limitante de falta de información.
Entrevistado 3	Si	Dependen de los parámetros y del país
Entrevistado 4	Si	
Entrevistado 5	Si	Al modelo CAPM se le suma el riesgo país o también se puede tropicalizar la beta.

Análisis: como resultado se observó que el total de los expertos entrevistados coinciden en que se debe realizar alguna modificación en alguna de las variables para llegar a obtener una tasa de descuento del accionista. Incluso se menciona como alternativa la sustitución de dicha tasa por un parámetro previamente establecido por el inversionista, tal es el caso del entrevistado 2, quien considera que: más que estimar una tasa de descuento, se aplica un 12% a un 15% como tasa de rendimiento para el accionista, ya que la aplicación del modelo podría resultar en un porcentaje que no sea atractivo para el inversionista. En relación a esta respuesta es importante destacar que la realización de un estudio de valoración de empresas, debe considerar cada una de las variables adecuadamente fundamentadas, para proceder con la aplicación del método de valuación seleccionado. Al final deberá considerarse si este resultado se apega a las expectativas del inversor, pero no debería ser esto lo que condicione el estudio desde un principio, ya que tal situación descarta la utilidad de la valoración efectuada.

Entre otros elementos observados entre las respuestas obtenidas, se encuentra el riesgo sistémico, también conocido como beta; ya que el entrevistado 1 y 2 coinciden en que esta variable no existe en El Salvador, a diferencia de los mercados eficientes. Por tanto, se puede efectuar una modificación para obtener dicho indicador y así el modelo CAPM sea aplicable en una valoración efectuada en el país.

Una alternativa propuesta por el entrevistado uno, consiste en la estimación del riesgo de mercado para una valoración en El Salvador, esta considera la determinación de un beta que lo represente tomando como referencia el rendimiento de la empresa a valorar y el rendimiento de la empresa que sea reconocida como el líder en el mercado local o en el caso de mercados donde

existen pocas empresas que conforman la oferta, debería ser el principal competidor. Al contar con estos datos, se procede a estimar la pendiente de los rendimientos mediante el estudio de un periodo que podría ser entre 3 y 5 años; finalmente dicho valor sería considerado como riesgo sistémico o la beta a incluir en el modelo de CAPM. A continuación se muestra un ejemplo numérico para una mejor ilustración de la propuesta utilizada por el entrevistado 1:

Determinación del beta

Periodo	Utilidades de Empresa 1 (Empresa a valorar)	Utilidades de Empresa 2 (Líder de mercado)
2011	\$ 10,000.00	\$ 16,000.00
2012	\$ 10,500.00	\$ 18,500.00
2013	\$ 11,125.00	\$ 19,600.00
2014	\$ 12,300.00	\$ 20,000.00
2015	\$ 13,000.00	\$ 21,500.00

Pendiente = Beta

0.56

Figura 1. Estimación del beta tomando la modalidad de compararlo con la empresa líder del mercado

En la columna de la Empresa 1 se muestran los rendimientos para los últimos cinco años y en la columna de Empresa 2, se muestra el rendimiento del líder de mercado o principal competidor. Al contar con esta información, se procede a aplicar la fórmula para determinar la pendiente de los rendimientos de ambas series. El resultado obtenido es el riesgo de mercado o beta y de esta forma ya se cuenta con los elementos necesarios para poder determinar la tasa de descuento del accionista, a través del modelo CAPM.

Este supuesto planteado por el entrevistado 1, tiene similitud con la afirmación de Eslava (2008), quien indica que: para la estimación del modelo CAPM, para una empresa que no cotiza

en bolsa, se puede estimar una beta de una empresa similar y que sí cotice en bolsa (p. 204). El aspecto que se podría mejorar en esta propuesta que brinda el entrevistado 1, podría considerar un mayor número de empresas que se agrupen para determinar el rendimiento de mercado y no solamente los datos de la empresa líder o un competidor; de esta forma, el riesgo sistémico sería más representativo para el sector o industria en que opera la empresa sujeta a la valoración.

El entrevistado 1, también plantea una segunda alternativa, la cual consiste en considerar la beta o riesgo sistémico de una empresa internacional y se puede agregar el riesgo país. De acuerdo al experto, agregar esta última variable dependerá del origen de la inversión; ya que si se trata de un inversionista extranjero en relación a la ubicación de la empresa valuada si debería sumarse el riesgo país. Por el contrario, si el inversionista opera localmente en relación a la compañía en estudio, no se considera necesario sumar el riesgo país, ya que no está corriendo un riesgo adicional al del mercado en que opera.

En cuanto al entrevistado 3, 4 y 5 también afirman que se debe efectuar alguna modificación al aplicar el método de CAPM. El entrevistado 3 indica que la aplicación del método, al igual que la modificación de sus variables, está relacionada directamente con el mercado en que operan, por lo tanto, si se trata de una empresa que se desenvuelve en un ambiente con un bajo nivel de riesgo, la beta utilizada debería reflejar dicho nivel de riesgo. Por otra parte, para aquellas empresas que estén asociadas a un ambiente sumamente cambiante y poco predecible debido a factores externos, tales como políticos, ambientales u otros, entonces la variable asociada al nivel de riesgo debería ser mucho mayor.

