

LA CREACIÓN DE VALOR MEDIANTE INDICADORES MODERNOS EN EMPRESAS NO COTIZADAS

1. INTRODUCCIÓN

El presente artículo pretende ser la continuación y complemento al planteamiento de la problemática de la creación de valor mediante indicadores en empresas no cotizadas, que se realizó en un trabajo anterior. Si en aquel momento se hizo un recorrido crítico sobre indicadores tradicionales de valor creado y su aplicación al entorno empresarial, ahora nuestro interés se centra en los indicadores que, en estos últimos años, están siendo considerados como paradigma de la orientación a seguir en la creación de valor. Intentaremos, de este modo, informar al lector sobre la posible utilización de los mismos como parámetros útiles de creación de valor para los accionistas o partícipes de empresas no cotizadas. Finalmente, concluiremos con unas consideraciones generales sobre la creación de valor que pretenden ofrecer un marco orientativo de cómo el empresario ha de actuar para que sus decisiones se transformen en valor para su empresa.

Por tanto, vamos a continuación a iniciar el estudio de aquellos indicadores y parámetros que consideramos directamente aplicables a cualquier tipo de empresa. De entre las numerosas medidas existentes, es nuestra intención examinar el EVA, CVA y CFROI.

2. NUEVOS INDICADORES DE CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA

2.1. EVA (*ECONOMIC VALUE ADDED*)

El valor económico añadido o EVA es una medida de desempeño financiero y de gestión empresarial que se basa en tres variables: el **BAIDI** (Beneficio Antes de Intereses y Después de Impuestos), la inversión en activos requerida para generar ese beneficio y el coste medio ponderado de las inversiones en activos ajustado al riesgo. Es una forma de calcular el beneficio residual o rentabilidad neta, que deduce el coste de todos los recursos empleados del beneficio operativo generado por el negocio. La empresa añade valor si genera ganancias que excedan el coste económico del proyecto; en caso contrario, lo destruye (al menos es lo que mantienen sus creadores: la Consultoría Stern- Stewart).

$$EVA_t = BAIDI_t - VC_{t-1} \times CMPC \quad (1)$$

o también,
$$EVA_t = (R_a - CMPC) \times VC_{t-1} \quad (2)$$

donde,

VC_{t-1} es el valor contable neto de los recursos totales utilizados o capital invertido al inicio de cada período,

y R_a es la rentabilidad de activo igual a $\frac{BAIDI_t}{VC_{t-1}}$

La idea básica que introduce el EVA no es reciente. Desde hace tiempo, una medida como el VAN se ha venido utilizando como criterio para la aceptación de proyectos de inversión, respondiendo a la concepción de que los proyectos aceptables son los que crean valor. Además, el concepto de beneficio residual o **rentabilidad neta es prácticamente similar al EVA**, con diferencias, fundamentalmente, en la forma de cálculo (beneficio, coste de los recursos y la consideración o no de impuestos), más que en la determinación del concepto.

La cercanía o paralelismo existente entre el VAN y el EVA puede demostrarse matemáticamente y se expone en la siguiente relación:

$$VAN = \sum_1^n \frac{EVA_i}{(1+CMPC)^i} \quad (3)$$

Los defensores del EVA aducen que su medida descompone el VAN en “partes” anuales de valor, es un flujo, y, por ello, mejora al VAN, que es una medida “bloque” multiperíodo. De esta manera, consideran que el EVA puede ser utilizado como criterio para la evaluación del rendimiento empresarial, en cada período, y como sistema de incentivos para los trabajadores y directivos.

Como principales **ventajas** del EVA se destacan las siguientes:

- 1) **Considera el coste de los recursos utilizados y el riesgo del capital invertido**, por lo cual sirve mejor que los indicadores tradicionales para medir la eficiencia de la gestión empresarial.
- 2) **Puede ser aplicado como medida de incentivo** a la empresa en conjunto, a una sección o a un directivo. De esta forma, los salarios, por ejemplo, pueden ir ligados a objetivos de EVA.
- 3) **Alinea los objetivos de los gerentes de una unidad de negocio con los objetivos globales de la empresa.**

El EVA motiva a aceptar cualquier inversión alternativa que genere una rentabilidad mayor que el coste de capital, lo que beneficia conjuntamente a los gerentes y a la empresa. Recordemos que con el ROI los directivos podían realizar inversiones en su sección que fueran favorables a sus intereses y perjudicaran a la organización.

