



# IMPORTANCIA DE LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA FAMILIAR: LOS PROBLEMAS DE ILIQUIDEZ

**Rojó Ramírez, Alfonso Andrés** (Universidad de Almería)\*

## RESUMEN

Es patente la importancia de la empresa familiar en el contexto empresarial, y el impacto del gestor familiar en su valor, aunque poco se ha estudiado sobre la importancia de conocer el valor de la EF para la gestión y planificación de la sucesión.

Este trabajo nos acerca a esta problemática y, en particular, la cuestión de la falta de comercialización, e iliquidez de sus títulos, que suele existir en la EF, lo que se manifiesta en su valor, poniendo de manifiesto la práctica profesional de reducir un porcentaje de entre el 20 por 100 y 50 por 100 del valor calculado sin que exista una teoría clara que sustente este proceder.

Tratando de evitar la subjetividad propia de la práctica se han desarrollado modelos orientados a objetivar el descuento, bien buscando un porcentaje ajustado al tipo de empresa, bien incorporando el riesgo específico asociado a esta circunstancia en la tasa de actualización cuando se utiliza el modelo de descuento de flujos de efectivo. Dentro de esta última orientación se encuadra el modelo de AECA (2005) con reducciones de valor de alrededor del 20 por 100.

El objetivo de este trabajo es contribuir a una mejor comprensión de la realidad de la valoración de la empresa y, en particular, de la EF, abriendo una línea de investigación poco explotada en Europa y España que, sin embargo, es de considerable trascendencia práctica.

**Palabras claves:** Valoración de empresas, empresa familiar, DLOM. **JEL:** G12, G32, G34, M21, M41

## ABSTRACT

It is clear the importance of Family Business (FB) around de word and the impact of family managers on company value. Nonetheless, little has been research on the importance of knowing the value of BF for the management and succession planning.

This work brings us closer to this problem, and in particular the issue of lack of marketability and securities' illiquidity, which usually exist in FB, which is reflected in its value, demonstrating the practice of reducing a rate of between 20 por 100 and 50 por 100 of value without a clear theory that supports this.

Seeking to avoid the subjectivity some practice-oriented models have been developed, either by looking for percentage according to the type of company, or incorporating the specific risk onto rate when using the discount cash flow model. Within this orientation fits the model of AECA (2005) with value reductions of around 20 por 100.

The aim of this paper is to contribute to a better understanding of the reality of the valuation of the company and, in particular, the FB, opening a line of research under-exploited in Europe and Spain, however, is of considerable practical significance.

**Key words:** Family Business, the valuation of the company. **JEL:** G12, G32, G34, M21, M41

\* Departamento de Dirección y Gestión de Empresas, La Cañada de San Urbano, s/n, Almería. [arojo@ual.es](mailto:arojo@ual.es)  
Recibido: 27 de marzo de 2009. Aceptado: 9 de junio de 2009

## 1. INTRODUCCIÓN

Es de sobra conocida la importancia de la Empresa Familiar (EF) en todo el mundo. Los datos estadísticos existentes revelan el importante papel de estas empresas, ya sea por su número como por su contribución al empleo y al PIB<sup>1</sup>.

La importancia de la empresa familiar no se limita a pequeñas y medianas empresas, como suele ser habitual pensar, también ha sido puesta de manifiesto entre las grandes corporaciones empresariales de todo el mundo, siendo sobre éstas sobre las que se ha centrado el grueso de la investigación, tal como revelan algunos de los trabajos más representativos (Shleifer y Vishny, 1986; La Porta, [López-de-Silanes](#) y [Shleifer](#), 1999; Gudmundson, Hartman y Tower, 1999; Claessens, Djankov y Lang, 2000; Faccio y Lang, 2002; Anderson y Reeb, 2003, Villalonga y Amit, 2006).

Esta importancia de la EF justifica la necesidad de estudiar la misma, lo que puede hacerse desde tres ámbitos de actuación que tienen que ver con los intereses a los que el líder familiar (el gestor) tiene que atender y que, aunque se enfocan desde diferentes perspectivas, están relacionados: la gestión de la empresa, el papel de los propietarios y el concepto de familia. Mientras el estudio de la EF como elemento de gestión, y sus relaciones con los propietarios, se rigen por iguales o similares patrones que las empresas no familiares, la introducción del tercer ámbito condiciona la adecuada interpretación de los anteriores, pudiendo observarse comportamientos peculiares relacionados con el capital social y el valor de las participaciones accionariales o con la dirección y gestión de la empresa. La clásica figura 1 muestra esta interrelación de los diferentes stakeholders (LNT, 2008:8).

El grueso de la investigación sobre EF en el ámbito financiero se ha centrado en el nivel 4 de la figura 1 sobre la base preconcebida (Barontini y Caprio, 2006; [Miller](#), [Breton-Miller](#) y [Scholnick](#), 2008) de que, según unos, la administración familiar de la empresa se preocupa más que los gestores externos y no propietarios por el futuro de la misma, ya que aquellos ponen en juego su patrimonio; otros creen ver en la gestión familiar la condena al fracaso de la empresa por un comportamiento conservador y restrictivo que no permite el crecimiento (Claessens *et al.*, 2002; Lins, 2003; Gompers *et al.*, 2004).

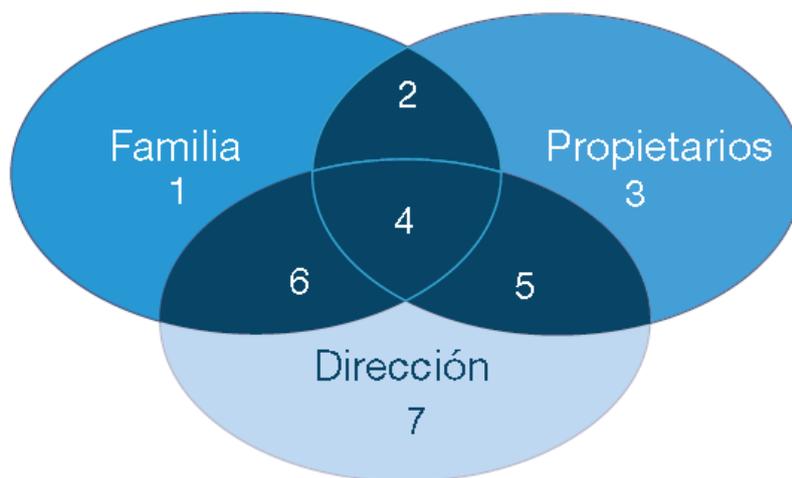
Nada concluyente existe a este respecto, a pesar de la abundante bibliografía de naturaleza empírica realizada en los últimos años, particularmente a partir de los trabajos de Shleifer y Vishny, (1986) y Morck, Shleifer y Vishny, (1989). Aunque esta investigación no nos lleve a ningún lado especialmente operativo desde el punto de vista práctico, salvo su conocimiento, lo cierto es que la mayor parte de los trabajos realizados suelen encontrar una relación positiva entre el valor de la empresa y la gestión de los miembros de la unidad familiar.