El entrevistado 5 plantea que al modelo CAPM se le puede sumar el riesgo país y utilizar una beta de una empresa extranjera, que opere en un mercado eficiente que brinde información histórica y actualizada, tomando como referencia la beta de la industria correspondiente. Una segunda opción sería adaptar el riesgo sistémico, mediante la tropicalización de la beta. Esta opción consiste en la aplicación de un factor que incremente el nivel de riesgo de mercado, es decir, que se toma la beta de la misma industria para una empresa extranjera, posteriormente se procede a incrementar el nivel de riesgo (beta) mediante el factor que se considere representativo para el mercado en el que se realiza la valoración, en este caso, para El Salvador.

En base a las opiniones expresadas por los expertos, el resultado indica que no se puede aplicar de manera teórica el modelo de CAPM en una valoración efectuada en El Salvador, y las alternativas identificadas consideran: la sustitución por una tasa a discreción del accionista que puede considerarse entre el 12% y 14%, la determinación un factor que represente el riesgo sistémico (beta) en el país a través de datos de empresas locales, la utilización de la beta de una empresa extranjera y adición del riesgo país.

8) Como parte de su experiencia en la valoración de empresas, ¿cuáles considera que son las principales limitantes que enfrenta al realizar una valoración de empresas?

Introducción: como parte uno de los principales objetivos de la presente investigación, se consultó a los expertos entrevistados sobre las limitantes que enfrentan al momento de efectuar una valoración de empresas en El Salvador.

Tabla 8. *Limitantes en una valoración de empresa*

Fuente	Respuesta	Comentario
	Información insuficiente	
Entrevistado 1	Los mandos medios (directores y gerentes) tienen recelo a dar información	
	No existe suficiente información	
	Desconfianza de parte del equipo directivo	
Entrevistado 2	Poca capacidad de los evaluadores	
	No se determinan bien las tasas	
	Desconociendo del evaluador	
Entrevistado 3	No hay información comparativa de empresas valoradas en la misma industria	
Entrevistado 4	No hay información comparativa de empresas valoradas en la misma industria	
Entrevistado 5	La cultura empresarial en el país no se enfoca mucho en los servicios de valoración de empresas.	

Análisis: se observa que existe una coincidencia en las limitantes que los profesionales afrontan en la práctica, ya que algunas son recurrentes para los diferentes entrevistados. Entre las principales se detallan las siguientes:

- a) Falta de información
- b) Desconfianza de parte del equipo directivo y o mandos medios
- c) Las empresas salvadoreñas no demandan servicios de valoración de empresas

En base a las opiniones brindadas por los entrevistados, la principal limitante para efectuar una valoración está asociada a la falta de información, esto se refiere principalmente a la data

que se puede obtener del mercado, su desempeño y otras empresas que operen en la misma industria. Un ejemplo claro es que en El Salvador actualmente no existe una entidad responsable de estimar el riesgo sistémico para cada sector o industria y por cada organización. Mientras que las entidades existentes que recopilan estadísticas sobre temas relacionados al comercio, no cuentan con una base de datos que sea actualizada de manera constante e inmediata; por tanto, aun cuando pueda existir alguna información disponible, esta carece de valor debido a su antigüedad. Adicionalmente, muchas empresas no cuentan con una cultura que permita llevar un registro detallado de todos los aspectos cualitativos y cuantitativos que sea estandarizado y comparable con otras compañías que sean parte de la competencia.

En cuanto a los elementos internos, los entrevistados destacaron que existe una barrera por parte de los mismos empleados de la compañía a valorar; generalmente se da en los mandos medios y a niveles directivos. Esto se puede originar por la desconfianza o temor a perder el empleo, algunos privilegios o simplemente resistencia al cambio debido al traslado de la propiedad de la compañía a un nuevo inversionista, quien podría o no compartir la filosofía organizacional que tenga la empresa valuada. Tales motivos son los que incentivan la generación de barreras que afectan las diferentes etapas del proceso de valoración. Para citar un ejemplo, al momento de efectuar el due diligence, esta limitante puede generar retrasos considerables, debido a la poca flexibilidad de los responsables en facilitar los datos necesarios que se deban corroborar.

Entre los resultados obtenidos, el entrevistado 2 indicó que existen elementos que constituyen una limitante; sin embargo, estos no dependen de la empresa valuada o del mercado en que operan, sino más bien de la capacidad o experiencia del profesional responsable de la valuación. En el entrevistado indicó que en algunas situaciones no se cuenta con la capacidad suficiente para

determinar de manera adecuada una tasa de descuento que refleje el riesgo que le corresponde a la empresa y al mercado. Adicionalmente mencionó que la preparación académica de quienes se dedican a este campo, no siempre es la requerida para poder brindar servicios como valuador de empresas, lo cual conlleva a formular escenarios incorrectos o estimaciones poco acertadas.