Entre sus **limitaciones** se señala que:

- 1) **Tiene carácter financiero, no existe información sobre el origen o causas de las ineficiencias operacionales ocurridas en el ejercicio.**

2) **Orientación de corto plazo**

El efecto neto de una inversión tecnológica innovadora que obtiene flujos de caja positivos a medio plazo será una reducción del EVA empresarial en los primeros años de la inversión y, como consecuencia, suponiendo que la retribución de los directivos va ligada a objetivos de EVA, se producirá una disminución de las retribuciones de la gerencia. Sin embargo, en períodos futuros, el incremento de ingresos y la amortización progresiva de activos contribuirá al aumento del EVA y a una mayor recompensa salarial de los directivos. Los directivos realizarán, con casi toda certeza, actuaciones

tendientes a incrementar su retribución hoy, y no mañana, es decir, paradójicamente estarán rechazando proyectos que crean valor a largo plazo.

3) *EL EVA se basa en parámetros contables*

El aumento del EVA como objetivo tiene sentido cuando la rentabilidad se interpreta como tasa interna de rentabilidad (TIR) de los flujos monetarios generados, no como rentabilidad contable de un ejercicio. No basta con que una actividad genere beneficios contables, sino que dichos beneficios deben ser reales y suficientes para retribuir a los recursos totales empleados para financiar la actividad. De esta forma, la rentabilidad, medida como TIR de dichos flujos, debería ser superior al coste de los recursos empleados en un período contable, algo que no garantiza ni aclara el EVA (Faus, 1999, págs. 39-40).

4) *El EVA tiene naturaleza histórica, mide el pasado y no las expectativas futuras*

Si el EVA de un determinado período es positivo y mejor de lo esperado, indica creación de valor en ese período. Sin embargo, puede ocurrir que el valor de la empresa disminuya si las perspectivas futuras no son muy buenas. Ello advierte que el valor depende de expectativas y no de hechos acontecidos.

5) *El EVA no informa, en todo caso, de la medida del valor generado o añadido en un ejercicio. Crecimientos del EVA pueden ser causa de destrucción de valor*

Existen factores ajenos a la empresa como, por ejemplo, ocurre con un descenso de los tipos de interés, que no son atribuibles a la gestión de los directivos. Ello puede provocar un aumento del EVA y, por consiguiente, una aparente creación de valor en ese período, aún cuando realmente la empresa no haya generado valor y sufra un deterioro en su cotización bursátil.

6) *Requiere múltiples ajustes para tener una justificación financiera*

Los consultores Stern-Stewart, creadores del EVA, han identificado unas 120 distorsiones potenciales de la realidad económica, generadas por los principios de contabilidad generalmente aceptados.

7) *Existen estudiosⁱ que no sustentan la teoría de la fuerte correlación entre el EVA y la creación de valor*

En definitiva, por lo comentado, el EVA es un instrumento de gestión empresarial basado en el valor, que mejora en ciertos aspectos a los indicadores tradicionales, aunque hay que mantener ciertas reservas sobre su consideración como creador de valor en cada ejercicio. Pensamos que la rentabilidad neta, el beneficio residual o el VAN, ya medían lo que intenta medir el EVA. Su novedad y utilidad radica en que, siendo un concepto conocido, ahora todo el mundo lo tiene en cuenta (gracias, entre otros aspectos, al aparato publicitario y de difusión de sus creadores), revoluciona la forma en que los gestores ven sus negocios. Es una nueva cultura, una nueva filosofía.

2.2. CVA (CASH VALUE ADDED)

Es una variante del EVA que añade la “verdadera” depreciación sufrida por los activos fijos. Está compuesto por el BAIDI, más la amortización contable (AC), menos

la amortización económica (AE) y menos el coste de los recursos utilizados (inversión inicial -fondos totales (FT₀)- multiplicada por el coste medio ponderado de los recursos). La AE es la anualidad que, capitalizada al coste de los recursos (CMPC), acumulará el valor de los activos al final de la vida útil de los mismosⁱⁱ. Cuando las empresas tienen activos fijos y necesidades operativas de fondos constantes, el valor actual del CVA, descontado a la tasa CPMC, coincide con el VAN.

$$CVA_t = BAIDI_t + (AC_t - AE) - (FT_0 \times CMPC) \quad (4)$$

Como se aprecia en la expresión (4), el CVA corrige el BAIDI que se utiliza en el EVA, introduciendo la depreciación real o amortización económica que se estima tendrán los activos fijos. Asimismo, tiene en cuenta, para el cálculo del valor generado en cada año, los recursos totales que son necesarios al comienzo de un proyecto de inversión, mientras que el EVA recogía el valor contable neto de la inversión al principio de cada período.