Así, por ejemplo, Barontini y Caprio (2006, p. 690), confirman el estudio de Maury (2006) y Villalonga y Amit (2006) para las EFs de Europa occidental, (11 países, excluidos Irlanda y Reino Unido), mediante un estudio empírico con una muestra final de 675 grandes empresas no financieras (+ de 300 millones de € de activos) señalando que existe una relación positiva entre el valor de mercado y el control familiar y su forma de gestión. Lo mismo hace el trabajo de [Martínez](#), [Stöhr](#), y [Quiroga](#) (2007) para Chile con una muestra de 100 empresas familiares y el periodo 1995-2004. Esta relación no parece tan clara a nivel nacional, tal como

<sup>1</sup> En Europa se estima que existen más de 17 millones de EF de un total de 19 millones de empresas no financieras referidas al año 2004, según Eurostat. En España se considera que de un total de empresas, según el INE, (enero, 2008) de 3'4 millones, 2'8 millones son empresas familiares (IEF, 2008).

muestran los trabajos de Gorton y Schmid (2000); Volpin (2002); Cronqvist y Nilsson (2003); Sraer y Thesmar (2004); McColgan y Hillier (2004); Ehrhardt, Nowak y Weber (2006).

**FIGURA 1: ÁMBITOS DE ESTUDIO DE LA EF**



El nivel 4 muestra la confluencia de gestor, miembro de la familia y propietario. El nivel 2 muestra aquellos miembros de la unidad familiar que son propietarios sin participar en la gestión, mientras que los niveles 5 y 6 nos indican los propietarios no pertenecientes a la familia y los miembros de la unidad familiar no propietarios que participan en la gestión.

Fuente: PwC (2007)

Por el contrario, Klein, Shapiro y Young (2005) señalan que parece existir una relación negativa entre el control familiar y la actuación gerencial en el caso de las empresas canadienses, aunque no entre el nivel de gobernanza y la actuación gerencial. Confirma así, con un mecanismo similar, el trabajo de Holderness y Sheehan (1988) para el caso de USA.

En Japón, donde un 36 por 100 de las empresas cotizadas están gestionadas por los fundadores o sus descendientes, Saito (2008) encuentra que las acciones de tales empresas se negocian con una prima, lo que no está claro que ocurra una vez que se retiran los fundadores.

Parece concluyente que una de las características de la EF es el estar dirigida por miembros de la unidad familiar que desean, además, que la dirección siga estando en manos de la familia (Drake, 2008) y, en términos generales, aunque menos concluyente, parece que esta gestión contribuye de forma positiva al valor de la empresa.

Otra característica relevante que nos interesa resaltar aquí es que, alrededor del 90 por 100 de las EFs estadounidenses no tienen diversificada su inversión y la riqueza de los propietarios está, en más del 50 por 100, afecta a la empresa (LNT, 2008:14). Adicionalmente, suele faltar una adecuada planificación por parte de los responsables para llevar a cabo la transición entre los miembros de la unidad familiar. Esta transición debería tomar en consideración, entre otros aspectos, un plan para los accionistas que contemple la

valoración de la empresa a efectos de transmisión de los títulos y los posibles descuentos en el valor asociados a la transmisibilidad y el control (Drake, 2008, p. 136).

Como se aprecia de lo comentado hasta aquí, la valoración juega un papel importante en la EF. Su conocimiento puede interesar por muy diversas causas que se pueden agrupar en tres aspectos básicos:

- El objetivo de crecimiento, que puede implicar la necesidad o deseo de acceder al Mercado de valores, la búsqueda de estrategias de ‘*Joint Ventures*’ o la posibilidad de entrada de capital-riesgo, así como la opción de realizar operaciones de fusión, tal como revela el estudio de Ang and Kohers (2001).
- El objetivo de transmisión de participaciones entre los miembros de la unidad familiar. Puede interesar la división de la empresa entre los miembros de la misma cuando ésta ha crecido y se han creado diversas ramas de actividad que pueden operar de forma autónoma, o cuando pueden crearse unidades geográficas diferenciadas. Asimismo, la transmisión de títulos entre los miembros de la unidad familiar tiene efectos fiscales importantes y no hay que olvidar que la norma fiscal también establece criterios a este respecto<sup>2</sup>.
- El objetivo de gestión estratégica del negocio, de manera que el valor se toma como la referencia básica, o variable, que muestra cómo de bien o de mal lo están haciendo los gestores de la(s) unidad(es) de negocio, en la medida que contribuyan o no a enriquecer a la unidad familiar.

En definitiva, aunque el conocimiento del valor de la EF parece jugar un papel crucial a la hora de planificar el futuro de la misma y para determinar el comportamiento de la gestión, sin embargo, existe muy poca literatura sobre cómo y de qué manera debe abordarse esta cuestión y los aspectos que han de tomarse en consideración para que resulte de interés para los gestores.

El resto del artículo se estructura de la siguiente manera: el apartado segundo describe los modelos valorativos que rigen en la valoración de empresas diferenciando entre dos tipos de valor que interesa tomar en consideración e introduciendo el papel de las primas de reducción de valor; el apartado 3 efectúa un repaso a los trabajos de investigación realizados para incorporar las primas de reducción en la valoración; finalmente, el apartado 4 muestra las conclusiones más relevantes.