Un elemento adicional que menciona el entrevistado 5 se desliga de la parte numérica, ya que está relacionado a la cultura de las empresas salvadoreñas. El experto indica que estas no se avocan mucho a los servicios de valoración de empresas. Por lo tanto al momento de expandir las inversiones a través de una fusión o adquisición, algunos empresarios optan por estudios más escuetos y menos costosos, tal es el caso de la valoración de activos. Esta alternativa no considera aspectos sumamente relevantes, tales como las proyecciones que se pueden estimar de los flujos de la compañía, adicionalmente, es importante conocer las sinergias que se pueden generar al momento de concretar la adquisición de una empresa, así como los riesgos existentes; de esta forma se cuenta con un panorama más amplio para proceder a la negociación del valor de la transacción.

Sobre las respuestas brindadas por los expertos, se determinan las principales limitantes que han identificado al momento de ofrecer sus servicios de valoración de empresas; sin embargo, estas limitantes debe contar con una alternativa que brinde soluciones para superar cada etapa y concretar la valoración fundamentada de manera técnica. Para brindar opciones de cómo superar estas barreras se retoman las limitantes en la pregunta 14, donde se indican las soluciones propuestas por los entrevistados.

9) Al realizar una valoración, ¿considera que existe suficiente información disponible sobre empresas de la misma industria en el mercado salvadoreño?

Introducción: con la finalidad de saber si la información con la que se cuenta en El Salvador es necesaria y suficiente para valorar una empresa, se consultó a expertos en valoración de entidades si existe suficiente información al respecto.

Tabla 9. *Información disponible para valorar una empresa*

Fuentes	Respuesta	Comentario
Entrevistado 1	No	No es un mercado bien estructurado
Entrevistado 2	No	Existe muy poca información
Entrevistado 3	No	Existen muchas empresas familiares
Entrevistado 4	No	No es información fácilmente disponible
Entrevistado 5	Si	En verdad si existe información, lo que sucede es que se debe comprar y eso es muy caro para pagarlo en este país

Análisis: entre los entrevistados, cuatro de los cinco entrevistados confirman que no hay mucha información disponible, por lo que el proceso de valoración se hace un poco complicado en la práctica. Únicamente el “Entrevistado 5” considera que si existe información, pero a un alto costo que difícilmente los encargados de valorar una empresa pueden pagar, ya que esto generaría una inflación de los costos, que no tienen relación con los horarios que pueden obtenerse en el país para este tipo de servicios.

Para el “Entrevistado 1” el mercado salvadoreño no es está bien estructurado y por lo tanto carece de mucha información financiera importante de las diferentes industrias. En base a esta

opinión se puede mencionar que las empresas no están catalogadas por industria y tamaño en bases de datos públicas que reflejen datos comparativos sobre rendimiento, ingresos, egresos, capital u otra información cuantitativa y cualitativa, que pueda ser utilizada como insumo para diferentes estudios.

En cuanto al desempeño del mercado salvadoreño, se considera que existen factores externos que afectan el rendimiento de las empresas, estos pueden estar relacionados a los incentivos que se puedan destinar a industrias específicas por parte del estado. Por otra parte, puede existir una reducción de los niveles de inversión debido a regulaciones fiscales que sean consideradas desfavorables por parte de los inversores. Dicha afirmación es soportada por Belloso M. (2 Febrero de 2015), quien indica que: el mercado de valores creció poco en el 2014. Esto se dio como resultados de situaciones macroeconómicas del país como lo son sus políticas fiscales. La prensa Gráfica, recuperado 26 mayo de 2016 de: <http://www.laprensagrafica.com/2015/02/02/el-mercado-de-valores-crecio-poco-en-2014>

Un aspecto adicional que brindan los entrevistados es el tipo de empresas que operan en El Salvador, ya que actualmente la mayoría de las grandes compañías son negocios familiares, por tanto no existe un interés por promover la información de las empresas para que sea tratada como datos de carácter público. Esta variante contribuye a falta de información relacionada al desempeño del mercado en el país.

El entrevistado 5 considera que la información asociada al mercado y empresas locales si existe y está disponible, ya que existen firmas que se dedican a la recopilación de estos datos económicos; sin embargo estos datos pueden tener un costo excesivamente alto, de tal forma que los honorarios no cubren todos los gastos asociados a la valoración. Por lo tanto aún se mantiene

la limitante asociada a la falta de información, puesto que en este último caso, los datos no son accesibles para consulta pública.

10) Al realizar una valoración ¿considera útil la información de empresas de la misma industria en mercados internacionales?

Introducción: cuando se desea valorar una empresa que no cotiza en bolsa de valores, ¿será necesario apoyarse de empresas similares en industrias de otro país?