Con respecto al EVA, el CVA tiene la **ventaja** de considerar el valor de los fondos totales iniciales en cada período, con lo que sólo aparecerán cambios en la evolución de los CVA cuando se modifique una variable con incidencia real en la rentabilidad o coste de la empresa. Es decir, si, por ejemplo, el beneficio operativo permanece constante durante varios períodos, al igual que el CMPC, todos los CVA, para cada uno de esos años, deberán ser iguales, lo que significa que no habrá habido más creación de valor en un ejercicio que en otro. El valor obtenido en cada año aplicando el EVA sería diferente, lo que no tiene sentido, pues la empresa no ha cambiado sus parámetros de actividad en ninguno de esos ejercicios.

Por todo lo comentado, si no hay creación de valor en un horizonte temporal determinado (por tanto el VAN es cero), los CVA de cada período deben ser nulos. En caso de que haya creación de valor, los CVA de cada período tendrán la misma cuantía, informando de que la creación de valor en la empresa ha sido uniforme.

Finalmente, en cuanto a las **ventajas** que tiene sobre los indicadores tradicionales, el CVA, al igual que el EVA, considera el coste de los recursos utilizados y el riesgo del capital invertido.

2.3. CFROI (CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT)

Es una medida de rentabilidad de activo, similar a la TIR de los proyectos de inversión, que ajusta por inflación los flujos de caja e intenta mejorar las deficiencias encontradas en el ROI (esencialmente contables). Los flujos de caja y la inversión bruta inicial se calculan de forma determinada y se ajustan a la inflación.ⁱⁱⁱ Es, por tanto, “una rentabilidad real, expresada en unidades monetarias constantes, y representa la rentabilidad media de todos los proyectos existentes de una empresa en un momento determinado”^{iv}. Así, pues, una empresa crea valor si el CFROI es superior al CMPC sin inflación, puesto que, en ese caso, la rentabilidad neta o diferencia entre ambos es positiva.

Podemos destacar como principal **ventaja** que expresa rentabilidad real, pues considera los flujos de entrada y salida de un proyecto y los ajusta por inflación. La posterior comparación con el CMPC, en unidades monetarias constantes, proporciona la creación real de valor.

Los **inconvenientes** consisten, en primer lugar, en encontrar la forma más adecuada de calcular la vida de los activos fijos, para poder estimar el horizonte

temporal de valoración. Un segundo inconveniente reside en la dificultad para realizar un ajuste apropiado de la inflación prevista. Por otra parte, la utilización de tasas reales puede no ser bien entendida por el inversor o accionista, y, finalmente, no existe aún evidencia empírica sobre su excelencia respecto a otras medidas de rentabilidad utilizadas por el inversor.

3. CONCLUSIONES SOBRE LOS NUEVOS INDICADORES DE VALOR CREADO

De acuerdo con lo expuesto hasta el momento, vamos a presentar los aspectos favorables y limitaciones que hacen aconsejables o no la utilización de los nuevos instrumentos que estiman la creación de valor para el accionista.

Comenzando por las ventajas, en general, los indicadores analizados consideran el coste de los recursos utilizados y el riesgo del capital invertido, por lo que sirven mejor que los indicadores tradicionales para medir la gestión del directivo; y alinean los objetivos de los gerentes de una unidad de negocio con los objetivos globales de la empresa y del accionista.

En cuanto a los inconvenientes, algunas de estas nuevas medidas encuentran ciertas dificultades para ser entendidas por los directivos, inversores y accionistas. El cálculo de sus variables puede ser muy complejo y, en ocasiones, discutible. Además, sus resultados no siempre tienen el sentido que le atribuyen sus autores: creación de valor, y las cifras obtenidas por diferentes indicadores pueden llevarnos a conclusiones distintas (caso del EVA y el CVA).

