

ESPAÑOL

PORTUGUÊS

ENGLISH



# Boletín UPAV CONTIGO

Edición N° 23 Mayo - 2026



**M**uchas noticias han sucedido desde nuestra última edición y sabemos que están a la espera de esta nueva edición del boletín oficial de la UPAV.

En esta publicación contaremos con la primera parte de un artículo sobre valoración d empresas en marcha, gestiones realizadas por la dirección de equidad de género, una entrevista realizada al sr. Ricardo López miembro del comité de experto del CIEVA, información importante del Congreso UPAV y una nota sobre la bienvenida a la Camara Inmobiliaria de Uruguay a la UPAV.

Aprovechamos esta edición para informarles que buscando estar mas cerca de ustedes, estimados lectores el boletín evoluciona y contará con su red social Instagram:

@boletinesupav

Como siempre le invitamos a ser parte de este boletín haciéndonos llegar sus noticias y contactando a nuestro grupo de corresponsales.

**#soyvaluadorpanamericano**

## JUNTA DIRECTIVA UPAV

### **Presidente UPAV - Chile:**

Teodosio Cayo

### **Vicepresidente - Chile:**

Patricio Valdés

### **Director Financiero - Chile:**

Felipe Toledo

### **Director de Secretaría - Honduras:**

Nadia Cuadra

### **Director General - Uruguay:**

Mario Stefanoli

### **Director - Paraguay:**

Daniel Lird

### **Comisario - Brasil:**

Eduardo Rottman

### **Dirección de Información - Panamá:**

Carlos Samudio

### **Dirección de Normas - Colombia:**

Germán Noguera

### **Dirección de Asuntos**

### **Interinstitucionales - México:**

César Cantú

### **Dirección de Educacion - Chile:**

Leonardo Triviño

### **Congreso Impar - Ecuador:**

Gabriela Merino

### **Congreso Par - España:**

Leandro Escobar

Visita nuestro sitio

web:

<https://upav.net/>



# Uso correcto del CAPM

## Ajustado en el cálculo del WACC y su impacto en la valuación de empresas (autor: Armando Escalante - Mexico)

El costo promedio ponderado de capital (WACC) constituye uno de los parámetros fundamentales en los modelos de valuación de empresas basados en flujos descontados. En la práctica profesional es frecuente encontrar inconsistencias metodológicas en la incorporación de primas adicionales de riesgo —particularmente la prima por tamaño— al estimar el costo del capital propio mediante el modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM). El presente trabajo analiza la diferencia conceptual entre el CAPM puro y el CAPM ajustado, desarrolla la formulación correcta del WACC cuando se utilizan primas adicionales de riesgo y presenta un ejemplo numérico que ilustra el impacto de aplicar incorrectamente dichas primas en la tasa de descuento. Los resultados muestran que incorporar la prima por tamaño directamente al WACC genera una sobreestimación del costo de capital y puede producir una subvaluación significativa del negocio. Se concluye que las primas adicionales deben integrarse exclusivamente en el costo del capital propio antes de calcular el WACC para preservar la coherencia financiera del modelo de valuación.



### 1. Introducción

La estimación del costo de capital es uno de los elementos centrales en la valuación financiera de empresas. En particular, el costo promedio ponderado de capital (WACC) se utiliza ampliamente como tasa de descuento en modelos de flujo de efectivo descontado (DCF), ya que refleja el costo total de financiamiento de la empresa.

El cálculo del costo del capital propio suele realizarse mediante el Capital Asset Pricing Model (CAPM), modelo que relaciona el rendimiento esperado de un activo con su nivel de riesgo sistemático respecto al mercado (Sharpe, 1964). Sin embargo, cuando se valúan empresas privadas o de menor tamaño, el CAPM tradicional suele ampliarse mediante la incorporación de primas adicionales de riesgo que reflejan factores no capturados por el modelo original (Damodaran, 2012).

Una práctica incorrecta que se observa en ocasiones consiste en agregar la prima por tamaño directamente al WACC, en lugar de incorporarla dentro del costo del capital propio. Este artículo examina las implicaciones metodológicas de dicho procedimiento.

### 2. Marco conceptual

#### 2.1 El CAPM puro

El CAPM establece que el rendimiento requerido por los accionistas depende del riesgo sistemático del activo, medido mediante el coeficiente beta. La expresión del modelo es:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

donde  $K_e$  es el costo del capital propio,  $R_f$  es la tasa libre de riesgo,  $(R_m - R_f)$  representa la prima de riesgo del mercado y  $\beta$  mide la sensibilidad del activo respecto al mercado. El modelo asume que los inversionistas pueden diversificar completamente los riesgos específicos, por lo que únicamente el riesgo sistemático es remunerado por el mercado.

## 2.2 El CAPM ajustado

En la valuación de empresas privadas es común utilizar una versión ampliada del CAPM que incorpora primas adicionales de riesgo (Pratt, 2022):

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + RP_{size} + RP_{industry} + RP_{country} + RP_{company}$$

Estas primas reflejan factores como el tamaño reducido de la empresa, concentración de clientes, iliquidez y riesgos regulatorios.

## 3. WACC con CAPM ajustado

El costo promedio ponderado de capital se define como:

$$WACC = K_e(E/V) + K_d(1-T)(D/V)$$

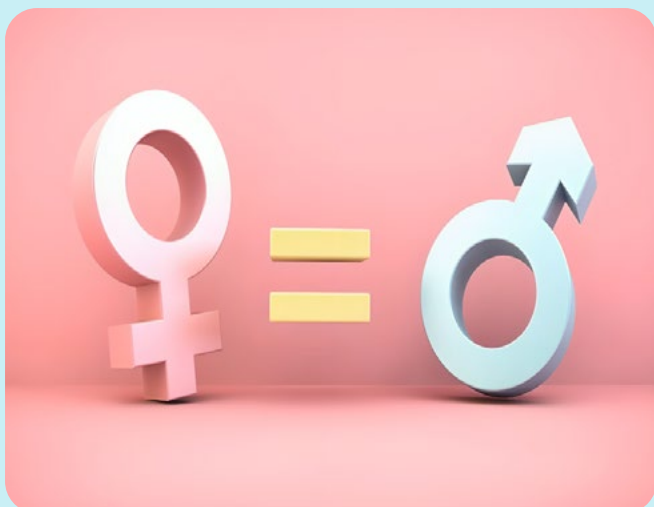
donde  $K_e$  es el costo del capital propio,  $K_d$  es el costo de la deuda,  $T$  es la tasa impositiva,  $E$  es el valor del capital propio,  $D$  es el valor de la deuda y  $V = D + E$ .

Cuando se utiliza el CAPM ajustado, las primas adicionales deben integrarse dentro del cálculo de  $K_e$  antes de determinar el WACC.



**Este artículo continuara en la próxima edición del boletín UPAV....**

## Dirección de Equidad de Género – UPAV



**E**n el marco del programa de trabajo de la Dirección de Equidad de Género de UPAV, durante el periodo reciente se llevó a cabo el 1er Conversatorio 2026 – Especial Día de la Mujer, bajo el tema “Valuadoras: Presencia, Voz y Huella”, celebrado el 12 de marzo de 2026. Este encuentro internacional tuvo como objetivo fortalecer la participación, visibilidad y liderazgo de las mujeres en el sector valuatorio de Iberoamérica, consolidando un espacio de diálogo técnico e institucional sobre los retos actuales y las oportunidades para avanzar hacia una práctica valuatoria más incluyente, diversa y representativa, así como recomendaciones para la adopción de estándares internacionales de valuación.

- Participación de representantes de múltiples asociaciones panamericanas integradas a UPAV.
- Integración de voces femeninas con experiencia en valuación inmobiliaria y liderazgo gremial.
- Intercambio de experiencias sobre barreras de acceso, desarrollo profesional y representación en espacios directivos.
- Identificación de acciones prioritarias para fortalecer redes de mentoría, capacitación continua y cooperación regional.
- Generación de propuestas para impulsar mayor presencia femenina en congresos, paneles técnicos, comités y órganos de decisión.

El conversatorio evidenció que el crecimiento de la participación femenina en la valuación continúa avanzando; sin embargo, este progreso depende en gran medida de el involucramiento y participación.

De manera similar a otras disciplinas profesionales, se identificó que la consolidación de la equidad requiere procesos formación de liderazgos y políticas institucionales permanentes que aseguren continuidad en los avances alcanzados.

Las actividades desarrolladas fortalecen el posicionamiento de la Dirección de Equidad de Género como un eje estratégico dentro de UPAV, al promover una agenda enfocada en:

1. Visibilidad del talento femenino.
2. Igualdad de oportunidades profesionales.
3. Liderazgo gremial con perspectiva inclusiva.
4. Cooperación internacional entre asociaciones.
5. Innovación y transformación de la valuación profesional.

Próximos pasos.

- Continuar con ciclos de conversatorios temáticos.
- Diseñar programas de mentoría regional.
- Impulsar estadísticas sobre participación femenina en la valuación.
- Promover presencia equilibrada en eventos y órganos directivos.
- Difundir casos de éxito de mujeres líderes en la profesión.

La Dirección de Equidad de Género reafirma su compromiso de seguir impulsando trayectorias profesionales de las valuadoras panamericanas. El 1er Conversatorio 2026 – Especial Día de la Mujer confirma el interés de la Directiva de UPAV bajo el liderazgo del presidente Teodosio Cayo, de fomentar la colaboración y convivencia entre las Asociaciones de Valuación integrantes de UPAV siendo una herramienta clave para transformar entornos profesionales, abrir oportunidades y generar valor para las nuevas generaciones.