Tabla 10. *Utilidad de información de la misma industria*

Fuente	Respuesta	Comentario
Entrevistado 1	Muy de acuerdo	
Entrevistado 2	En desacuerdo	
Entrevistado 3	Muy de acuerdo	
Entrevistado 4	De acuerdo	
Entrevistado 5	Muy de acuerdo	

Análisis: de acuerdo a los resultados indicados por los entrevistados, al momento de realizar una valoración si es necesario o recomendable comparar la compañía en estudio versus la información de empresas que operen en la misma industria dentro de mercados internacionales; ya que el ambiente de negocios está ampliamente globalizado y la información se puede adecuar para obtener datos comparables que sean utilizados como insumos en los modelos de valuación seleccionados. Esta alternativa surge cuando los mercados en que opera la empresa en estudio no son eficientes o no cuentan con bases de datos actualizadas, para poder obtener todos los elementos requeridos en los modelos de valuación generalmente aceptados. Tal es el caso del método de flujos descontados, el cual requiere la determinación de tasas de descuento; variables

que a su vez, requieren de insumos como riesgo de mercado, rendimiento de mercado y tasa libre de riesgo. Entre estas variables, las que no puedan ser identificadas en las bases de datos disponibles en el país, pueden ser sustituidas por sus equivalentes en mercados internacionales, siempre y cuando se apliquen criterios para que esta información sea comparable.

En cuanto al entrevistado 2, indica que está en desacuerdo ya que se puede caer en un sobre o sub valoración de la empresa según sea el caso si no se tiene el cuidado de realizar estimaciones adecuadas. Por tanto la recomendación para este experto es tomar información local; sin embargo, en contraposición a esta opinión, para muchos autores es necesario acudir a información de empresas semejantes que coticen en bolsa para tener un parámetro sobre el comportamiento del mercado y la industria, de esta forma se puede guiar la valoración de empresa hacia un camino más acertado. (Eslava, 2010, p. 204).

Al observar las respuestas obtenidas, la mayoría de entrevistados considera útil la información de mercados internacionales. Estos elementos brindan un parámetro de comparación y son representativos principalmente cuando la empresa que se está evaluando cuenta con un alto volumen de operaciones internacionales ya sea a través de subsidiarias o unidades de negocio establecidas en otros países.

11) Al finalizar el proceso de valoración y determinar un precio, ¿qué tan relevante es este valor al momento de la negociación y definición del precio final de la transacción?

Introducción: asumiendo que un proceso de valoración de empresa es complicado y poco común en El Salvador, podría considerar el resultado final como no muy importante para los empresarios o accionistas de las mismas.

Tabla 11. *Importancia del valor de la empresa encontrado*

Fuente	Respuesta	Comentario
Entrevistado 1	Altamente importante	Es un parámetro de negociación
Entrevistado 2	Poco importante	Los empresarios no son hombres de negocios
Entrevistado 3	Altamente importante	Es un resultado fundamentado por un proceso
Entrevistado 4	Relativamente importante	
Entrevistado 5	Altamente importante	Tiene una importancia en más del 95%

Análisis: se consultó a expertos en el área sobre la importancia que representa el valor de la empresa determinado mediante la utilización de un método de valuación al momento de concretar la compra/venta de una compañía; para lo cual el entrevistado 1, 3 y 5 expresan que dicho monto es altamente importante. Por lo tanto el valor obtenido brinda un parámetro de negociación para ambas partes, sobre este monto se puede iniciar agregando el valor que suman las sinergias en caso de concretar la transacción. Por otra parte, si el objetivo es obtener un valor menor de compra, se puede hacer referencia que el precio se ve afectado por el nivel de riesgo asociado a la empresa, lo cual puede reducir la certeza de las proyecciones, en el caso que estas fueran muy optimistas.

El entrevistado 3 indica que la negociación es un proceso, dentro del cual el valor estimado sobre la empresa en estudio es un dato altamente importante como punto de partida. Por otra parte el entrevistado 5, también afirma que existe una alta importancia sobre el valor determinado mediante el estudio efectuado; el cual generalmente tiene una importancia igual o mayor al 95%. Por otra parte, para el entrevistado 2, presenta una perspectiva totalmente opuesta, ya que él

indica que en El Salvador se le resta importancia a este tipo de estudios. Esto se debe principalmente a la cultura existente entre los diferentes inversores, puesto que en algunos casos los precios son pactados en base a otros factores que no están relacionados a una valoración técnicamente fundamentada. Estos factores podrían incluir aspectos subjetivos asociados al ambiente político, por citar un ejemplo. Por otra parte, existe el caso de las empresas familiares, en cuya situación podría suceder que por afinidad se adquiriera otro negocio familiar y no el de un tercero, aun cuando este último pudiera tener un mayor valor de mercado.