## 2. LA VALORACIÓN DE LA EF: MODELOS

A la hora de valorar la EF, de igual forma que para cualquier otra empresa, es necesario diferenciar el objeto de la valoración y, por tanto, el tipo de valor que se desea calcular. A estos efectos el valorador ha de tener en cuenta la existencia de dos tipos de valor (AECA, 2005: 17-18; Rojo, 2007, p. 87): el valor económico o intrínseco (VG) con el que se pretende conocer el valor del capital invertido en la empresa, independientemente de quien lo ha financiado; y el valor financiero o de propietario (VE) con el que se pretende conocer lo que corresponde de aquél valor a los propietarios. Mientras que el primer valor se centra en conocer la empresa y es necesario para una adecuada gestión estratégica de la misma, el segundo es relevante sólo si se trata de hacer frente a una transacción de acciones.

A los accionistas siempre les termina interesando el VE, fundamentalmente ‘por si deciden vender las acciones’. No obstante, la peculiaridad de la empresa familiar y la fuerte

<sup>2</sup> A este respecto la problemática práctica es considerable, particularmente existen numerosos estudios en USA en relación con la RR 59-60.

relación entre gestión y propiedad revela que ambos valores son de importancia capital: el primero, porque, como se ha señalado, es básico a la hora de evaluar la gestión y el futuro estratégico; el segundo, porque la sucesión y las relaciones familiares obligan a tener que realizar, más tarde o más temprano, operaciones con acciones, bien sea entre los propios miembros de la unidad familiar, bien con terceros, siendo el criterio valorativo causa habitual de conflicto entre ellos (Mariño y Rojo, 2009).

Los modelos de valoración a aplicar en la EF siguen las mismas pautas que en cualquier valoración (Trugman, 2009, p. 17), si bien es verdad que en el caso de la EF puede existir lo que ha dado en denominarse valor emocional (Zellweger y Astrachan, 2008; Astrachan y Jaskiewicz, 2008). Así pues, en puridad sólo existen dos modelos valorativos aceptables (Rojo, 2007:90), el modelo basado en renta o de rendimiento (VeR) y el modelo basado en coste o analítico (VeC), aunque el desarrollo práctico ha dado lugar a un conjunto de métodos a los que se suele agrupar bajo el nombre de modelo de mercado o de múltiplos, que están más orientados al precio.

Mediante el primer modelo, el valorador descuenta los flujos de efectivo esperados de la empresa, mostrados en los estados pro-forma calculados previamente, al momento de la valoración, aplicando para ello una tasa de actualización que toma en consideración el riesgo. A más riesgo mayor tasa de actualización (rentabilidad requerida de la inversión). Mediante el segundo modelo se valora a valor presente o de reemplazo el conjunto de activos y pasivos que forman parte de la empresa, a los que debe agregarse el valor de los activos intangibles o fondo de comercio. Por uno u otro modelo se estima, bien el VG, bien el VE.

Calcular el valor basándose en el modelo de renta, que es el más seguido en la actualidad (Demirakos, Strong y Walker 2004; Rojo y García, 2006) no es más complejo que hacer una previsión sobre el futuro de la empresa. Esencialmente consiste en realizar estimaciones sobre seis variables para poder obtener estados pro-forma de un periodo estratégico que suele ser de 5 años (Rojo, 2007, p. 208):

- a) la tasa de crecimiento que esperamos en el futuro ( $g$ );
- b) el margen bruto con que se espera operar en el mercado ( $m_b$ );
- c) el tipo impositivo bruto efectivo que se prevé soportar ( $t_{be}$ );
- d) la tasa de inversión económica total neta ( $t'$ )
- e) el nivel de endeudamiento que se desea ( $e$ );
- f) la rentabilidad mínima que exigiremos a nuestras inversiones ( $k_o$ ) que requiere, a su vez, estimar la rentabilidad mínima de los propietarios ( $k_e$ ) y el coste de la deuda ( $k_i$ ).

Estimadas estas variables y elaborados los estados pro-forma, sólo resta aplicar la ecuación de valor que descuenta los diferentes flujos de renta al momento presente (ver figura 3). Normalmente el experto calcula el valor económico y deduce el valor financiero de él, restando la deuda financiera (RAc), de manera que  $VE = VG - RAc$ , tal como se muestra en la figura 3.

Encuestas realizadas ponen de manifiesto que un 13,6 por 100 de las EFs tienen problemas sobre los criterios de valoración a seguir (PwC, 2007:33) y, lo que es posiblemente más importante, sobre las disposiciones de entrada y salida de socios en la empresa. En concreto (PwC, 2007, p. 36):

- Un 51 por 100 de las empresas familiares encuestadas no han definido disposiciones de entrada y salida.

- Un 75 por 100 no cuenta con una base de valoración acordada para las acciones, aplicable en caso de que pase algo y haya que vender o transmitir acciones.
- En el caso de empresas con bases de valoración, éstas no están bien desarrolladas, y un 74 por 100 tienen bases fijas, que no varían según la naturaleza del desencadenante: jubilación, incapacidad o fallecimiento.

### La EF y las particularidades de su valoración

Aunque la valoración de la EF se rige por iguales pautas que el resto de las empresas, lo cierto es que existen algunas consideraciones especiales que han de ser tomadas en cuenta. En particular, la gran mayoría de EFs son pequeñas y medianas empresas que no cotizan en el mercado de valores y, cuando lo hacen, suelen disponer de cláusulas que restringen la transmisibilidad de las acciones para preservar el control familiar, lo que implica que se restringe la comercialización o transmisibilidad de los títulos. Otras veces el futuro de estas empresas se considera asociado a la propia gestión del miembro de la unidad familiar que ejerce la labor directiva.