## Certificado Iberoamericano de Experto en Valuación” (CIEVA) Comité de Expertos

**L**a Unión Panamericana de Asociaciones de Valuación (UPAV) invitó a Sr. Ricardo López Rivera a que fuese miembro del Comité de Expertos en el proceso de certificación de personas: “Certificado Iberoamericano de Experto en Valuación” (CIEVA), invitación que amablemente aceptó.

El Sr. López es director general del Instituto Geográfico y Catastral del Estado de Quintana Roo (México); presidente del Instituto Mexicano de Catastros (INMECA) y presidente del Comité Permanente sobre el Catastro en Iberoamérica (CPCI), siendo sus aportes en el proceso de certificación plurales y de gran valía, por lo que le agradecemos su colaboración.

Esta entrevista se ha realizado a comienzos de marzo de 2026, unos meses antes de la nueva convocatoria para la selección de técnicos CIEVA, un compromiso asumido por la UPAV para aportar al ámbito de la Valuación técnicos cualificados, con altos niveles éticos, que trabajan sobre estándares internacionales plenamente consolidados, diferenciándose de otros a través del valor añadido que le otorga la certificación, una vez se han armonizado globalmente sus perfiles profesionales.

**Entrevistado: D. Ricardo López Rivera (RL)**  
**Entrevistador: D. Manuel Alcázar Molina (MA)**

**MA. ¿Puede comentarnos qué es el Comité Permanente sobre el Catastro Iberoamericano - CPCI?**

**RL.** El CPCI es una asociación sin personería jurídica que agrupa a las Instituciones públicas con funciones catastrales en los Estados de Iberoamérica. Se ha conformado en una sólida red de excelencia sobre el Catastro, conceptuándose este con una visión plural, facilitando el intercambio de información, pericias, apoyos tecnológicos y mejores prácticas entre sus miembros, fomentando la discusión entre profesionales de las Administraciones públicas y el sector privado.

Se fundó en 2006, por lo que este año estamos de aniversario. Y dentro de las actividades programadas en el “Día Iberoamericano de Catastro”, se entregará el “Reconocimiento a las Buenas Prácticas Catastrales”, se presentará el simposio de este ejercicio, a celebrar en Medellín (Colombia) y se expondrán algunos avances que han desarrollado los grupos de trabajo que integran la Secretaría Técnica, entre otros uno en materia de “Valoración Catastral y Tributación Inmobiliaria”; muestra del interés demostrado por todos en estas disciplinas.

**MA. Vemos entonces que el CPCI presta una especial atención a la Valoración Inmobiliaria.**

**RL.** Sin duda alguna, y por eso es doblemente grata la invitación cursada desde la UPAV al CPCI. Valorar los inmuebles es una de las tres exigencias primarias de un Catastro. Aquellos se identifican a través de sus características física, jurídicas y económicas, y es esta última la que presenta una mayor demanda de profesionales capacitados y éticos. Los Catastros cuentan con normativas propias de valoración a sus efectos, pero necesitan conocer los mercados, intercambiar experiencias con los valuadores, identificar las variables explicativas; todo ello enmarcado en un alto nivel de confiabilidad, transparencia y profesionalismo. No hay que olvidar que una de las utilidades primigenias es la tributación inmobiliaria y que esta, como todo impuesto, está sometido a la Constitución bajo las premisas de equidad y justicia tributaria.

**MA. ¿Puede ofrecerme una visión crítica de las instituciones catastrales?**

**RL.** Una pregunta compleja y comprometida. Como sabe, la realidad catastral en Iberoamérica es dispar, tanto en coberturas territoriales como en materia de prestación de servicios; no contamos con homogeneidad normativa y la coordinación con otros registros, tanto administrativos como jurídicos, no es plena; a la vez que la inversión en capacitación y tecnología es susceptible de mejora; lo que se enmarca en

un problema ya residual como es la resistencia al cambio, derivada de trayectorias asentadas durante décadas. Ahora bien, lo que, si le puedo asegurar tras casi cuatro años como presidente del CPCI y otros más como responsable catastral en México, es que todas las instituciones catastrales estamos trabajando para solventar estas incidencias, que por otra parte son comunes a gran parte de las Administraciones nacionales y subnacionales. Tenemos ilusión, buenos equipos humanos, visión de futuro y fortaleza para avanzar. Y la prueba de que hoy estemos aquí, hablando con la UPAV, es un claro mensaje a todos de que queremos mejorar juntos para lograr las metas que nos hemos autoimpuesto.

**MA. ¿Cómo vincula los Catastros con el ordenamiento territorial, el financiamiento municipal y el desarrollo socioeconómico?**

**RL.** En este apartado, en utilidades del dato georreferenciado, es donde verdaderamente alcanzan su potencialidad los catastros, al conceptualizarse como infraestructuras territoriales. Como tales son, o pueden ser, utilizados para gestionar correctamente el suelo mediante una ordenación territorial y un urbanismo sostenible; urbanismo que permite la creación y regeneración de las ciudades creando riqueza que se comparte tras identificar, cuantificar y, en su caso, capturar las plusvalías que se generan. Este es un impuesto claramente social que, lamentablemente, no se aprovecha en toda su potencialidad. No olviden que correctamente gestionado el urbanismo debería financiar el urbanismo, una quiebra en algunos lugares de Iberoamérica.

Obviamente el impuesto predial, o sobre bienes inmuebles, pues tiene diferentes denominaciones, es al que más atención prestan las haciendas locales. Se trata de un tributo que suele estar destinado a financiar las municipalidades, lo que en ocasiones ha motivado que las responsabilidades catastrales, amén de las tributarias y recaudatorias, se hayan delegado en aquellas.

En cualquiera de estas realidades, tributos, ordenación territorial y desarrollo, es imprescindible conocer el valor de mercado, bien para cuantificar los valores catastrales, que generarán bases imponibles diversas, como



para conocer la evolución del valor de los suelos en procesos de desarrollo o de renovación de la ciudad interior, en los proyectos de formalización, en los programas de reforma agraria, etc. Ello permite evaluar sus trayectorias con objeto de conocer si se cumplen y mantienen los objetivos que motivaron estos esfuerzos sociales, en aras de mejorar las condiciones de vida de las familias beneficiadas en un esfuerzo conjunto de la sociedad.

El valuador, tanto en la Administración pública como en el sector privado que trabaja para aquella, ha de concienciarse de trabajar bajo procesos estandarizados y datos fiables. De esta forma menguarán las disfunciones tributarias, se desjudicializarán procesos, se incrementará la confianza y las decisiones administrativas, empresariales y personales serán más robustas sobre la base de datos ciertos.

**MA. ¿Considera que los catastros se están modernizando, adaptándose a las nuevas tecnologías, ofreciendo los productos que otras Administraciones públicas, empresas y ciudadanos demandan de la mayor base de datos territorial de un país?**

**RL.** Sin duda alguna. Es un compromiso asumido que se está cumpliendo y cada día más es reconocida esta labor. No hay que olvidar que la tecnología favorece la ejecución de tareas, pero son los técnicos los que finalmente diseñan, procesan y validan los trabajos. Y en esta línea

la certificación de personas, en concreto en valuación, es especialmente importante y cada vez más solicitada.

Las diferentes juntas directivas del CPCI, que se renuevan cada dos años, y los grupos de trabajo a los que antes he hecho referencia, atienden las demandas de los Catastros y, en su caso, abordan las problemáticas globales en los conversatorios, talleres y simposios, que desarrollamos a lo largo del año. Esto permite conocer tecnologías, formas de facilitar a los ciudadanos su relación con los Catastros, identificar anticipadamente demandas de datos y productos, etc.

Y es precisamente el dato “valor catastral”



uno de los productos que progresivamente es más demandado, especialmente por otras Administraciones públicas, aunque también por los propios ciudadanos cuando requieren de una referencia administrativa que les sirva de orientación para sus actuaciones. Es necesario destacar la construcción paulatina de los observatorios de mercado inmobiliarios, como el existente en España, que gestionado por el Catastro ofrece información de calidad, accesible y gratuita a todos. Precisamente este observatorio sería un elemento de conexión inmediata con la UPAV, a través de sus profesionales certificados, de colaboración y beneficio mutuo. Espero tener ocasión de conversarlo detenidamente con los responsables en un plazo corto de tiempo.

**MA. La siguiente pregunta es consecuente con su último párrafo ¿cómo se podría articular una colaboración eficiente entre el CPCI y la UPAV?**

**RL.** De momento ya hemos dado un paso importante. En el último simposio, celebrado en Perú, la UPAV solicitó su inclusión como miembro observador del CPCI. Fue su presidente, el Sr. Cayo, quien presentó y defendió la propuesta, siendo aceptada por unanimidad. Es un buen comienzo, que no ha de quedarse solo en una iniciativa, sino que poco a poco estamos buscando puntos de encuentro para fortalecerla. De hecho, la invitación que me cursaron para ser miembro del Comité de Expertos del CIEVA me llenó de orgullo y creo que podremos hacer muchas cosas beneficiosas conjuntamente y para todos. Tanto la UPAV como el CPCI tienen al inmueble como objeto de referencia, por lo tanto, no es lógico que no nos conozcamos; hemos de investigar y poner en marcha líneas de colaboración y buscar convergencias, que las hay, y muchas.

Trabajar juntos fomenta la capacitación plural, la profesionalización, una forma más de avanzar en beneficio global y, especialmente, en el conocimiento de mercados, lo que favorece la asignación catastral de valores que se convertirán, en muchas ocasiones, en bases imponibles de diversos tributos; tributos que encuentran gran parte de su legitimación precisamente en la cuantificación del valor del inmueble.