De forma más concreta:

- El **EVA** mejora en ciertos aspectos a los indicadores tradicionales, aunque hay que mantener ciertas reservas sobre su consideración como creador de valor en cada ejercicio. Pensamos, que la rentabilidad neta, el beneficio residual o el VAN ya medían lo que intenta medir el EVA. Entre sus *inconvenientes*, se señala que es una medida basada en parámetros contables, por lo cual puede ser manipulada; además, su carácter financiero le hace fallar en la descripción del nivel de esfuerzo y desempeño de cualquier unidad empresarial. Otros defectos son que enfatiza los resultados a corto plazo, no teniendo en cuenta el futuro de la empresa; no expresa, en todo caso, creación/destrucción de valor en un ejercicio y, en último lugar, que impide a los gerentes comprender cómo sus decisiones afectan al resultado final.
- El **CVA** corrige el BAIDI que se utiliza en el EVA, introduciendo la depreciación efectiva. Con respecto al EVA, sólo aparecerán cambios en la evolución de los CVA cuando se modifique una variable con incidencia real en la rentabilidad o coste de la empresa. En cuanto a las ventajas que tiene sobre los indicadores tradicionales considera el coste de los recursos utilizados y el riesgo del capital invertido.
- El **CFROI** es una medida de rentabilidad de activo que intenta mejorar las deficiencias del ROI (esencialmente contables). Como principal cualidad expresa rentabilidad real, pues considera los flujos de entrada y salida de un proyecto, ajustándolos por inflación. Los inconvenientes consisten en encontrar la forma más adecuada de calcular la vida de los activos fijos y, en segundo lugar, la dificultad para realizar un ajuste apropiado de la inflación prevista. Por otra parte, la utilización de tasas reales puede no ser bien entendida por el inversor o accionista y,

finalmente, no existe aún evidencia empírica sobre su excelencia respecto a otras medidas de rentabilidad utilizadas por el inversor.

4. CONCLUSIONES FINALES

- 1) La creación de valor en la empresa debe ir dirigida a satisfacer los objetivos e intereses de los accionistas. En este sentido, los propietarios deben ser retribuidos preferentemente, aunque manteniendo un equilibrio con el resto de los agentes participantes, que también contribuyen a generar valor.
- 2) Cualquier medida que quiera expresar verdaderamente creación de valor debe incluir parámetros indicativos de la rentabilidad real o potencial que se genera en un período temporal. Es decir, para que en un ejercicio se genere valor, los beneficios o ganancias deben ser reales y suficientes para retribuir a los recursos totales empleados para financiar la actividad. Por tanto, los flujos de caja utilizados deben estar muy cerca de la liquidez potencial que puede recibir el accionista. La utilización de flujos reales de valor próximos a la liquidez garantiza, además, la aplicación de criterios de descuento, tales como el VAN o el TIR.

A ello se une la existencia de bastantes estudios, entre los que se encuentra el realizado por Rawley y Martin (1985), que establecen que las cifras basadas en flujos de efectivo muestran una mejor explicación del precio de las acciones en el mercado de capitales estadounidense. Por otra parte, Roger Mills, del *Henley Management College* destaca las investigaciones empíricas que apoyan “la significativa relación entre el flujo de tesorería y la cotización de las acciones”.

- 3) De la anterior conclusión podríamos colegir lo siguiente: si vamos a utilizar parámetros expresivos de la liquidez excedente o rentabilidad real en un período, ¿no sería más fácil aplicar la tesorería generada en dicho período?

Para contestar a este interrogante, pensemos en un concepto próximo a la liquidez: el $FCL_{\text{accionistas}}^v$. La tesorería generada por la empresa en un período determinado va a coincidir con el $FCL_{\text{accionistas}}$ cuando la autofinanciación sea un flujo monetario, no se incluyan resultados extraordinarios y las necesidades de activo circulante sólo comprendan activos y pasivos circulantes de explotación. De ello se deduce, por tanto, que, en determinadas circunstancias, la tesorería generada en un ejercicio puede ser indicativa de la creación de valor en ese período. Por otro lado, en el caso de que la tesorería objetivo presupuestada coincida con el dividendo a repartir y no existan desequilibrios presupuestarios, el $FCL_{\text{accionistas}}$ será igual al dividendo y, por consiguiente, a la tesorería objetivo.^{vi} De nuevo, la tesorería previsional podría ser indicativa de la que potencialmente pueden recibir los accionistas.