El VE que se asigna finalmente a la EF (Valor final de la figura 2) de cara a una posible transmisión suele tomar en consideración tales circunstancias, lo que se hace efectuando ajustes sobre el valor calculado en función de las siguientes circunstancias (Trugman, 2009, p. 35):

- El grado de control. En estos casos se suele aplicar una *Prima de control*, que hace referencia a la importancia que tiene adquirir un número de acciones suficientes que permitan la toma de decisiones en la empresa. Cuando el control de la empresa es de naturaleza estratégica suele tomarse en consideración este hecho que puede elevar la prima de control.
- La posición accionarial en la empresa. En estos casos se aplica un *Descuento por minoritario* (DLC<sup>3</sup>), opuesto a la prima de control, que pone de manifiesto la incapacidad para tomar decisiones sobre la marcha de la empresa o, lo que es igual, la falta de control sobre la actividad empresarial.
- La facilidad para comprar o vender los títulos de la empresa. En tales casos es normal aplicar un *Descuento por falta de comercialización* (DLOM<sup>4</sup>). Este descuento está asociado a restricciones en la compra-venta de los títulos de la empresa. Pueden ser estas restricciones debidas a la falta de un mercado, o a cláusulas que limitan la venta de los mismos, lo que, en definitiva, significa una reducción de potenciales compradores que sólo estarán dispuestos a entrar en la empresa a un precio más bajo.

Existen otros factores que se toman en consideración a la hora de ajustar el valor calculado.

- El tamaño de la empresa. En estos casos es normal considerar un *Descuento por pequeña empresa* que, en realidad, es lo mismo que el DLOM sólo que se aplica por no existir comercialización de los títulos debido a la falta de compradores.
- En el caso de empresas de inversión en inmuebles, empresas holding, petroleras y gasísticas, es también usual un descuento en el valor del activo neto.

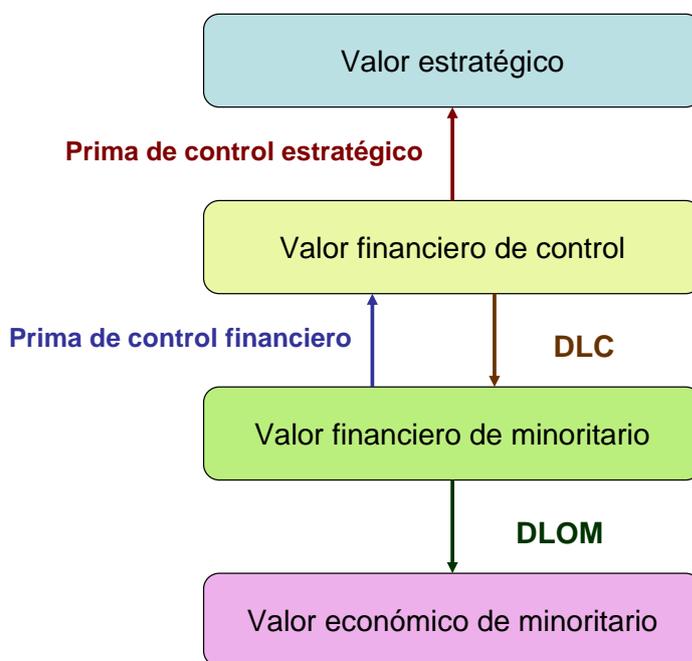
<sup>3</sup> Sigla de “Discount for Lack of control”.

<sup>4</sup> Sigla de “Discount for Lack of Marketability”

- El papel que los gestores suelen desempeñar en la empresa. En estos casos se suele aplicar un *Descuento por persona clave* (DKP<sup>5</sup>). Este descuento suele ser típico en las empresas familiares cuando el fundador o el gestor familiar dejará pronto la empresa.
- La existencia de accionistas que poseen un porcentaje de control que les permite bloquear las decisiones de la dirección. En tales casos se aplica un *Descuento de bloqueo* aplicado habitualmente a empresas cotizadas cuando existe un porcentaje significativo que puede bloquear las decisiones en la empresa y que puede ser vendido en cualquier momento, lo que hace que caiga el precio por acción.

Los descuentos más comunes en las empresas no cotizadas son (Drake, 2008, pp. 136-137) el DLOM y el DLC a los que, en el caso particular de EF, se une el DKP (ver figura 2).

**FIGURA 2: NIVELES DE VALOR EN LA EMPRESA, PRIMAS Y DESCUENTOS EN EL VALOR**



Fuente: Basado en Mercer (2004, p.10)

La cuestión de las primas y descuentos, particularmente estos últimos, tienen un gran interés en la valoración de empresas familiares y, lo que todavía es más importante en nuestro caso, en la planificación de la sucesión familiar (Drake, 2008, p. 136), particularmente por el impacto fiscal que la transmisión de los títulos pueda tener (Glazer, 2005). En este trabajo nos referiremos al DLOM que es el que más atención ha recibido en la literatura<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Siglas de “Discount for Key Person”

<sup>6</sup> En España esta práctica adquiere notoriedad con el caso “El Corte Inglés” y las sentencias en 1ª Instancia (marzo de 2007), de lo Mercantil nº 7 (julio de 2008) y de la Audiencia Provincial de Madrid (julio 2008). En dicho ‘caso’ lo importante no es tanto la discusión sobre el modelo valorativo aplicado como el desconocimiento

Como se ha señalado, el DLOM es aquel descuento que se aplica por falta de comercialización (y por tanto de liquidez) de los títulos de las empresas y adquiere un especial significado en el caso de las EFs no cotizadas, particularmente cuando éstas han crecido y se encuentran en segundas o generaciones más avanzadas en las que se ha producido una dilución de la propiedad por el crecimiento de las ramas de la familia.

En estas circunstancias, suele ser bastante común el que se plantee a un miembro o rama familiar la posibilidad de vender su participación por muy diversas causas, por ejemplo, por necesitar afianzar otros proyectos que encajan mejor en su desarrollo profesional o familiar. En la práctica se hace costoso el poder colocar estos paquetes minoritarios que, a menudo, se han considerado dentro del protocolo familiar, dentro del apartado de 'Propiedad', con el objetivo de mantener las acciones dentro de la familia.

Esta situación plantea verdaderos quebraderos de cabeza pues, el deseo de continuidad en la propiedad familiar lleva a establecer criterios que, a menudo se salen fuera de los límites de lo racional si no se consulta al experto sobre los modelos existentes y su impacto en el patrimonio individual. Las cláusulas del protocolo orientadas hacia el esfuerzo de continuidad de control familiar, tales como las relativas a la transmisión de acciones entre miembros de la unidad familiar, cercenan en gran medida la libertad individual y condicional el valor financiero de los títulos que difícilmente se venderán si no es por un precio que contemple una prima de descuento que será más sustancial a medida que menor sea la influencia que el paquete brinde a los tenedores. Además, cabe pensar que la fase generacional debe estar asociada a la capacidad de comercialización, si bien es verdad que no conocemos estudios empíricos que lo corroboren.