**MA. ¿Cómo considera Ud. que puede contribuir la certificación de valuadores (CIEVA) en el fortalecimiento de los catastros?**

**RL.** Los catastros se articulan sobre datos georreferenciados, y uno de los principales, quizá el más polémico en muchas ocasiones derivado de la utilidad tributaria directa de esta información, es el valor asignado a los inmuebles. Esta asignación es una responsabilidad de los Catastros a través de normativas técnicas rigurosas, administrativas, transparentes, confiables y entendibles, pero para ello, para poder cuantificar el valor sobre la base de las variables explicativas capturadas y procesadas, hay que conocer los submercados e identificar su evolución.

La característica valor es la menos estable de las características que registramos, pues es el

mercado el que lo establece conforme con su dinámica; una dinámica que hay que conocer e interpretar. Como ya he comentado, algunas instituciones han puesto en marcha los conocidos como observatorios catastrales del mercado, que se alimentan de información procedente de numerosas fuentes, que una vez procesada, ofrece una aproximación. Pero son los técnicos valuadores, catastrales y externos, sobre la base de sus conocimientos, experiencias y habilidades, los que pueden ofrecer confianza y certeza a las estimaciones generadas por los diferentes programas informáticos.

Acudir a una de las asociaciones que integran la UPAV y contar con técnicos certificados será una ayuda de primer nivel en nuestro trabajo. Y como todo, este camino tiene un doble sentido. Los Catastros podrán ofrecer líneas de cooperación preferente con estos profesionales. Hay algunas experiencias relevantes como son, por ejemplo, las desarrolladas en España a través de los denominados PIC (puntos de información catastral) que, con los matices y los marcos administrativos locales podrían redefinirse en América Latina.

**MA. ¿Cómo animaría a los valuadores iberoamericanos a certificarse?**

**RL.** Creo que mi participación en este proyecto es una prueba de mi convencimiento de que el proceso de certificación de personas es una apuesta ganadora. Una persona certificada conforme con el esquema promovido y gestionado por la UPAV, goza del reconocimiento y la confianza de la misma e, indirectamente, lo logrará del CPCI y de los Catastros locales. Son procedimientos aceptados mundialmente, y cada vez más demandados, especialmente cuando se garantiza una armonización de perfiles profesionales inmersos en una economía globalizada en la que, si bien los inmuebles no circulan, si lo hace la información; y el valor es uno de los datos fundamentales para consolidar un catastro. Además, la voluntariedad de la certificación anima a pensar que son los técnicos certificados los que han decidido mejorar, los que demandan un valor añadido a sus actividades. Estoy convencido de que progresivamente los valuadores certificados por la UPAV irán conformando equipos con los técnicos catastrales y en un futuro próximo su labor, enmarcada en los principios éticos que esta unión de asociaciones garantiza, favorecerá relaciones sólidas y confiables.

**MA. Le estoy muy agradecido por compartir con nosotros su punto de vista sobre los Catastros iberoamericanos, su sinceridad a la hora de abordar realidades locales y su compromiso con los procedimientos de valoración inmobiliaria. Esperamos poder entrevistarle en unos años para conocer nuevamente su opinión al respecto.**

**RL.** Gracias a la UPAV por la confianza puesta en el CPCI a través de mi persona. Espero que así sea y cuenten conmigo para trabajar juntos en esta certificación iberoamericana de expertos en valuación, que a todos beneficia.

Finalizamos esta entrevista felicitando al Comité Permanente sobre el Catastro Iberoamericano quienes celebran sus 20 años de creación, siendo el 12 de mayo su día de fundación. Le extendemos un cordial saludo y sigan desarrollándose su norte: “Geografía para la Vida” mil felicidades.



# Congreso UPAV - XL

# Madrid 2026

Valoración, Inteligencia Artificial y juicio profesional



**E**l camino hacia la cita anual más importante de la valuación iberoamericana sigue con todo. Garantizando que este encuentro entre colegas, amigos, profesionales de todos los países será un éxito en todos los sentidos.

Se ha culminado la etapa de recepción de temas, donde más de un centenar de propuestas fueron enviadas desde los distintos países, se están revisando cada uno de los diferentes contenidos enviados y se ha observado la calidad y el esmero que los proponentes han dedicado, lo que hace de la selección un proceso lleno de retos por el nivel de los documentos postulados. A varios meses del congreso, el nivel de interés tanto de los futuros ponentes, así como de quienes asistirán es alto, a los más de 100 documentos recibidos debemos agregar más de 400 personas preinscritas al congreso, lo que demuestra la confianza que un Congreso UPAV es sinónimo de calidad y excelencia.

Se sigue trabajando en llevar a los mejores ponentes del mundo de la valuación y áreas afines, ya que todos aportamos al crecimiento de esta ciencia.

**Sigan en contacto con el sitio web:** <https://congresoupav.com/>  
**y con las publicaciones del boletín para más información.**



**CÁMARA  
INMOBILIARIA  
URUGUAYA**

## **CÁMARA INMOBILIARIA URUGUAYA**

La Cámara Inmobiliaria Uruguaya – CIU es la principal entidad gremial del sector inmobiliario en Uruguay. Fundada en 1987, reúne a operadores, empresas y profesionales vinculados a la actividad inmobiliaria, e integra una red de empresas asociadas en todo el país, compuesta por más de 800 empresas y cámaras asociadas.

Desde su creación, la CIU trabaja para fortalecer el desarrollo del sector, promover la profesionalización de la actividad y contribuir a un mercado inmobiliario más formal, transparente y seguro. Su labor combina la representación gremial con el impulso de buenas prácticas, la capacitación permanente, el asesoramiento técnico, fiscal y jurídico a sus asociados, y la generación de espacios de encuentro e intercambio profesional.

La institución mantiene, además, un vínculo activo con el Poder Ejecutivo, organismos públicos, actores privados, la comunidad y sus afiliados, procurando aportar una visión técnica y representativa en los temas que involucran al mercado inmobiliario uruguayo y contribuyendo al desarrollo de políticas públicas acordes a las necesidades del sector y de la sociedad. En ese marco, ha promovido iniciativas orientadas a la jerarquización de la profesión, la defensa de la formalidad, la seguridad jurídica y la protección de los consumidores.

Con presencia en todo el territorio nacional y una trayectoria sostenida de trabajo institucional, la CIU se ha consolidado como un referente del sector y como un actor comprometido con el crecimiento responsable de la actividad inmobiliaria en Uruguay.

La actuación de la CIU se sostiene sobre valores que orientan su vínculo con los socios, los clientes, las instituciones públicas y privadas, y la sociedad en su conjunto.

### **Honestidad**

Promueve una actividad inmobiliaria basada en la ética, la transparencia y la claridad en cada gestión. Para la institución, la honestidad es una condición esencial para generar confianza, fortalecer la reputación del sector y asegurar relaciones profesionales responsables entre operadores, clientes y la comunidad.

### **Responsabilidad**

Impulsa el ejercicio responsable de la profesión, procurando que cada operación, asesoramiento o servicio inmobiliario se desarrolle con seriedad, conocimiento técnico y compromiso con los resultados. Este valor implica actuar con idoneidad, cumplir los compromisos asumidos y contribuir a un mercado más ordenado, seguro y profesional.

**Compromiso**

Se expresa en su trabajo permanente por el fortalecimiento del sector inmobiliario, la defensa de la formalidad y la mejora continua de la actividad. También supone acompañar a sus asociados, promover el intercambio entre colegas y aportar al desarrollo de una comunidad profesional integrada, colaborativa y orientada al bien común.

**Planificación**

Entiende la planificación como una herramienta clave para proyectar el crecimiento del sector con visión estratégica. Esto incluye promover la capacitación continua, fortalecer la representación gremial, impulsar la innovación tecnológica, desarrollar vínculos institucionales y trabajar junto a las cámaras asociadas para consolidar una presencia nacional cada vez más activa y coordinada.

La CIU es en la actualidad la mayor comunidad inmobiliaria de Uruguay y proyecta al sector más allá de las fronteras nacionales. Su participación en la Confederación Inmobiliaria Latinoamericana – CILA, así como en la Asociación Nacional de Realtors, Asociación Americana, y la UPAV vinculadas al real estate le permite integrarse a espacios regionales y globales de cooperación, intercambio profesional y generación de oportunidades. Para la Cámara, conectar el mercado inmobiliario uruguayo con el mundo es una dimensión estratégica de su trabajo institucional y una forma de abrir nuevas oportunidades para sus asociados, para el sector y para el país.

ESPAÑOL

PORTUGUÊS

ENGLISH



# Newsletter UPAV CONTIGO

Edition N° 23 MAY - 2026



# EDITORIAL

English

May 2026 - Edition N° 23

**M**any news stories have happened since our last edition and we know you are waiting for this new edition of the UPAV official newsletter.

This publication will include the first part of an article on the valuation of ongoing businesses, actions taken by the gender equity department, an interview with Mr. Ricardo López, a member of the CIEVA expert committee, important information from the UPAV Congress, and a note welcoming the Uruguayan Real Estate Chamber to UPAV.

We take this opportunity to inform you that, in an effort to be closer to you, dear readers, the newsletter is evolving and will now have its own Instagram account: @boletinesupav

As always, we invite you to be part of this newsletter by sending us your news and contacting our group of correspondents.