12) Al estimar el valor final de la transacción, ¿qué tan cercano es el valor determinado previamente en comparación al precio final que se paga en la compra/venta de la empresa valuada? (puede ser respuesta combinada o separada en compra y venta)

Tabla 12. *Variación del valor de la empresa negociado vs el encontrado*

Entrevistado/ Variaciones	1	2	3	4	5
Comprador					
30% mayor					
15% mayor					
Entre 0% y 5%			X		X
15% menor	X			X	
20% menor		X			
Vendedor					
30% mayor					
15% mayor	X			X	
Entre 0% y 5%			X		X
15% menor					
20% menor		X			

Introducción: como principal resultado al realizar una valoración de empresas, el consultor brinda una estimación sobre el valor de mercado de la compañía en estudio. Dicho monto tiene mayor validez si es cercano al valor final de la transacción de compra o venta. Para determinar cuál es el margen de error en este tipo de operaciones, se consultó a los expertos que tanto se aleja su recomendación como valor razonable del monto efectivamente pagado por la empresa valuada.

Análisis: en base a los resultados obtenidos, los entrevistados expresan que existe un parámetro de variación máximo de hasta un 20% sobre el valor determinado mediante un adecuado estudio y la aplicación de algún método de valoración, este criterio aplica tanto para el comprador como para el vendedor. Las diferencias mínimas que los expertos consideran que pueden existir entre el valor determinado y el monto de la transacción por compra o venta, es del 5% en ambos casos.

Como parte del proceso de negociación al momento de asignar un valor a la transacción final de compra o venta de la empresa, existe una cercana relación de dicho monto con el que recomienda el experto en valuación. Por tanto, se soporta nuevamente la afirmación que se muestra en la pregunta anterior (pregunta 11), donde se indica que existe una alta relevancia sobre el valor determinado para la empresa al momento de iniciar el proceso de negociación para compra o venta.

Al momento de brindar su recomendación como valuador, el consultor generalmente presenta escenarios que contienen un rango de valores, donde se indican los escenarios: optimista, moderado y pesimista, que van de un valor alto hasta un valor mínimo que se podría esperar, esto aplicaría en el caso de la venta de una empresa. Por tanto, el cliente o propietario, puede iniciar

su proceso de negociación con el valor que más le conviene y prevenir que este podría reducirse en un 20%. En los casos en los que el monto final se vea totalmente alejado de la recomendación de los consultores podrían existir dos razones principales, una de ellas es la aplicación incorrecta de criterios para determinar el valor de la empresa. Por otra parte, podría ser un estudio adecuadamente elaborado; sin embargo, al existir motivaciones estratégicas estas impulsan la adquisición de la empresa con un sobreprecio significativo, debido a que el objetivo no es obtener una rentabilidad directa de la compañía adquirida, sino un beneficio adicional mediante reducción de competidores, incursión en mercados con fuertes barreras de entrada o en algunos casos incluso beneficios fiscales.

13) Considerando que existen diversas limitantes al momento de realizar una valoración de empresas, ¿considera que, a pesar de dichas limitantes, el valor determinado de la empresa es fiable?

Tabla 13. *Nivel de confianza de del valor de la empresa encontrado*

Fuente	Respuesta	Comentario
Entrevistado 1	Si	Tiene un nivel de confianza de un 90%
Entrevistado 2	Si	
Entrevistado 3	Si	
Entrevistado 4	Si	También dependerá de la transparencia de la información proporcionada
Entrevistado 5	Si	

Introducción: definiendo un mercado eficiente como aquel en el que, el precio de la acción refleja la información disponible del mercado. (Jaffe Westerfield Ross, 2012, pág. 430) El valor de las empresas, encontrados mediante un proceso de valoración, en un mercado que no es eficiente como el de El Salvador, cualquiera puede decir que es poco fiable y por lo tanto carece de credulidad.

Análisis: debido a que previamente se indicaba en los resultados de la pregunta 8 que existen limitantes significativas al momento de realizar una valoración de empresas en El Salvador, esto conlleva al cuestionar si dichas barreras no generan un valor que no sea representativo para la empresa en estudio. Al consultar a los expertos sobre este tema, indican que el monto determinado mediante el método de valoración seleccionado si es confiable. Si se asigna un nivel de confianza a dicho valor, este oscila alrededor de un 90%, tal como lo indica el entrevistado 1. El resto de expertos se mantienen bajo el mismo criterio, indicando que los resultados de la valoración no se ven afectados por las barreras o limitantes existentes.

En cuanto al entrevistado 4, hace una salvedad que vale la pena mencionar, ya que en base a su respuesta se infiere que los valores determinados pueden estar adecuadamente fundamentados, o que el método aplicado puede ser teóricamente correcto; sin embargo, la fiabilidad del valor final dependerá en gran medida de la cultura de la empresa valuada y los valores de sus colaboradores y directivos, ya que son ellos los que brindan gran parte de los insumos utilizados en la valoración. En relación a este punto, en la etapa de verificación de información o due diligence, se debe corroborar la validez de los insumos utilizados, la cual tiene como objetivo identificar errores u omisiones no intencionales. Por lo tanto esta verificación no garantiza que los temas

asociados a fraude o falsificación intencionada de información puedan ser detectados por el valuados o los profesionales subcontratados para dicha tarea.