La mejora de esta situación sólo es posible si el protocolo familiar contempla criterios racionales de valoración y admite que el valor vaya revisándose de forma periódica (Gallo, 1995, p. 276) y la EF constituyendo un fondo para hacer frente a los deseos individuales de salida de los socios que finalmente optan por romper los lazos económicos dentro de la empresa.

### **Las primas de descuento: cómo incorporarlas**

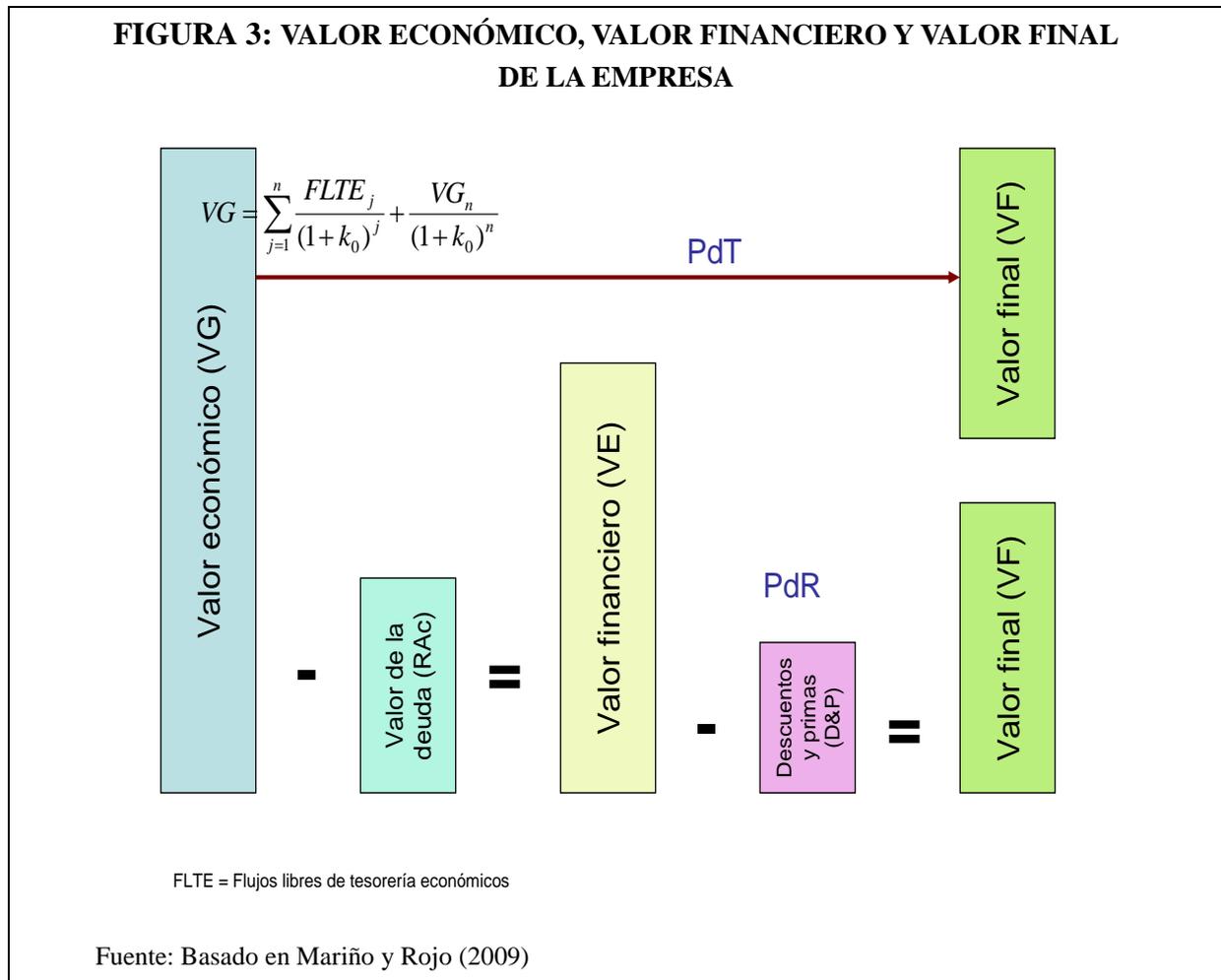
Incorporar un descuento sobre el valor calculado de la empresa siempre es una tarea incómoda, pero necesaria si se quiere reconocer la realidad económica. Existen dos posibles soluciones para ello (ver figura 3): a) calcular VE y, a continuación, restar los descuentos que estimemos oportunos, en nuestro caso el DLOM; b) reducir directamente el valor calculado (VE) mediante la incorporación del descuento en la tasa de actualización.

La opción más comúnmente utilizada hasta ahora es la primera, o *procedimiento de resta* (PdR) aunque, cada vez más, se estudia la opción de proceder mediante la segunda o *procedimiento de tasa* (PdT). La razón de esta preferencia es bastante simple pues, tal como señala Sansing (1999, p. 28), se debe a que falta una teoría que justifique adecuadamente la aplicación de una tasa de actualización racional, tanto a nivel investigador como por la propia administración (Brier y Darby, 1995). La primera alternativa es preferida en el ámbito legal, argumentando la existencia de una amplia práctica de '*benchmark*' (Hall, 2007), así como claridad en el proceso (Hood, Mylan y O'Sullivan, 1997, p. 12). La segunda alternativa suele ser preferida en el ámbito económico-financiero, sobre todo en aras a una mayor objetividad para incorporar el riesgo total de la empresa (Harper, 1990, p. 220), evitando unos

---

que los expertos han mostrado de la realidad que aquí se comenta. Un punto de vista muy parcial puede verse en Fernández (2008).

*benchmarks* que pueden conducir a error, dado que cada empresa debe ser analizada por si misma.