**#iampanamericapprassers**

## UPAV BOARD OF DIRECTORS

**President UPAV - Chile:**

Teodosio Cayo

**Vice President-Chile:**

Patricio Valdés

**Financial Director - Chile:**

Felipe Toledo

**Secretary Directo - Honduras:**

Nadia Cuadra

**Principal Director - Uruguay:**

Mario Stefanoli

**Director - Paraguay:**

Daniel Lird

**Commissioner - Brasil :**

Eduardo Rottman

**Information Directorate - Panama:**

Carlos Samudio

**Standards Directorate - Colombia:**

Germán Noguera

**Interinstitutional Affairs Directorate**

**- Mexico :**

César Cantú

**Education Directorate - Chile:**

Leonardo Triviño

**Odd Congress - Ecuador:**

Gabriela Merino

**Par Congress - Spain:**

Leandro Escobar

Visit our website:

<https://upav.net/>



# Correct use of the adjusted CAPM

## in the calculation of WACC and its impact on the business valuation (Author: Armando Escalante - Mexico)

The weighted average cost of capital (WACC) is a fundamental parameter in discounted cash flow (DCF) valuation models for companies. In professional practice, methodological inconsistencies are frequently encountered when incorporating additional risk premiums—particularly the size premium—when estimating the cost of equity using the Capital Asset Pricing Model (CAPM). This paper analyzes the conceptual difference between the pure CAPM and the adjusted CAPM, develops the correct formulation of the WACC when additional risk premiums are used, and presents a numerical example illustrating the impact of incorrectly applying these premiums on the discount rate. The results show that incorporating the size premium directly into the WACC leads to an overestimation of the cost of capital and can result in a significant undervaluation of the business. It is concluded that additional risk premiums should be integrated exclusively into the cost of equity before calculating the WACC to preserve the financial consistency of the valuation model.



### 1. Introduction

Estimating the cost of capital is a central element in the financial valuation of companies. In particular, the weighted average cost of capital (WACC) is widely used as a discount rate in discounted cash flow (DCF) models, as it reflects the company's total cost of financing.

The cost of equity is usually calculated using the Capital Asset Pricing Model (CAPM), which relates the expected return of an asset to its level of systematic risk relative to the market (Sharpe, 1964). However, when valuing private or smaller companies, the traditional CAPM is often expanded by incorporating additional risk premiums that reflect factors not captured by the original model (Damodaran, 2012).

A common misconception is that the size premium is added directly to the WACC, instead of incorporating it into the cost of equity. This article examines the methodological implications of this approach.

## 2. Conceptual framework

### 2.1 The pure CAPM

The CAPM states that the return required by shareholders depends on the systematic risk of the asset, measured by the beta coefficient. The model's expression is:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

where  $K_e$  is the cost of equity,  $R_f$  is the risk-free rate,  $(R_m - R_f)$  represents the market risk premium and  $\beta$  measures the sensitivity of the asset to the market. The model assumes that investors can fully diversify specific risks, so only systematic risk is rewarded by the market.

## 2.2 The adjusted CAPM

In the valuation of private companies, it is common to use an expanded version of the CAPM that incorporates additional risk premiums (Pratt, 2022):

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + RP_{\text{size}} + RP_{\text{industry}} + RP_{\text{country}} + RP_{\text{company}}$$

These premiums reflect factors such as the small size of the company, customer concentration, illiquidity, and regulatory risks.

## 3. WACC with adjusted CAPM

The weighted average cost of capital is defined as:

$$WACC = K_e(E/V) + K_d(1-T)(D/V)$$

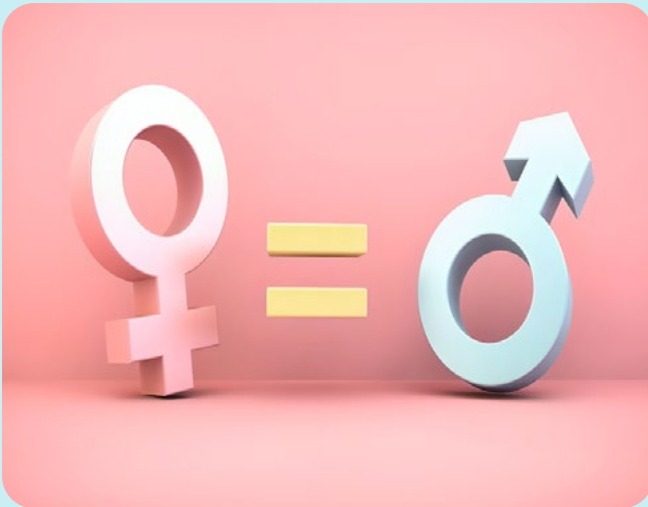
where  $K_e$  is the cost of equity,  $K_d$  is the cost of debt,  $T$  is the tax rate,  $E$  is the value of equity,  $D$  is the value of debt, and  $V = D + E$ .

When using the adjusted CAPM, the additional premiums must be integrated into the calculation of  $K_e$  before determining the WACC.



**This article will continue in the next edition of the UPAV newsletter....**

## Gender Equity Directorate – UPAV



**W**ithin the framework of the work program of the Gender Equity Directorate of UPAV, during the recent period the 1st Conversation 2026 – Special Women’s Day was carried out , under the theme “Valuators: Presence, Voice and Footprint” , celebrated on March 12, 2026 . This international meeting aimed to strengthen the participation, visibility, and leadership of women in the valuation sector of Ibero-America, consolidating a space for technical and institutional dialogue on current challenges and opportunities to advance towards a more inclusive, diverse, and representative valuation practice, as well as recommendations for the adoption of international valuation standards.

- Participation of representatives from multiple Pan-American associations integrated into UPAV.
- Integration of female voices with experience in real estate valuation and union leadership.
- Exchange of experiences on barriers to access, professional development and representation in management spaces.
- Identification of priority actions to strengthen mentoring networks, continuing training and regional cooperation.
- Generating proposals to promote greater female presence in congresses, technical panels, committees and decision-making bodies.

The discussion showed that the growth of female participation in valuation continues to advance; however, this progress depends largely on involvement and participation.

Similar to other professional disciplines, it was identified that consolidating equity requires leadership training processes and permanent institutional policies that ensure continuity in the progress achieved.

The activities carried out strengthen the positioning of the Gender Equity Directorate as a strategic axis within UPAV, by promoting an agenda focused on:

1. Visibility of female talent.
2. Equal professional opportunities.
3. Union leadership with an inclusive perspective.
4. International cooperation between associations.
5. Innovation and transformation of professional valuation.

Next steps.

- Continue with cycles of thematic discussions.
- Design regional mentoring programs.
- Promote statistics on female participation in valuation.
- Promote balanced representation in events and governing bodies.
- To publicize success stories of women leaders in the profession.

The Gender Equity Directorate reaffirms its commitment to continue promoting the professional careers of Pan-American appraisers. The 1st Conversation 2026 – Special Women’s Day event – confirms the interest of the UPAV Board of Directors under the leadership of President Teodosio Cayo. To foster collaboration and coexistence among the Valuation Associations that are members of UPAV, being a key tool to transform professional environments, open opportunities and generate value for new generations



## Ibero-American Certificate of Expert in Valuation” (CIEVA) Committee of Experts

The Pan American Union of Valuation Associations (UPAV) invited Mr. Ricardo López Rivera to be a member of the Committee of Experts in the process of certification of people: “Ibero-American Certificate of Expert in Valuation” (CIEVA), an invitation which he kindly accepted.

Mr. López is the general director of the Geographic and Cadastral Institute of the State of Quintana Roo (Mexico); president of the Mexican Institute of Cadastres (INMECA) and president of the Permanent Committee on Cadastre in Ibero-America (CPCI), his contributions to the certification process being plural and of great value, for which we thank him for his collaboration.

This interview was conducted in early March 2026, a few months before the new call for applications for CIEVA technicians, a commitment undertaken by UPAV to provide the field of Valuation with qualified technicians, with high ethical standards, who work on fully consolidated international standards, differentiating themselves from others through the added value that certification provides, once their professional profiles have been globally harmonized.

**Interviewee: Mr. Ricardo López Rivera ( RL )**

**Interviewer: Mr. Manuel Alcázar Molina ( MA )**

**MA. Can you tell us what the Permanent Committee on the Ibero-American Cadastre - CPCI is ?**

**RL.** The CPCI is an association without legal personality that brings together public institutions with cadastral functions in the Ibero-American States. It has formed a solid network of excellence in the field of cadastral management, conceptualizing it with a pluralistic vision, facilitating the exchange of information, expertise, technological support, and best practices among its members, and fostering discussion between professionals in public administrations and the private sector.

It was founded in 2006, so this year marks our anniversary. Among the activities scheduled for “Ibero-American Cadastre Day,” the “Recognition for Good Cadastral Practices” will be awarded, the symposium on this topic, to be held in Medellín, Colombia, will be presented, and some of the progress made by the working groups that make up the Technical Secretariat will be showcased, including one on “Cadastral Valuation and Real Estate Taxation”—demonstrating the interest shown by everyone in these disciplines.

**MA. We see then that the CPCI pays special attention to Real Estate Valuation.**

**RL.** Undoubtedly, and that’s why the invitation extended by UPAV to CPCI is doubly welcome. Valuing properties is one of the three primary requirements of a Cadastre. Properties are identified through their physical, legal, and economic characteristics, and it is the latter that presents the greatest demand for trained and ethical professionals. Cadastres have their own valuation regulations for this purpose, but they need to understand the markets, exchange experiences with appraisers, and identify the explanatory variables; all within a framework of high reliability, transparency, and professionalism. It’s important to remember that one of the primary uses is property taxation, and that this, like all taxes, is subject to the Constitution under the principles of equity and tax justice.