Sobre los porcentajes indicados por cada entrevistado, se observa que son relativamente cercanos al valor final de la transacción, por lo que se puede inferir que sus resultados si son tomados en cuenta al momento de realizar el proceso de negociación.

Como parte de los objetivos de la presente investigación, inicialmente se indagó sobre cuáles son las principales limitantes que afectan el proceso de valoración en El Salvador, tal como se detalla en la pregunta 8. Luego de identificar estas barreras, el total de los expertos consideran que sus resultados no se ven afectados al determinar el valor de una empresa. Para mantener el nivel de confianza sobre estas valoraciones los entrevistados deben contar con soluciones que les permitan superar cada una de estas adversidades; dichas soluciones son detalladas a continuación en los resultados de la pregunta 14.

14) ¿Qué alternativas considera apropiadas para solventar las limitantes existentes, al momento de efectuar una valoración de empresas?

Introducción: en vista que los procesos de valoración de empresas en El Salvador están limitados por la escasez de información, las limitantes en cuanto a la preparación académica y experiencia de algunos valuadores, la transparencia de la misma información con la que se cuenta y el descontento de algunos gerentes (por el hecho de percibir inestabilidad laboral), se consultó sobre cuáles podrían ser aquellas posibles alternativas que podrían existir y aportar al proceso para minimizar estos inconvenientes.

Los entrevistados expresan:

Para poder hacer una valuación de empresa con la mayor parte de información, se debe contar con el respaldo del dueño, ya que así se puede obtener la mayor información requerida.

- a) Construir nuestros propios indicadores, ya que en nuestro país, no se cuenta con información estadística.

En vista de la poca información con la que se cuenta para valorar una empresa, es necesario buscar alternativas para obtener información fiable y poder evaluar una entidad lo más objetivamente posibles, sin necesidad de incurrir en información de empresas extranjeras, ya que se puede caer en el riesgo de sobre valorar o subvalorar una empresa, ejemplo de ello es el caso que menciona del “entrevistado 1” en la pregunta 7 “inconvenientes sobre el modelo CAPM explicado en la figura 1.

- b) El valuador debe ser una persona preparada, ya que la mayoría de las valuaciones que se han realizado en nuestro país, están mal elaborados porque en más de una ocasión, las tasas de descuentos son mal calculadas.

En la práctica se comenten muchos errores al valorar una empresa, esto es confirmado por Fernández (2007) en su libro “120 errores en valoraciones de empresas” dentro de los cuales se encuentran la mala determinación de la tasa de descuentos, mal cálculo de valor residual o terminal, el mal cálculo de coeficiente beta, entre otros, según los entrevistados, este tipo de inconsistencias se da, ya que la valoraciones de negocios que se han podido ver en El Salvador han sido elaboradas por valuadores que no están del todo preparadas para brindar este servicio.

- c) Se debería fomentar más este tema en nuestro país con charlas técnicas.

A criterio de los entrevistados, este es un servicio que se puede explotar aún más de lo que se tiene, al fomentar este servicio se puede lograr solventar algunos problemas que se dan al momento de determinar cualquier factor para encontrar un valor de una empresa, con esto se puede homologar criterios entre profesionales y tener un proceso más sincronizado en el país.

Con este tipo de eventos (charlas) se pueden cubrir aspectos importantes como los mencionados en los literales posteriores d), e), y f)

- d) Ante el desconocimiento por algunos expertos, se deberían emplear experiencias de otros países.
- e) Determinar supuestos y ejecutar diversos escenarios para el buen análisis de variables.
- f) “Tropical izar información” (hacer ajustes a las variables) como el beta por ejemplo, en donde se debe tomar un beta de la industria de mercados internacionales y a la tasa determinada con este beta, sumarle el riesgo país

15) ¿Considera de utilidad una investigación enfocada a la valoración de empresas salvadoreñas, que haga énfasis en las principales limitantes existentes en el mercado nacional?

Introducción: con el objeto de determinar la importancia y el impacto del presente trabajo ante terceros, se consultó sobre la consideración del mismo.

Análisis: para los entrevistados, es un tema importante para las finanzas, esta investigación puede ser vista como oportunidad de trabajo y consultorías para muchos que desconoce la

práctica común, pues en la realidad se comenten muchos errores al valorar una empresa cuando existe poca información. Este es un tema importante el cual se debe dar énfasis, ya que al ser un tema no muy conocido, se comenten muchos errores por desconocimiento del proceso.

16) ¿Cuál es su recomendación para los profesionales que se dedican a este campo en El Salvador?