- 4) No existe una única medida universal, una receta generalizable, que pueda explicar suficientemente el complejo entramado del valor que forman la empresa y su entorno. Las particularidades de cada país, sector, empresa o la fase de evolución de una compañía pueden justificar la inclinación hacia unos determinados instrumentos de medida de creación de valor u otros. Lo importante es conocer el contexto del problema que se quiere solucionar o la realidad empresarial que se desea medir. Una vez identificados, habrá que proponer las medidas más apropiadas y ajustadas a los objetivos que se pretende alcanzar. Por ello, creemos que la toma de decisiones empresariales debe ser guiada por el conjunto de los indicadores más correlacionados con los objetivos pretendidos en el seno de una organización.

Se proponen, por tanto, medidas que se apoyan, por una parte, en la proximidad conceptual a la liquidez potencial o valor creado real que, con el tiempo, percibirán los accionistas – es decir flujos de liquidez reales y expectativas de crecimiento– y, en segundo lugar, que aplican tasas de descuento –resumen el riesgo o CMPC de la empresa– para la comparación temporal de los valores

obtenidos. Además, los accionistas y directivos coincidirían en la orientación que deben adoptar para conseguir crear valor y, por último, serían fácilmente aplicables. No obstante, no podemos olvidar la operatividad, potencia y capacidad explicativa de indicadores tradicionales como el VAN o TIR y la utilidad de conceptos como la rentabilidad neta o beneficio residual.

- 5) Las medidas contables e históricas, que tradicionalmente han venido sirviendo como indicadores de valor, se están viendo sustituidas por otras basadas en la evaluación del riesgo esperado, expectativas de crecimiento y resultados expresados en flujos de efectivo, que explican los determinantes fundamentales que generan e impulsan valor en la empresa.
- 6) Finalmente, algunos diseñadores de medidas de valor mantienen que “*se obtiene lo que se mide*”, por lo que pensamos que la mejor gestión del valor consiste en formar al directivo y al empleado para comprender la naturaleza de los problemas, entender el fundamento de sus soluciones, cómo y por qué se crea valor. Así, la aplicación de políticas y decisiones empresariales sobre inversión, financiación y dividendos, basadas en una correcta planificación financiera, podría proporcionar la clave para una adecuada gestión del valor. Una vez que este procedimiento se inserta en la cultura de la organización empresarial, es el momento de introducir indicadores que midan la eficacia de las acciones realizadas. Para ello, los buenos indicadores de valor deben estar correlacionados con las decisiones empresariales que se orientan a alcanzar los objetivos planteados en el seno de una organización.

ⁱ FERNÁNDEZ, P. (1999), págs.263-266.

ⁱⁱ La AE de unos activos fijos (AF) que se amortizan en t años es:
$$AE = \frac{AF \times CMPC}{(1 + CMPC)^t - 1}$$

ⁱⁱⁱ El flujo de caja incluye el beneficio neto, amortizaciones, gastos financieros después de impuestos, pagos de leasing operativo, y ajustes por inflación de las necesidades de capital circulante. La inversión inicial se compone de activos contables, amortización acumulada, activos de leasing, *goodwill* y ajuste por inflación, fundamentalmente.

^{iv} En opinión de *Holt Value Associates*, promotor de este concepto.

^v Analizado en Ruiz Martínez, R.J. y Jiménez Caballero, J.L. (2000).

^{vi} Para una mejor comprensión puede consultarse Ruiz Martínez, R.J. y Jiménez Naharro, F. (1999a) y (1999b).