**MA. Can you offer me a critical view of cadastral institutions?**

**RL.** A complex and challenging question. As you know, the cadastral reality in Latin America is disparate, both in terms of territorial coverage and service provision. We lack regulatory uniformity, and coordination with other registries, both administrative and legal, is not complete. Furthermore, investment in training and technology could be improved. This is all part of a long-standing problem: resistance to change, stemming from practices established

over decades. However, what I can assure you, after almost four years as president of the CPCI and several more as the head of cadastral affairs in Mexico, is that all cadastral institutions are working to resolve these issues, which, incidentally, are common to most national and subnational administrations. We have enthusiasm, excellent teams, a vision for the future, and the strength to move forward. And the fact that we are here today, speaking with UPAV, is a clear message to everyone that we want to improve together to achieve the goals we have set for ourselves.

**MA. How does the Cadastre link with land use planning, municipal financing and socioeconomic development?**

**RL.** In this section, regarding the uses of georeferenced data, cadastres truly reach their potential, as they are conceptualized as territorial infrastructure. As such, they are, or can be, used to properly manage land through territorial planning and sustainable urban development; urban development that allows for the creation and regeneration of cities, generating wealth that is shared after identifying, quantifying, and, where applicable, capturing the increased land value generated. This is clearly a social tax that, unfortunately, is not being used to its full potential. Don't forget that properly managed urban development should finance urban development itself, a problem that exists in some parts of Latin America.

Obviously, property tax, or real estate tax (as it has different names), is the one that local governments pay the most attention to. It is a tax that is usually intended to finance municipalities, which has sometimes led to cadastral responsibilities, as well as tax and revenue collection responsibilities, being delegated to them.

In any of these areas—taxation, land-use planning, and development—it is essential to know the market value, both to quantify cadastral values, which will generate diverse tax bases, and to understand the evolution of land values in development or urban renewal processes, in land titling projects, in agrarian reform programs, and so on. This allows us to evaluate their trajectories in order to determine whether the objectives that motivated these social efforts are being met and



maintained, with the aim of improving the living conditions of the beneficiary families through a collective societal effort.

Appraisers, whether working in the public sector or in the private sector for it, must be committed to working with standardized processes and reliable data. This will reduce tax inefficiencies, streamline processes, increase trust, and ensure that administrative, business, and personal decisions are more robust and based on accurate data.

**MA. Do you consider that land registries are modernizing, adapting to new technologies, offering the products that other public administrations, companies and citizens demand from the largest territorial database in a country**

**RL.** Absolutely. It's a commitment we've made that we're fulfilling, and this work is being recognized more and more each day. We mustn't forget that technology facilitates task execution, but it's the technicians who ultimately design, process, and validate the work. And in this regard, the certification of individuals, specifically in valuation, is especially important and increasingly in demand.

The CPCI's various boards of directors, which are renewed every two years, and the working groups I mentioned earlier, address the needs of the land registries and, where appropriate, tackle broader issues in the discussions, workshops,

and symposia we hold throughout the year. This allows us to learn about technologies, ways to facilitate citizens' interaction with land registries, and to proactively identify data and product needs, among other things.

And it is precisely the "cadastral value" data that is one of the products that is increasingly in demand, especially by other public administrations, but also by citizens themselves when they require an administrative reference to guide their actions. It is important to highlight the gradual development of real estate market observatories, such as the one in Spain, which, managed by the Cadastre, offers high-quality, accessible, and free information to everyone.



This observatory would provide an immediate link with UPAV, through its certified professionals, fostering collaboration and mutual benefit. I hope to have the opportunity to discuss this in detail with those responsible in the near future.

**MA. The following question follows from your last paragraph: how could an efficient collaboration between CPCI and UPAV be established?**

**RL.** We have already taken an important step. At the last symposium, held in Peru, UPAV requested to be included as an observer member of CPCI. It was its president, Mr. Cayo, who presented and defended the proposal, which was unanimously accepted. This is a good start, which should not remain just an initiative; rather, we are gradually seeking common ground to strengthen it. In fact, the invitation I received to be a member of the CIEVA Expert Committee filled me with pride,

and I believe we can do many beneficial things together, for everyone. Both UPAV and CPCI have the building as a point of reference; therefore, it is illogical that we are not familiar with each other. We must investigate and implement lines of collaboration and seek common ground, of which there is much.

Working together fosters diverse training, professionalization, a further way to advance for global benefit and, especially, in market knowledge, which favors the cadastral allocation of values that will become, on many occasions, taxable bases for various taxes; taxes that find much of their legitimacy precisely in the quantification of the value of the property.

**MA. How do you think the certification of appraisers (CIEVA) can contribute to strengthening cadastres?**

**RL.** Cadastral systems are based on georeferenced data, and one of the main aspects, perhaps the most controversial in many cases due to the direct tax implications of this information, is the value assigned to properties. This assignment is the responsibility of the Cadastre through rigorous, administrative, transparent, reliable, and understandable technical regulations. However, to quantify the value based on the captured and processed explanatory variables, it is necessary to understand the submarkets and identify their evolution.

The property value is the least stable of the characteristics we record, as it is the market that establishes it according to its dynamics; dynamics that must be understood and interpreted. As I have already mentioned, some institutions have implemented what are known as cadastral market observatories, which draw on information from numerous sources and, once processed, offer an approximation. However, it is the appraisal technicians, both cadastral and external, who, based on their knowledge, experience, and skills, can provide confidence and certainty to the estimates generated by the various software programs.

Contacting one of the associations that make up UPAV and having certified technicians will be invaluable to our work. And like everything, this path works both ways. Land registries can offer preferential cooperation with these professionals.

There are some relevant examples, such as those developed in Spain through the so-called PICs (cadastral information points), which, with local nuances and administrative frameworks, could be adapted for Latin America.

**MA. How would you encourage Ibero-American appraisers to become certified?**

**RL.** I believe my participation in this project is proof of my conviction that the certification process for individuals is a winning strategy. A person certified under the scheme promoted and managed by UPAV enjoys its recognition and trust, and indirectly, will also gain the trust of the CPCI and local land registries. These are globally accepted procedures, and increasingly in demand, especially when they guarantee the harmonization of professional profiles within a globalized economy where, although real estate doesn't circulate, information does; and value is one of the fundamental pieces of data for consolidating a land registry. Furthermore, the voluntary nature of the certification suggests that it is the certified professionals themselves who have chosen to improve, who are demanding added value in their work. I am convinced that UPAV-certified appraisers will gradually form teams with land registry technicians, and in the near future, their work, framed within the ethical principles that this union of associations guarantees, will foster solid and reliable relationships.

**MA. I am very grateful to you for sharing your perspective on Ibero-American land registries, your candor in addressing local realities, and your commitment to property valuation procedures. We hope to interview you again in a few years to hear your thoughts on this matter.**

**RL.** Thank you to UPAV for the trust placed in CPCI through me. I hope this continues and that you can count on me to work together on this Ibero-American certification of valuation experts, which benefits everyone.

We conclude this interview by congratulating the Permanent Committee on the Ibero-American Cadastre, which is celebrating its 20th anniversary, with May 12th being its founding day. We extend our warmest greetings and wish them continued success in pursuing their mission: "Geography for Life." Congratulations!



# UPAV Congress - XL

# Madrid 2026

## Assessment, Artificial Intelligence and Professional Judgment



**T**he journey to the most important annual event in Ibero-American valuation continues in full swing. We are confident that this gathering of colleagues, friends, and professionals from all countries will be a success in every way.

The stage of receiving topics has been completed, where more than a hundred proposals were sent from different countries. Each of the different contents sent is being reviewed and the quality and care that the proponents have dedicated has been observed, which makes the selection process full of challenges due to the level of the submitted documents.

Several months before the congress, the level of interest from both future speakers and attendees is high. In addition to the more than 100 documents received, we have over 400 people pre-registered for the congress, demonstrating the confidence that a UPAV Congress is synonymous with quality and excellence.

We continue working to bring in the best speakers in the world of valuation and related areas, as we all contribute to the growth of this science.

**Stay tuned to the website**

<https://congresoupav.com/>

**and the newsletter for more information**



**CÁMARA  
INMOBILIARIA  
URUGUAYA**

## **URUGUAYAN REAL ESTATE CHAMBER**

The Uruguayan Real Estate Chamber (CIU) is the leading trade association for the real estate sector in Uruguay. Founded in 1987, it brings together operators, companies, and professionals involved in real estate activity, and integrates a network of member companies throughout the country, comprised of more than 800 companies and associated chambers.

Since its inception, the CIU has worked to strengthen the sector's development, promote professionalization, and contribute to a more formal, transparent, and secure real estate market. Its work combines industry representation with the promotion of best practices, ongoing training, technical, tax, and legal advice for its members, and the creation of spaces for professional networking and exchange.

The institution also maintains an active relationship with the Executive Branch, public agencies, private stakeholders, the community, and its members, striving to provide a technical and representative perspective on issues involving the Uruguayan real estate market and contributing to the development of public policies that meet the needs of the sector and society. Within this framework, it has promoted initiatives aimed at enhancing the profession's standing, upholding formal practices, ensuring legal certainty, and protecting consumers.

With a presence throughout the national territory and a sustained history of institutional work, the CIU has consolidated itself as a benchmark in the sector and as an actor committed to the responsible growth of real estate activity in Uruguay.

CIU's actions are based on values that guide its relationship with partners, clients, public and private institutions, and society as a whole.

### **Honesty**

It promotes real estate activity based on ethics, transparency, and clarity in every transaction. For the institution, honesty is essential to building trust, strengthening the sector's reputation, and ensuring responsible professional relationships between operators, clients, and the community.

### **Responsibility**

It promotes the responsible practice of the profession, ensuring that every real estate transaction, consultation, or service is carried out with seriousness, technical expertise, and a commitment to results. This value implies acting appropriately, fulfilling commitments, and contributing to a more organized, secure, and professional market.