La incorporación de los descuentos mediante el PdR requiere, antes que nada, conocer el importe del descuento que ha de ser restado al VE, por lo que la valoración se convierte en un proceso de dos fases (Hood, Mylan y O’Sullivan, 1997): a) la estimación de VE; b) la estimación del porcentaje a deducir de VE; siendo este último paso objeto de gran controversia en USA, como consecuencia del posicionamiento de la Administración a través del Internal Revenue Service (IRS) frente a los valoradores – asesores.

Esencialmente, el IRS ha venido considerando como porcentaje de descuento por DLOM alrededor del 24 por 100 en los últimos años (Drake, 2008, p. 137) mientras que los valoradores consideran tasas diferentes, que la mayor parte de las veces varían con el contexto (Silber, 1991; Longstaff, 2001; Glazer, 2005) y la propia empresa, siendo usual considerar descuentos en torno al 35 por 100 (Mercer, 1997, 2003).

La incorporación de los descuentos mediante el PdT precisa ajustar la tasa de actualización mediante la asignación de una prima específica conservando una única fase en el proceso de valoración, no existiendo actualmente una posición clara al respecto.

### 3. INVESTIGACIÓN SOBRE PRIMA DE ILIQUIDEZ O FALTA DE COMERCIALIZACIÓN

La investigación sobre el DLOM se ha hecho eco de las dos posturas anteriormente señaladas y, por un lado, ha tratado de ver si la práctica de los porcentajes de descuento sobre el VE tienen una justificación empírica; por otro, se han realizado propuestas encaminadas a ofrecer modelos para la estimación de los descuentos, bien como porcentaje a descontar de VE, bien mediante incrementos de la tasa de actualización cuando se utiliza el modelo de descuento de flujos de tesorería o efectivo (MDFT).

Hay que señalar que la mayor parte de los estudios realizados sobre esta cuestión han tenido lugar en el mercado norteamericano, por lo que los resultados obtenidos se refieren, en su mayor parte, a dicho mercado, salvo las excepciones que se citan, por ejemplo, en el caso de España. En este sentido es necesario ser consciente que las primas de descuento pueden no ser automáticamente extrapolables a otros contextos.

#### Estudios sobre porcentajes de descuento a aplicar

Para entender los estudios que se han desarrollado en este campo es necesario señalar la confusión existente entre liquidez (*liquidity*) y comercialización (*marketability*). La primera se refiere a la habilidad para convertir un activo (una acción) de forma fácil y sin causar un movimiento significativo en su precio con la mínima pérdida de valor. El segundo se refiere a la habilidad para vender un activo (una acción). Como es lógico ambos conceptos están estrechamente relacionados, siendo la principal diferencia la preservación del valor que se produce en el primero pero no en el segundo<sup>7</sup>.

Esta confusión ha dado lugar a que se estudien ambos conceptos de forma similar (Hood, 2008) aunque los resultados que se obtienen hay que analizarlos e interpretarlos según el tipo la variable a la que se refieran.

Un análisis de los estudios realizados nos permite diferenciar dos bloques de trabajos.

Por un lado, aquellos que toman como referencia el CAPM y la ruptura de la hipótesis de comercialización continua, y sin límite de cantidad. Estos trabajos ponen de manifiesto la relación positiva que existe entre la falta de liquidez del mercado [medida en base a diferentes variables como son el margen entre los precios de oferta y demanda (*bid-ask spread - B-AS*); la existencia de los costes de transacción (la asimetría de información del mercado) o la actividad de negociación (*trading activity*)] y la rentabilidad esperada de la inversión (Amihud y Mendelson, 1986, p. 224; Eleswarapu y Reinganum, 1993, p. 374; Brennan y Subrahmanyam, 1996, p. 442; Datar, Naik y Radcliffe, 1998; Amihud, 2002, p. 32; Pastor y Stambaug, 2003, p. 642; Miralles y Miralles, 2006, p. 255). Como consecuencia, queda contrastada la relación entre la falta de liquidez y el valor de la empresa, ya que (Silver, 1991:64), la liquidez tiene un impacto significativo en el coste de capital y, por tanto, su falta da lugar a la existencia de un riesgo adicional por el que los inversores demandan rentabilidades superiores que [Lonsstaff, 2001, p. 425] se sitúan entre el 7 por 100 y el 18 por 100.

Por otro lado, sobre todo en el ámbito profesional, se afronta este tema proponiendo un descuento por falta de comercialización (DLOM) [Sheeler, 2004, p. 26] en el caso de

<sup>7</sup> Por ejemplo, un título cotizado en el parqué de la Bolsa de Madrid o de Valencia, que no forma parte, por tanto, del mercado continuo, es poco líquido ya que su venta suele tardar más que la de otro título que si está en este mercado. Sin embargo un título no cotizado es probable que no se pueda vender si no es con una rebaja sustancial en el precio sobre su valor (una reducción del valor).

empresas de accionariado reducido como es el de la gran mayoría de EFs. Para determinar el descuento asignable al DLOM se han realizado tres tipos de trabajos cuya esencia está basada en la comparación de títulos que cotizan con otros que no lo hacen (Bajaj, Denis, y Ferris, 2001, p. 93):

a) Estudios que comparan el precio de un título, previo a una oferta pública de colocación, con el precio posterior a la misma. Esta aproximación conocida como *aproximación IPO*, estima porcentajes de descuento en torno al 42 por 100-43 por 100 por 100 (Emory, 1981, 1997), así como rangos que oscilan entre el 32 por 100 y 55 por 100 (Damodaran, 2005, p. 30), dependiendo del periodo de tiempo seleccionado, deducciones que estarían asociadas a la pérdida de riqueza de sus tenedores por falta de comercialización, si bien, esta pérdida, según Pavlik y Dare (2002) es aparente, pues se olvida computar la alta comercialización de los títulos una vez que éstos se cotizan en el mercado.

b) Estudios que comparan los precios de los títulos en ofertas privadas de venta de acciones con el precio de los mismos títulos comercializados en el mercado (*aproximación RSA*<sup>8</sup>). Estos trabajos, basados en rentabilidades anormales y costes de información que soportan los inversores (Hertzel y Smith, 1993), muestran un rango de variabilidad muy elevado (Sheeler, 2004, p. 30) cuyo promedio se encuentra entre el 35 por 100 y el 45 por 100 aunque, en general, se observa una tendencia a su reducción en el tiempo (Damodaran, 2005).