En vista que las valoraciones de empresas realizadas son deficientes por falta de conocimiento de los valuadores y por lo tanto se comente muchos errores por ser un proceso bastante complejo, según los entrevistados, las recomendaciones que podría proporcionar a los profesionales en El Salvador son las siguientes:

- a) Los profesionales en finanzas se deben especializar en valoración de empresas
- b) Como valuador se debe dominar la información del exterior
- c) Actualizarse con constante estudio de valoraciones de empresas con casos de otros países como casos chilenos y casos norteamericanos
- d) Incentivar a los profesionales a desarrollar valuaciones para familiarizarse con el tema determinar si se está creando valor en las empresas
- e) Investigar nuevas técnicas, así como hacer siempre Benchmarking entre compañías regionales y similares.
- f) Mantenerse actualizados con respecto a los mercados sobre factores como tendencias y niveles de riesgo.

CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1 Conclusiones

Los servicios de valoración de empresas en El Salvador, son un mercado que actualmente cuenta con potencial de crecimiento, ya que su demanda por parte de los empresarios no es elevada. Los profesionales dedicados a este tipo de servicios, aplican modelos aceptados internacionalmente; sin embargo, debido a las limitantes que presenta el mercado salvadoreño, aplican algunas variantes a los modelos definidos teóricamente. Dichas modificaciones son necesarias para poder obtener un modelo que se adapte a la realidad de la economía salvadoreña.

De acuerdo a la información recopilada mediante la investigación efectuada, entre las principales limitantes identificadas en el mercado salvadoreño al momento de realizar una valoración de empresas, se destaca la falta de información comparativa y la desconfianza de parte de los directivos y mandos medios de las empresas a valorar.

Al efectuar el análisis de los resultados obtenidos, se observó que los consultores dedicados a la valoración de empresas optan por agregar una prima de riesgo para castigar el rendimiento esperado de la empresa a valorar. Otra alternativa utilizada es la obtención de un beta que sea representativo del riesgo de mercado salvadoreño, el cual puede ser estimado con empresas que sean la competencia de la entidad a valorar.

La temática en estudio de la investigación efectuada recopila las limitantes relacionadas a la valoración de empresas en El Salvador en base a la experiencia de los expertos entrevistados, por tanto, el siguiente paso podría consistir en una investigación enfocada a ¿cómo solventar las limitantes que existen al momento de realizar una valoración de empresas en El Salvador?

5.2 Recomendaciones

Al efectuar una valoración de empresas en el mercado salvadoreño es importante tomar en cuenta las limitantes que existen cuando se aplica un método de valuación, tales como la falta de información comparativas clasificada por industria, el hermetismo que se genera por parte de los directivos y mandos medios de las empresas a valorar.

En cuanto a la falta de información, se recomienda generar un indicador beta que represente el riesgo de mercado de El Salvador. Para estimar el beta se puede tomar de referencia los rendimientos de la competencia o empresa líder.

Si existen barreras por parte de los directivos o mandos medios, se recomienda realizar foros informativos y enfatizar sobre los beneficios. Otro aspecto a resaltar es que los principales responsables de promover la colaboración es la junta directiva o los propietarios en caso de las pequeñas empresas

A los profesionales dedicados a la valoración de empresas, en cuanto a su capacidad académica y profesional, es recomendable mantenerse al día en temas relacionados a esta práctica, adicionalmente se recomienda analizar los estudios que se realizan sobre este tema en países de la región latinoamericana.

Referencias

ACCID, 2009, Bases conceptuales y aplicaciones prácticas, bresca editorial, S.L., Barcelona;

AECA, 2005, Valoración de Pymes, imprenta Graficas ORMAG, Alberto Aguilar 31-28015

Madria

Álvarez, R., García, K. & Borraez, A. (2006). Razones para valorar una empresa y los métodos empleados, Universidad de Medellín, Colombia

Bebczuk, R. (2000). *Información Asimétrica de Mercados Financieros Introducción y Aplicaciones*, Nueva York, Estados Unidos, Cambridge University Press.

Bucher, C. (2013), El caso irresistible para Gobierno Corporativo, recuperado

de http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/948e02804133e1b6a872b8df0d0e71af/AMCHAMDR_Mar-Abr2013_Caso_para_Gobierno_Corporativo_article.pdf?MOD=AJPERES

Bolumar, (2014), Valoración de empresas (Tesis de maestría). Universidad politécnica de Valencia, España.

Domínguez, D., Estimación del valor de empresas que no cotizan en bolsa, caso El Salvador, Universidad de el Salvador, El Salvador

Estay, (2014), Valoración de empresas, Atlantic International University, Virginia Estados Unidos

Fernández, P. (2008), Métodos de Valoración de Empresas, Barcelona, España. Iese Business School, Universidad de Navarra.

Fernández, P. (2007) Como medir y gestionar la creación de valor, Barcelona España.

Fernández Reguero, F., (2013), Porque valorar mi empresa, recuperado

de <http://www.desdemiatalaya.com/2013/06/la-importancia-de-tener-una-valoracion.html>

Jaffe J. F., Westerfield R. W., (2010). Stephen A. Ross, *Finanzas Corporativas*, México D.F., México, McGraw-Hill/Interamericana Editores, S.A. DE C.V.