**Commitment**

This is reflected in its ongoing work to strengthen the real estate sector, defend formal business practices, and continuously improve the industry. It also involves supporting its members, promoting exchange among colleagues, and contributing to the development of an integrated, collaborative, and community-oriented professional environment focused on the common good.

**Planning**

It understands planning as a key tool for projecting the sector's growth with a strategic vision. This includes promoting continuous training, strengthening trade association representation, driving technological innovation, developing institutional ties, and working alongside member chambers to consolidate an increasingly active and coordinated national presence.

The Uruguayan Chamber of Realtors (CIU) is currently the largest real estate community in Uruguay and projects the sector beyond national borders. Its participation in the Latin American Real Estate Confederation (CILA), as well as in the National Association of Realtors, the American Association of Realtors, and UPAV, all linked to real estate, allows it to integrate into regional and global spaces for cooperation, professional exchange, and the generation of opportunities. For the Chamber, connecting the Uruguayan real estate market with the world is a strategic dimension of its institutional work and a way to open new opportunities for its members, for the sector, and for the country.



# Boletim UPAV CONTIGO

Edição N° 23 MAIO - 2026



# EDITORIAL

Português

Maio 2026 - Edição N° 23

Muitas notícias aconteceram desde a nossa última edição e sabemos que você está aguardando esta nova edição do boletim informativo oficial da UPAV.

Esta publicação incluirá a primeira parte de um artigo sobre a avaliação de empresas em atividade, as ações tomadas pelo departamento de equidade de gênero, uma entrevista com o Sr. Ricardo López, membro do comitê de especialistas da CIEVA, informações importantes do Congresso da UPAV e uma nota de boas-vindas à Câmara Imobiliária Uruguaia na UPAV.

Aproveitamos esta oportunidade para informar que, em um esforço para estarmos mais próximos de vocês, queridos leitores, a newsletter está evoluindo e agora terá sua própria conta no Instagram: @boletinesupav

Como sempre, convidamos você a participar desta newsletter enviando suas notícias e entrando em contato com nossa equipe de correspondentes.

**#eusouavaliadorpanamericano**

## CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DA UPAV

**Presidente UPAV - Chile:**

Teodosio Cayo

**Vicepresidente - Chile:**

Patricio Valdés

**Director Financiero - Chile:**

Felipe Toledo

**Director Secretario - Honduras:**

Nadia Cuadra

**Director Principal - Uruguay:**

Mario Stefanoli

**Director - Paraguay:**

Daniel Lird

**Comisario - Brasil :**

Eduardo Rottman

**Dirección de Información:**

Carlos Samudio

**Dirección de Normas - Colombia:**

Germán Noguera

**Dirección de Asuntos**

**Interinstitucionales - México:**

César Cantú

**Dirección de Educacion - Chile:**

Leonardo Triviño

**Congreso Impar - Ecuador:**

Gabriela Merino

**Congreso Par - Espanha:**

Leandro Escobar

Visita nuestro sitio  
web

<https://upav.net/>



# Utilização correta do CAPM

## ajustado no cálculo do WACC e seu impacto no avaliação de empresas (autor: Armando Escalante - México)

O custo médio ponderado de capital (CMPC) é um parâmetro fundamental nos modelos de avaliação de fluxo de caixa descontado (FCD) para empresas. Na prática profissional, inconsistências metodológicas são frequentemente encontradas ao incorporar prêmios de risco adicionais – particularmente o prêmio de tamanho – na estimativa do custo do capital próprio utilizando o Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM). Este artigo analisa a diferença conceitual entre o CAPM puro e o CAPM ajustado, desenvolve a formulação correta do CMPC quando prêmios de risco adicionais são utilizados e apresenta um exemplo numérico que ilustra o impacto da aplicação incorreta desses prêmios na taxa de desconto. Os resultados mostram que a incorporação do prêmio de tamanho diretamente no CMPC leva a uma superestimação do custo de capital e pode resultar em uma subavaliação significativa do negócio. Conclui-se que os prêmios de risco adicionais devem ser integrados exclusivamente ao custo do capital próprio antes do cálculo do CMPC para preservar a consistência financeira do modelo de avaliação.



### 1. Introdução

A estimativa do custo de capital é um elemento central na avaliação financeira de empresas. Em particular, o custo médio ponderado de capital (CMPC) é amplamente utilizado como taxa de desconto em modelos de fluxo de caixa descontado (FCD), pois reflete o custo total de financiamento da empresa.

O custo do capital próprio é geralmente calculado utilizando o Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM), que relaciona o retorno esperado de um ativo ao seu nível de risco sistemático em relação ao mercado (Sharpe, 1964). No entanto, ao avaliar empresas privadas ou de menor porte, o CAPM tradicional é frequentemente expandido pela incorporação de prêmios de risco adicionais que refletem fatores não contemplados pelo modelo original (Damodaran, 2012).

Um equívoco comum é que o prêmio de tamanho é adicionado diretamente ao WACC, em vez de ser incorporado ao custo do capital próprio. Este artigo examina as implicações metodológicas dessa abordagem.

## 2. Quadro conceitual

### 2.1 O CAPM puro

O CAPM afirma que o retorno exigido pelos acionistas depende do risco sistemático do ativo, medido pelo coeficiente beta. A expressão do modelo é:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

onde  $K_e$  é o custo do capital próprio,  $R_f$  é a taxa livre de risco,  $(R_m - R_f)$  representa o prêmio de risco de mercado e  $\beta$  mede a sensibilidade do ativo ao mercado.

O modelo pressupõe que os investidores podem diversificar totalmente os riscos específicos, de modo que apenas o risco sistemático é recompensado pelo mercado.

## 2.2 O CAPM ajustado

Na avaliação de empresas privadas, é comum usar uma versão expandida do CAPM que incorpora prêmios de risco adicionais (Pratt, 2022):

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + RP_{size} + RP_{industry} + RP_{country} + RP_{company}$$

Esses prêmios refletem fatores como o pequeno porte da empresa, a concentração de clientes, a iliquidez e os riscos regulatórios.

## 3. WACC com CAPM ajustado

O custo médio ponderado do capital é definido como:

$$WACC = K_e(E/V) + K_d(1-T)(D/V)$$

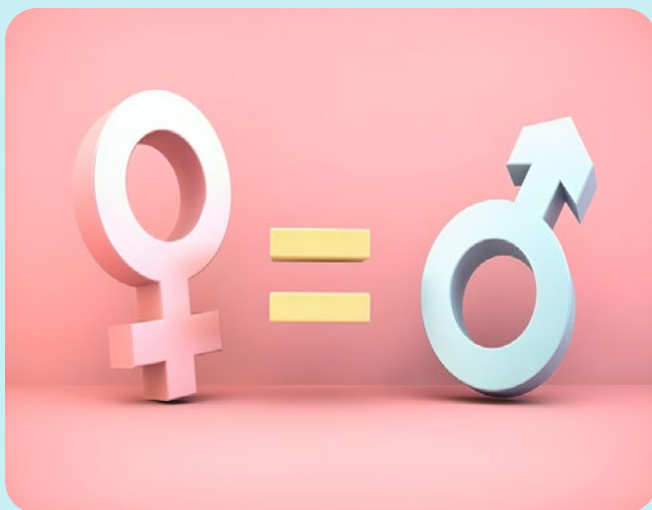
onde  $K_e$  é o custo do capital próprio,  $K_d$  é o custo da dívida,  $T$  é a taxa de imposto,  $E$  é o valor do capital próprio,  $D$  é o valor da dívida e  $V = D + E$ .

Ao utilizar o CAPM ajustado, os prêmios adicionais devem ser integrados ao cálculo de  $K_e$  antes de determinar o WACC.



**Este artigo terá continuação na próxima edição do boletim informativo da UPAV...**

## Diretoria de Equidade de Gênero – UPAV



**N**o âmbito do programa de trabalho da Direção de Equidade de Género da UPAV, realizou-se recentemente a 1.ª Conversa 2026 – Dia Especial da Mulher, sob o tema “Avaliadoras: Presença, Voz e Impacto”, celebrada a 12 de março de 2026.

Este encontro internacional teve como objetivo fortalecer a participação, a visibilidade e a liderança das mulheres no setor de avaliação da Ibero-América, consolidando um espaço para o diálogo técnico e institucional sobre os desafios e oportunidades atuais para avançar rumo a uma prática de avaliação mais inclusiva, diversa e representativa, bem como recomendações para a adoção de normas internacionais de avaliação.

- Participação de representantes de diversas associações pan-americanas integradas à UPAV.
  - Integração de vozes femininas com experiência em avaliação imobiliária e liderança sindical.
  - Troca de experiências sobre barreiras de acesso, desenvolvimento profissional e representação em espaços de gestão.
  - Identificação de ações prioritárias para fortalecer as redes de mentoria, a formação contínua e a cooperação regional.
  - Elaborar propostas para promover uma maior presença feminina em congressos, painéis técnicos, comissões e órgãos decisórios.
- A discussão mostrou que o crescimento da

participação feminina na avaliação continua a avançar; no entanto, esse progresso depende em grande parte do envolvimento e da participação. Assim como em outras disciplinas profissionais, constatou-se que a consolidação da equidade exige processos de formação de liderança e políticas institucionais permanentes que garantam a continuidade do progresso alcançado.

As atividades realizadas reforçam o posicionamento da Direção de Igualdade de Género como eixo estratégico da UPAV, promovendo uma agenda centrada em:

1. Visibilidade do talento feminino.
2. Igualdade de oportunidades profissionais.
3. Liderança sindical com uma perspectiva inclusiva.
4. Cooperação internacional entre associações.
5. Inovação e transformação da avaliação profissional.

Próximos passos.