c) Estudios que comparan adquisiciones de títulos fuera de mercado con otras similares en el mercado (*aproximación AP*). Estos trabajos encuentran diferencias que, de acuerdo con Koeplin, Sarin, y Shapiro (2000) giran en torno al 20 por 100-30 por 100 en el caso de empresas domésticas y del 40 por 100-50 por 100 en el caso de empresas foráneas. Block (2007), utilizando la misma metodología que Koeplin, Sarin y Shapiro, pero seleccionando las empresas dentro del mismo sector, concluyen que, en promedio, el descuento al que se realizan las transacciones privadas es del 20 por 100 al 25 por 100, aunque encuentran diferencias según los sectores, correspondiendo los mayores descuentos al sector manufacturero. Lerch (2008), sin embargo, reduce este porcentaje a niveles del 10 al 18 por 100.

Adicionalmente, algunos autores (Chaffe III, 1993; Longstaff, 1995; Finnerty, 2003; Trout, 2003; Seaman, 2005, 2006 y 2008) han tratado de conocer el DLOM mediante el estudio de las opciones financieras, llegando a porcentajes de descuento en torno al 35 por 100, si bien (Reilly y Rotkowsky, 2007), los trabajos de Chaffe III (1993), Longstaff<sup>9</sup> (1995) y Finnerty, (2003) tienden a mostrar un porcentaje más elevado (65 por 100) atendiendo a ciertas condiciones de volatilidad, mientras que la serie de trabajos de Trout (2003) y Seaman (2005, 2006 y 2008), basados en opciones a largo plazo de compra, ofrecen porcentajes mínimos más reducidos de alrededor del 24 por 100. En general estos métodos contiene dos problemas: la asignación de la volatilidad del título de una empresa que no cotiza y el periodo de tenencia previsto.

En conclusión, podemos decir que todos estos estudios revelan que los porcentajes de DLOM están situados entre el 20 por 100 y el 50 por 100 (Kania, 2001; Hood, Mylan y O'Sullivan, 1997), a pesar de que el mismo Kania (2000) señala que los valoradores e investigadores de las finanzas no han llegado a conclusiones definitivas sobre ello.

---

<sup>8</sup> Siglas de "*Restricted Stock Approach*". Para una revisión de los diferentes trabajos existentes hasta 2006, ver Riley y Rotkowsky (2007).

<sup>9</sup> Usando la teoría de opciones determina analíticamente el límite máximo del DLOM que llega a cuantificar en el rango del 25 por 100 al 35 por 100, estando el límite máximo entre el 35 por 100 y el 40 por 100.

## Estudios que tratan de modelizar el cálculo del descuento

Una de las mayores críticas realizadas a la reducción de VE mediante la aplicación de porcentajes de descuento es la subjetividad del mismo (Tabak, 2002). Este hecho se ha puesto de manifiesto claramente en dos vertientes: a) la planificación del valor para objetivos fiscales, que ha hecho comentar el abuso que este sistema puede producir; b) la propia diferencia que suele encontrarse entre las posiciones fiscales y las de los expertos, probablemente asociadas a la primera causa.

En aras a evitar esta subjetividad se han realizado diversas propuestas. Unas se han centrado en ver cómo modelizar el porcentaje de descuento. Otras, en cómo ajustar la tasa de actualización.

### Modelización del porcentaje del descuento

Son distintos los trabajos realizados en este campo, así como el enfoque seguido.

Silber (1991) propone un modelo de regresión logarítmico para analizar las diferencias de precios entre las acciones con restricciones para su venta de aquellas que no lo están, aplicándolo sobre una muestra de datos tomada de la Securities Data Corporation of Newark y correspondientes al periodo 1981 a 1988. Silver (1991, p. 61) explica el porcentaje de descuento como una función de los ingresos, del tamaño del paquete vendido en relación al total de acciones y de dos variables dummy: una en caso de que la empresa tenga beneficios y otra de si existe relación entre la empresa y el inversor. La ecuación a la que llega es la siguiente:

$$\begin{aligned} \text{LN (RPRS)} &= 4.33 + 0.036 \text{ LN (REV)} \\ &\quad (0.13) \quad (0.013) \\ &- 0.142 \text{ LN (RBRT)} + 0.174 \text{ DERN} \quad (6) \\ &\quad (0.051) \quad (0.108) \\ &+ 0.332 \text{ DCUST,} \\ &\quad (0.154) \\ R^2 &= 0.29; \text{ SE} = 0.358; \text{ F} = 8.1. \end{aligned}$$

donde:

- RPRS es el precio relativo de las acciones restringidas respecto de las acciones libres;
- REV, es la cifra de negocio o ingresos de la empresa;
- RBRT, es el número de títulos restringidos respecto del total;
- DERN, es una variable dummy que toma el valor 1 si la empresa tienen beneficios, y 0 en caso contrario;
- DCUST, es una variable dummy que toma el valor 1 si existe una relación entre al empresa emisora de los títulos y el inversor y 0 en caso contrario.

Se llega a la conclusión que los descuentos varían en función de la empresa y sus características, siendo siempre sustanciales. En el estudio realizado se muestra que tanto el tamaño (medido por la cifra de negocio) como el paquete de acciones vendidas, influyen el porcentaje de descuento, cuya media simple esta en el 71 por 100 para una cifra de negocio de 40 millones de \$ y un paquete accionarial del 13 por 100.

Un estudio similar al de Silver realizan Bajaj *et al* (2001) aplicando la RSA para un conjunto de operaciones realizadas entre enero de 1990 y diciembre de 1995 y un total de 88 casos.