Lahoud, Danie A. (2006) *Los principios de las finanzas y los mercados financieros*, Universidad Católica Andrés Bello

León, O. (2009). *Valoración de empresa- Gerencia del valor EVA*, Colombia.

Pérez, D. & Rojo, A., (2010) *La valoración de empresas en Iberoamérica: un estudio empírico*.

Recuperado de <http://www.gaedpyme.upct.es/propuestas01.php>

Apéndice A. Guía de entrevista

Universidad de El Salvador
Maestría en Administración Financiera
Guía para entrevista sobre valoración de empresas en El Salvador

Fecha: _____

No. _____

Entrevistado: _____

Objetivo: Conocer las limitantes que enfrentan los profesionales dedicados a la valoración de empresas en El Salvador.

- 1) Considera que la demanda del mercado profesional de valoración de empresas se mantiene:
 - a. Estable
 - b. En crecimiento
 - c. Está decreciendo

- 2) ¿Qué métodos aplica en la valoración de empresas?
 1. Valor contable ajustado
 2. Múltiplos
 3. Descuentos de flujos de caja
 4. Creación de valor (EVA)
 5. Otros: _____

- 3) ¿Considera que al realizar una valoración de empresas se puede aplicar un método, tal como lo describe la teoría?

- a. Si
- b. No

¿Por qué? _____

4) Al efectuar el conocimiento del negocio de la empresa a valorar, ¿lo realiza de manera diferente si es para una empresa pública o privada (que no cotiza)?

- a. Si
- b. No

Explique: _____

5) Cuando usted ya cuenta con la información de la empresa a valorar, para validar dicha información mediante el Due Diligence, ¿efectúa este procedimiento de la misma manera en que lo haría para cualquier otra empresa que opera en un mercado eficiente?

- a. Si
- b. No

Explique _____

6) Si aplica el método de Flujos Descontados, al momento de efectuar la estimación de flujos, ¿los determina de la misma manera que en una empresa que opera en un mercado eficiente?

- a. Si
- b. No

Explique _____

7) Al determinar la tasa de descuento, ¿aplica el modelo CAPM de forma directa, o realiza alguna modificación en alguna de sus variables?

a. Si

b. No

Explique: _____

8) Como parte de su experiencia en la valoración de empresas, ¿cuáles considera que son las principales limitantes que enfrenta al realizar una valoración de empresas?

a. Para la determinación de la tasa de descuento del inversionista, no se puede aplicar el modelo de CAPM

b. No se puede estimar la tasa de rendimiento de mercado de manera fiable en El Salvador

c. No hay información comparativa de empresas valoradas en la misma industria

d. No hay ninguna limitante

e. Otros: _____

9) Al realizar una valoración, ¿considera que existe suficiente información disponible sobre empresas de la misma industria en el mercado salvadoreño?

1. Si

2. No

¿Por qué? _____

10) Al realizar una valoración ¿considera útil la información de empresas de la misma industria en mercados internacionales?

1. Muy de acuerdo
2. De acuerdo
3. Indiferente
4. En desacuerdo
5. Muy en desacuerdo

11) Al finalizar el proceso de valoración y determinar un precio, ¿qué tan relevante es este valor al momento de la negociación y definición del precio final de la transacción?

- a. Altamente importante
- b. Relativamente importante
- c. Importante
- d. Poco importante
- e. Sin utilidad

12) Al estimar el valor final de la transacción, ¿qué tan cercano es el valor determinado previamente en comparación al precio final que se paga en la compra/venta de la empresa valuada? (puede ser respuesta combinada o separada en compra y venta)

- a. Compra
 - i. Más del 30% mayor al valor final
 - ii. 15% mayor al valor final
 - iii. Entre 0 y 5% cerca del valor final
 - iv. Es 15% menor al valor final
 - v. Es 30% menor al valor final
- b. Venta
 - i. Más del 30% mayor al valor final
 - ii. 15% mayor al valor final
 - iii. Entre 0 y 5% cerca del valor final
 - iv. Es 15% menor al valor final
 - v. Es 30% menor al valor final

13) Considerando que existen diversas limitantes al momento de realizar una valoración de empresas, ¿considera que, a pesar de dichas limitantes, el valor determinado de la empresa es fiable?

- a. Si
- b. No

¿Por qué? _____

14) ¿Qué alternativas considera apropiadas para solventar las limitantes existentes, al momento de efectuar una valoración de empresas?

15) ¿Considera de utilidad una investigación enfocada a la valoración de empresas salvadoreñas, que haga énfasis en las principales limitantes existentes en el mercado nacional?

- a. Muy de acuerdo
- b. De acuerdo
- c. Indiferente
- d. En desacuerdo
- e. Muy en desacuerdo

16) ¿Cuál es su recomendación para los profesionales que se dedican a este campo en El Salvador?