- Prossiga com os ciclos de discussões temáticas.
- Desenvolver programas regionais de mentoria.
- Promover estatísticas sobre a participação feminina na avaliação.
- Promover a representação equilibrada em eventos e órgãos diretivos.
- Divulgar histórias de sucesso de mulheres líderes na profissão.

A Diretoria de Equidade de Género reafirma seu compromisso em continuar promovendo as carreiras profissionais de avaliadores pan-americanos. O 1º Diálogo 2026 – evento especial do Dia Internacional da Mulher – confirma o interesse da Diretoria da UPAV, sob a liderança do Reitor Teodosio Cayo. Promover a colaboração e a coexistência entre as Associações de Avaliação que são membros da UPAV, sendo esta uma ferramenta fundamental para transformar os ambientes profissionais, abrir oportunidades e gerar valor para as novas gerações.



## Certificado Ibero-Americano de Perito em Avaliação” (CIEVA) Comitê de Especialistas

A União Pan-Americana de Associações de Avaliadores (UPAV) convidou o Sr. Ricardo López Rivera para ser membro do Comitê de Peritos no processo de certificação de pessoas: “Certificado Ibero-Americano de Perito em Avaliação” (CIEVA), convite que ele gentilmente aceitou.

O Sr. López é o diretor-geral do Instituto Geográfico e Cadastral do Estado de Quintana Roo (México); presidente do Instituto Mexicano de Cadastros (INMECA) e presidente do Comitê Permanente de Cadastro na Ibero-América (CPCI), sendo suas contribuições para o processo de certificação plurais e de grande valor, pelas quais lhe agradecemos a colaboração.

Esta entrevista foi realizada no início de março de 2026, alguns meses antes do novo edital de convocação para técnicos CIEVA, um compromisso assumido pela UPAV para fornecer ao setor de Avaliação técnicos qualificados, com altos padrões éticos, que trabalham com base em normas internacionais totalmente consolidadas, diferenciando-se dos demais pelo valor agregado que a certificação proporciona, uma vez que seus perfis profissionais tenham sido harmonizados globalmente

**Entrevistado: Sr. Ricardo López Rivera ( RL )**  
**Entrevistador: Sr. Manuel Alcázar Molina ( MA )**

**MA. Você pode nos dizer o que é o Comitê Permanente do Cadastro Ibero-Americano - CPCI ?**

**RL.** A CPCI é uma associação sem personalidade jurídica que reúne instituições públicas com funções cadastrais nos Estados Ibero-americanos. Formou uma sólida rede de excelência na área de gestão cadastral, concebendo-a com uma visão pluralista, facilitando a troca de informações, conhecimentos, suporte tecnológico e boas práticas entre os seus membros, e fomentando o diálogo entre profissionais da administração pública e do setor privado.

Fundada em 2006, esta edição marca o nosso aniversário. Entre as atividades programadas para o “Dia do Cadastro Ibero-Americano”, será entregue o “Reconhecimento de Boas Práticas Cadastrais”, apresentado o simpósio sobre o tema, que será realizado em Medellín, Colômbia, e destacados alguns dos avanços realizados pelos grupos de trabalho que compõem a Secretaria Técnica, incluindo um sobre “Avaliação Cadastral e Tributação Imobiliária” — demonstrando o interesse de todos nessas áreas.

**MA. Vemos, então, que o CPCI dedica especial atenção à avaliação de imóveis.**

**RL.** Sem dúvida, e é por isso que o convite da UPAV à CPCI é duplamente bem-vindo. A avaliação de imóveis é um dos três principais requisitos de um Cadastro. Os imóveis são identificados por suas características físicas, legais e econômicas, sendo esta última a que apresenta a maior demanda por profissionais capacitados e éticos. Os Cadastros possuem seus próprios regulamentos de avaliação para esse fim, mas precisam compreender os mercados, trocar experiências com avaliadores e identificar as variáveis explicativas; tudo dentro de uma estrutura de alta confiabilidade, transparência e profissionalismo. É importante lembrar que um dos principais usos é a tributação imobiliária e que esta, como todos os impostos, está sujeita à Constituição, segundo os princípios da equidade e da justiça tributária.

**MA. Você poderia me oferecer uma visão crítica das instituições cadastrais?**

**RL.** Uma questão complexa e desafiadora. Como você sabe, a realidade cadastral na América Latina é heterogênea, tanto em termos de abrangência territorial quanto de prestação de serviços. Há falta de uniformidade regulatória e a coordenação com outros registros, tanto administrativos quanto jurídicos, não é completa. Além disso, o investimento em capacitação e tecnologia poderia ser aprimorado. Tudo isso faz parte de um problema antigo: a resistência à mudança, decorrente de práticas estabelecidas

ao longo de décadas. No entanto, o que posso garantir, após quase quatro anos como presidente da CPCI e vários outros como chefe de assuntos cadastrais no México, é que todas as instituições cadastrais estão trabalhando para resolver essas questões, que, aliás, são comuns à maioria das administrações nacionais e subnacionais. Temos entusiasmo, equipes excelentes, uma visão de futuro e a força para avançar. E o fato de estarmos aqui hoje, conversando com a UPAV, é uma mensagem clara para todos de que queremos melhorar juntos para alcançar os objetivos que definimos para nós mesmos.

**MA. Como o Cadastro se relaciona com o planejamento do uso do solo, o financiamento municipal e o desenvolvimento socioeconômico?**

**RL.** Nesta seção, no que diz respeito aos usos de dados georreferenciados, os cadastros realmente atingem seu potencial, pois são concebidos como infraestrutura territorial. Como tal, são, ou podem ser, utilizados para a gestão adequada do território por meio do planejamento territorial e do desenvolvimento urbano sustentável; desenvolvimento urbano que permite a criação e a regeneração de cidades, gerando riqueza que é compartilhada após a identificação, quantificação e, quando aplicável, a apropriação do aumento do valor da terra. Trata-se, claramente, de um imposto social que, infelizmente, não está sendo utilizado em todo o seu potencial. Não podemos esquecer que um desenvolvimento urbano bem gerido deve financiar o próprio desenvolvimento urbano, um problema que existe em algumas partes da América Latina.

Obviamente, o imposto predial, ou imposto sobre a propriedade (como também é conhecido), é aquele ao qual os governos locais dedicam maior atenção. É um imposto geralmente destinado a financiar os municípios, o que por vezes levou à delegação de responsabilidades cadastrais, bem como de arrecadação de impostos e receitas, a esses municípios.

Em qualquer uma dessas áreas — tributação, planejamento territorial e desenvolvimento — é essencial conhecer o valor de mercado, tanto para quantificar os valores cadastrais, que geram diversas bases tributárias, quanto para compreender a evolução dos valores da terra



em processos de desenvolvimento ou renovação urbana, em projetos de titulação de terras, em programas de reforma agrária e assim por diante. Isso nos permite avaliar suas trajetórias para determinar se os objetivos que motivaram esses esforços sociais estão sendo alcançados e mantidos, com o intuito de melhorar as condições de vida das famílias beneficiárias por meio de um esforço coletivo da sociedade.

Os avaliadores, tanto os que trabalham no setor público quanto os que atuam no setor privado, devem estar comprometidos com o trabalho em processos padronizados e dados confiáveis. Isso reduzirá as ineficiências tributárias, simplificará os processos, aumentará a confiança e garantirá que as decisões administrativas, comerciais e pessoais sejam mais sólidas e baseadas em dados precisos.

**MA. Você considera que os registros de imóveis estão se modernizando, se adaptando às novas tecnologias e oferecendo os produtos que outras administrações públicas, empresas e cidadãos exigem do maior banco de dados territorial do país?**

**RL.** Absolutamente. É um compromisso que assumimos e que estamos cumprindo, e esse trabalho está sendo cada vez mais reconhecido. Não podemos esquecer que a tecnologia facilita a execução das tarefas, mas são os técnicos que, em última instância, projetam, processam e validam o trabalho. E, nesse sentido, a

certificação de indivíduos, especificamente em avaliação, é especialmente importante e cada vez mais requisitada.

Os diversos conselhos de administração do CPCI, que são renovados a cada dois anos, e os grupos de trabalho que mencionei anteriormente, atendem às necessidades dos registros de imóveis e, quando apropriado, abordam questões mais amplas nas discussões, oficinas e simpósios que realizamos ao longo do ano. Isso nos permite aprender sobre tecnologias, maneiras de facilitar a interação dos cidadãos com os registros de imóveis e identificar proativamente as necessidades de dados e produtos, entre outras coisas.



E são precisamente os dados de “valor cadastral” que estão entre os produtos cada vez mais procurados, especialmente por outras administrações públicas, mas também pelos próprios cidadãos quando necessitam de uma referência administrativa para orientar as suas ações. É importante destacar o desenvolvimento gradual de observatórios do mercado imobiliário, como o da Espanha, que, gerido pelo Cadastro, oferece informações de alta qualidade, acessíveis e gratuitas a todos. Este observatório proporcionaria uma ligação direta com a UPAV, através dos seus profissionais certificados, fomentando a colaboração e o benefício mútuo. Espero ter a oportunidade de discutir este assunto em detalhe com os responsáveis num futuro próximo.

**MA. A seguinte questão decorre do seu último parágrafo: como poderia ser estabelecida uma colaboração eficiente entre a CPCI e a UPAV?**

**RL.** Já demos um passo importante. No último simpósio, realizado no Peru, a UPAV solicitou sua inclusão como membro observador da CPCI. Foi o seu presidente, Sr. Cayo, quem apresentou e defendeu a proposta, que foi aceita por unanimidade. Este é um bom começo, que não deve permanecer apenas uma iniciativa; pelo contrário, estamos gradualmente buscando pontos em comum para fortalecê-la. De fato, o convite que recebi para ser membro do Comitê de Especialistas da CIEVA me encheu de orgulho, e acredito que podemos fazer muitas coisas benéficas juntos, para todos. Tanto a UPAV quanto a CPCI têm a arquitetura como ponto de referência; portanto, é ilógico que não nos conheçamos. Devemos investigar e implementar linhas de colaboração e buscar pontos em comum, dos quais existem muitos.