BIBLIOGRAFÍA

- AMAT, O.(1999): *EVA: Valor Añadido Económico. Un nuevo enfoque para optimizar la gestión, motivar y crear valor*. Ediciones Gestión 2000. Barcelona.
- BARFIELD, R. (1998): “*The true test of performance*”. *The Banker*. London.
- BLAIR, A. (1997): “*Watching the new metrics*”. *Management Today*. London.
- BLACK, A., WRIGHT Y BACHMAN, J.E.(1999): *En busca del valor para el accionista*, Pricewaterhouse-coopers.
- BREWER, P. & CHANDRA, G.(1999): “*Economic Value Added (EVA): Its uses and limitations*. *S.A.M. Advanced Management Journal*. Cincinnati. Spring.
- CINCO DÍAS (1999): *Guía de valoración de empresas: creación de valor para el accionista*. Pricewaterhouse-coopers.
- DAVIDSON, S. (1999): “*Community banks and EVA*”. *America’s Community Banker*. Washington.
- DODD, J.L. Y JOHNS, J.(1999): “*EVA reconsidered*”. *Business and Economic Review*. Columbia.
- EGUIDAZU, S. (1999): *Creación de valor y gobierno de la empresa*. Gestión 2000. Barcelona.
- FAUS, J.(1999): “*Gestión basada en el valor: EVA frente a ECA*”, *Finanzas & Contabilidad*. Harvard Deusto, nº32, noviembre-diciembre.
- FERNÁNDEZ, P. (1999): *Valoración de empresas*. Gestión 2000. Barcelona.
- (2000): *La creación de valor para los accionistas*. Gestión 2000. Barcelona.
- FILIPPELLO, N. (1999): “*The evolution of restructuring: seizing change to create value*”. *Business Economics*. Washington.
- HALE, J.(1998): “*Strategic rewards: keeping your best talent from walking out the door*”. *Compensation & Benefits Management*. Greenvale.
- HERZBERG, M.M.(1998): “*Implementing EBO/EVA analysis in stock selection*”. *Journal of Investing*, New York.
- HILTON, A. (1999): “*Weighing up the cats*”. *Management Today*. London.
- [Http:// www.estern.nyu.edu/~ adamodar/](http://www.estern.nyu.edu/~adamodar/)
- IRIMIA, A.I. Y PALACÍN, M.A. (2000): “*La creación de valor al accionista: algo más que una moda*”. Jornadas luso-españolas. Algarve.

-
- LAMOTHE, P.(1999): Gestión de carteras de acciones internacionales. Ediciones Pirámide. Madrid.
- LISA, E. (1997): “*Is EVA for everyone?*”. *Oil & Gas Investor*. Denver.
- MADDEN, B.J.(1998): “*The CFROI valuation model*”. *Journal of Investing*. New York.
- MARTÍN MARÍN, J.L. Y RUIZ MARTÍNEZ, R.J. (1992): *El inversor y el patrimonio financiero*. Ariel Economía. Barcelona.
- McCLENAHEN, J.S.(1998): “*Accounting for change*”. *Industry Week*. Cleveland.
- NICHOLS, P. (1998): “*Unlocking shareholder value*”. *Management Accounting*. London.
- PRESSLY, T.R. (1999): “*EVA: The Real Key to Creating Wealth*”. *Ohio CPA Journal*. Columbus.
- RAWLEY, T. Y MARTIN, L. (1985): “*Linking Corporate Return Measures to Stock Prices*”, Molt Plannig Associates St. Charles, Illinois, en BLACK, A., WRIGHT Y BACHMAN, J.E.(1999): *En busca del valor para el accionista*, Pricewaterhouse-coopers, págs. 61-62.
- REVISTA INVERSIÓN Y CAPITAL (2000): “El dividendo”. Nº317.11 de febrero, pág.26.
- RUIZ MARTÍNEZ, R.J. y JIMÉNEZ NAHARRO, F. (1999a): “¿Qué nos dejó el viejo Análisis Fundamental?”, Boletín de Estudios Económicos Deusto, Vol. LIV, abril.
- (1999b): “Antes y después del flujo descontado de fondos”, Banca&Finanzas, octubre.
- RUIZ MARTÍNEZ, R.J. Y JIMÉNEZ CABALLERO, J.L. (2000): “Indicadores clásicos de creación de valor”, Banca y Finanzas, septiembre.
- SHIELY, J.S.(1996): “*Is the value management the answer?*”. *Chief Executive*, New York.
- Strategic Finance* (1998): “*Perspectives on the performance measures*”. Montvale.
- RUIZ MARTÍNEZ, R.J. y JIMÉNEZ NAHARRO, F. (1999): “¿Qué nos dejó el viejo Análisis Fundamental?”, Boletín de Estudios Económicos Deusto, Vol. LIV, abril; y –(1999): “Antes y después del flujo descontado de fondos”, Banca&Finanzas, octubre.