O trabalho conjunto fomenta a formação diversificada, a profissionalização, um caminho adicional para o benefício global e, sobretudo, o conhecimento do mercado, o que favorece a atribuição cadastral de valores que se tornarão, em muitas ocasiões, bases tributáveis para diversos impostos; impostos que encontram grande parte da sua legitimidade precisamente na quantificação do valor do imóvel.

**MA. De que forma você acha que a certificação de avaliadores (CIEVA) pode contribuir para o fortalecimento dos cadastros?**

**RL.** Os sistemas cadastrais baseiam-se em dados georreferenciados, e um dos principais aspectos, talvez o mais controverso em muitos casos devido às implicações fiscais diretas dessas informações, é a atribuição de valor aos imóveis. Essa atribuição é de responsabilidade do Cadastro, por meio de regulamentações técnicas rigorosas, administrativas, transparentes, confiáveis e compreensíveis. No entanto, para quantificar o valor com base nas variáveis explicativas captadas e processadas, é necessário compreender os submercados e identificar sua evolução.

O valor do imóvel é a característica menos estável dentre as que registramos, pois é o mercado que o estabelece de acordo com sua dinâmica; dinâmica essa que precisa ser

ser compreendida e interpretada. Como já mencionei, algumas instituições implementaram o que se conhece como observatórios de mercado cadastral, que se baseiam em informações de diversas fontes e, após o processamento, oferecem uma estimativa. No entanto, são os técnicos de avaliação, tanto cadastrais quanto externos, que, com base em seus conhecimentos, experiência e habilidades, podem conferir confiabilidade e certeza às estimativas geradas pelos diversos softwares.

Contatar uma das associações que compõem a UPAV e ter técnicos certificados será fundamental para o nosso trabalho. E, como em tudo, essa relação é de mão dupla. Os registros de imóveis podem oferecer cooperação preferencial com esses profissionais. Existem alguns exemplos relevantes, como os desenvolvidos na Espanha por meio dos chamados PICs (Pontos de Informação Cadastral), que, com nuances locais e marcos administrativos, poderiam ser adaptados para a América Latina.

**MA. Como você incentivaria os avaliadores ibero-americanos a obterem a certificação?**

**RL.** Acredito que minha participação neste projeto comprova minha convicção de que o processo de certificação individual é uma estratégia vencedora. Um profissional certificado pelo programa promovido e gerenciado pela UPAV goza de reconhecimento e confiança, e indiretamente, também conquistará a confiança do CPCI e dos registros de imóveis locais. Esses são procedimentos globalmente aceitos e cada vez mais requisitados, especialmente quando garantem a harmonização de perfis profissionais em uma economia globalizada onde, embora os imóveis não circulem fisicamente, a informação sim; e o valor é um dos dados fundamentais para a consolidação de um registro de imóveis. Além disso, o caráter voluntário da certificação sugere que são os próprios profissionais certificados que optaram por se aprimorar, que buscam agregar valor ao seu trabalho. Estou convencido de que os avaliadores certificados pela UPAV formarão gradualmente equipes com técnicos de registro de imóveis e, em um futuro próximo, seu trabalho, pautado pelos princípios éticos garantidos por essa união de associações, fomentará relações sólidas e confiáveis.

**MA. Agradeço imensamente por compartilhar sua perspectiva sobre os registros de terras ibero-americanos, sua franqueza ao abordar as realidades locais e seu compromisso com os procedimentos de avaliação de propriedades. Esperamos entrevistá-lo novamente daqui a alguns anos para ouvir suas considerações sobre o assunto.**

**RL.** Agradeço à UPAV pela confiança depositada na CPCI por meu intermédio. Espero que essa confiança se mantenha e que vocês possam contar comigo para trabalharmos juntos nessa certificação ibero-americana de peritos em avaliação, que beneficia a todos.

Concluimos esta entrevista parabenizando o Comitê Permanente do Cadastro Ibero-Americano, que celebra seu 20º aniversário, sendo 12 de maio o dia de sua fundação. Enviamos nossos mais calorosos cumprimentos e desejamos-lhes sucesso contínuo na busca de sua missão: “Geografia para a Vida”. Parabéns!



# Congresso UPAV - XL

# Madrid 2026

## Avaliação, Inteligência Artificial e Julgamento Profissional



**A** jornada rumo ao evento anual mais importante em avaliação ibero-americana continua a todo vapor. Estamos confiantes de que este encontro de colegas, amigos e profissionais de todos os países será um sucesso em todos os sentidos. A fase de recebimento de temas foi concluída, com mais de cem propostas enviadas de diferentes países. Cada um dos conteúdos enviados está sendo analisado, e a qualidade e o cuidado dedicados pelos proponentes foram observados, o que torna o processo de seleção bastante desafiador devido ao nível dos documentos submetidos.

Meses antes do congresso, o nível de interesse tanto de futuros palestrantes quanto de participantes é alto. Além dos mais de 100 documentos recebidos, temos mais de 400 pessoas pré-inscritas para o congresso, demonstrando a confiança de que um Congresso da UPAV é sinônimo de qualidade e excelência.

Continuamos trabalhando para trazer os melhores palestrantes do mundo da avaliação e áreas afins, pois todos contribuimos para o crescimento dessa ciência.

**Fique atento ao site:**

<https://congresoupav.com/>

**e à newsletter para mais informações.**



**CÁMARA  
INMOBILIARIA  
URUGUAYA**

## **URUGUAYAN REAL ESTATE CHAMBER**

A Câmara Imobiliária Uruguaya (CIU) é a principal associação comercial do setor imobiliário no Uruguai. Fundada em 1987, reúne operadores, empresas e profissionais envolvidos na atividade imobiliária e integra uma rede de empresas associadas em todo o país, composta por mais de 800 empresas e câmaras associadas.

Desde a sua criação, a CIU tem trabalhado para fortalecer o desenvolvimento do setor, promover a profissionalização e contribuir para um mercado imobiliário mais formal, transparente e seguro. O seu trabalho combina a representação do setor com a promoção das melhores práticas, formação contínua, assessoria técnica, fiscal e jurídica para os seus membros, e a criação de espaços para o networking e a troca de experiências profissionais.

A instituição mantém ainda uma relação ativa com o Poder Executivo, órgãos públicos, entidades privadas, a comunidade e seus membros, buscando oferecer uma perspectiva técnica e representativa sobre questões que envolvem o mercado imobiliário uruguaio e contribuindo para o desenvolvimento de políticas públicas que atendam às necessidades do setor e da sociedade. Nesse contexto, promove iniciativas voltadas para o fortalecimento da profissão, a manutenção das práticas formais, a garantia da segurança jurídica e a proteção dos consumidores.

Com presença em todo o território nacional e uma longa trajetória de trabalho institucional, a CIU se consolidou como referência no setor e como agente comprometido com o crescimento responsável da atividade imobiliária no Uruguai.

As ações da CIU são baseadas em valores que orientam seu relacionamento com parceiros, clientes, instituições públicas e privadas e a sociedade como um todo.

### **Honestidade**

A instituição promove a atividade imobiliária com base na ética, transparência e clareza em todas as transações. Para ela, a honestidade é essencial para construir confiança, fortalecer a reputação do setor e garantir relações profissionais responsáveis entre operadores, clientes e a comunidade.

### **Responsabilidade**

Promove o exercício responsável da profissão, assegurando que cada transação imobiliária, consulta ou serviço seja realizado com seriedade, conhecimento técnico e compromisso com os resultados. Este valor implica agir de forma adequada, cumprir os compromissos e contribuir para um mercado mais organizado, seguro e profissional.

**Compromisso**

Isso se reflete em seu trabalho contínuo para fortalecer o setor imobiliário, defender as práticas comerciais formais e aprimorar constantemente o setor. Envolve também o apoio aos seus membros, a promoção do intercâmbio entre colegas e a contribuição para o desenvolvimento de um ambiente profissional integrado, colaborativo e voltado para a comunidade, com foco no bem comum.

**Planejamento**

A entidade entende o planejamento como uma ferramenta fundamental para projetar o crescimento do setor com uma visão estratégica. Isso inclui promover a formação contínua, fortalecer a representação das associações comerciais, impulsionar a inovação tecnológica, desenvolver laços institucionais e trabalhar em conjunto com as câmaras associadas para consolidar uma presença nacional cada vez mais ativa e coordenada.

A Câmara Uruguaia de Corretores de Imóveis (CIU) é atualmente a maior associação imobiliária do Uruguai e projeta o setor além das fronteiras nacionais. Sua participação na Confederação Latino-Americana de Corretores de Imóveis (CILA), bem como na Associação Nacional de Corretores de Imóveis (NAR), na Associação Americana de Corretores de Imóveis (AAR) e na UPAV, todas ligadas ao setor imobiliário, permite sua integração em espaços regionais e globais de cooperação, intercâmbio profissional e geração de oportunidades. Para a Câmara, conectar o mercado imobiliário uruguaio com o mundo é uma dimensão estratégica de seu trabalho institucional e uma forma de abrir novas oportunidades para seus membros, para o setor e para o país

# PATROCINADORES

**ORO**

**OURO**  
**GOLD**

**SPONSORS**



**PLATA**  
**SILVER**  
**PRATA**