Los resultados de este estudio son los que se muestran en el cuadro 1. El modelo hace depender el DLDM, asociado a una colocación privada de títulos, del porcentaje de acciones colocadas fuera del mercado respecto del total de acciones, del índice de insolvencia de Altman, Z-Score, de la volatilidad de la rentabilidad y de una variable Dummy que toma el valor 1 para acciones registradas y 0 para el resto de los casos:

$$\text{Discount} = a + b_1 \cdot \text{Fraction of Shares Issued} + b_2 \cdot \text{Z-Score} + b_3 \cdot \text{Standard Deviation of Returns} + b_4 \cdot \text{Registration Indicator}.$$

**CUADRO 1: COEFICIENTES DE REGRESIÓN CRUZADA PARA COLOCACIONES PRIVADAS DE ACCIONES**

Variable	Coefficiente	Error Estándar	Estadístico t	Probabilidad
Intersección	4,91	5,526399	0,889140	37,65%
Porcentaje de acciones emitidas	0,40	0,204315	1,999084	4,89%
Z-score	-0,08	0,032588	-2,519890	1,37%
Indicador de registro	-7,23	3,278803	-2,205249	3,02%
Desviación estándar de rentabilidad	3,13	0,799971	3,924254	0,02%
R-cuadrado	35,38%			
R-cuadrado ajustada	23,27%			

Fuente: Elaboración propia

Damodaran (2005) y Riley y Rotkowsky (2007) señalan algunas de las limitaciones de estos modelos econométricos indicando la escasez de variables tomadas en consideración, y de los datos de las muestras, así como la consideración de otros factores adicionales a la propia iliquidez. Damodaran (2005, p. 41) sugiere la posibilidad de trabajar con modelos sustentados en el B-AS para lo que sería necesario, a su juicio, relativizar esta magnitud respecto a alguna variable propia de empresas no cotizadas, por ejemplo, la cifra de negocio.

Desde otra óptica, Mercer (1997) desarrolla lo que denomina método QMDM que, en esencia, consiste en tres pasos:

1. Se valora la empresa de forma convencional sin tomar en consideración la falta de comercialización de los títulos ( $VE_0$ ).

2. A partir de ahí, se estima el tiempo en que los títulos (la empresa) puede estar en situación de falta de comercialización o periodo de tenencia de la inversión (T) (*holding period*) y se procede a estimar el valor esperado ( $VE_T$ ) de acuerdo con una tasa de crecimiento predefinida por el valorador durante ese periodo<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Por ejemplo, supongamos un  $VE_0$  de 5.000 €. Si estimamos un crecimiento (g) del 6 por 100 para un periodo de tenencia de 10 años,  $VE_{10}$  será de 8.954'24 €. [ $VE_0 \cdot (1+g)^{10}$ ].

3. Una vez calculado, el nuevo valor ( $VE_T$ ) se descuenta a la rentabilidad exigida estimada (TIR de la inversión) y se compara con el valor inicial ( $VE_0$ ). La diferencia sería el DLOM<sup>11</sup>.

Como fácilmente se deduce de la propuesta de Mercer, los valores resultantes para el DLOM varían con cada empresa, (lo que es congruente con Silver, 1991), el periodo de tenencia y la rentabilidad esperada.

Aunque son diversas las críticas que se han realizado a este modelo, sobre todo que deja la subjetividad en otras de las variables que es necesario estimar en el modelo (Tabak, 2002; Hood, 2008), como son la selección de la tasa de crecimiento, el periodo de tenencia de la inversión por el comprador y la rentabilidad mínima, su ventaja radica en permitir establecer tasas de DLOM en función del periodo de tenencia y de la rentabilidad esperada (Mercer, 1998).

Por su parte, Tabak (2002) propone un modelo basado en el riesgo extraordinario que soporta un inversor económico antes que en la falta de acceso a los recursos. En esencia, su modelo establece que, salvo que el activo pueda ser protegido mediante coberturas, en cuyo caso el DLOM máximo será el coste de la protección más los costes directos de liquidez, el valorador comenzará por determinar la prima de mercado a través del CAPM.

$$P_M = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2} \cdot (R_M - R_F) = \beta \cdot \theta$$

donde:

- $P_M$ , es la prima de mercado, por definición:  $P_M = R_M - R_F$ , cuando la diversificación es total.
- $R_M$ , es la rentabilidad esperada de la cartera de mercado.
- $R_F$ , es la rentabilidad libre de riesgo.
- $\beta$ , es la covarianza del título respecto de la cartera, ( $\beta = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$ )

si se asume que el activo no puede ser particionado, por lo que la contribución del activo al riesgo (la varianza de la inversión), es su varianza y no la covarianza, ya que no existe otra inversión con la que correlacionarse, o sea:

$$\sigma_{iM} = \sigma_{ii} = \sigma_i^2$$

esto significa que la prima de riesgo para esta inversión sería:

$$P_M = \frac{\sigma_i^2}{\sigma_M^2} \cdot (R_M - R_F) = \frac{\sigma_i^2}{\sigma_M^2} \cdot \theta$$

<sup>11</sup> Así, si la rentabilidad exigida (TIR) es del 10 por 100, se comprueba que para el caso planteado en la nota precedente el valor actual ( $VE_0$ ) correspondiente a dicha rentabilidad es de 3.500 €, por tanto, el DLOM será de 1.500 €, lo que representa una tasa del 30 por 100.

si ahora tomamos en consideración la existencia de dos volatilidades representativas del riesgo no diversificable, una propia del mercado y otra no controlable ( $\sigma_\varepsilon$ ), podemos reescribir:

$$P_M = \frac{(\sigma_\varepsilon^2 + \sigma_M^2)}{\sigma_M^2} \cdot \theta$$

donde:

- $\sigma_\varepsilon$ , es la volatilidad (desviación típica) del riesgo no diversificable del activo en cuestión, (incluso aunque estuviera cotizado), y debe ser calculada en relación a variables no de mercado.

Dado que la  $\text{cov}(\sigma_M, \sigma_\varepsilon)$  es igual a 0 en nuestro caso:

$$\frac{\sigma_\varepsilon^2}{\sigma_M^2} = \phi > 0, \quad \text{entonces: } \frac{(\sigma_\varepsilon^2 + \sigma_M^2)}{\sigma_M^2} \geq \beta$$

donde:

- $\phi$  representa un descuento adicional sobre el descuento normal asociado a la correlación con la cartera de mercado.

A efectos de valoración, se define el DLOM por unidad de tiempo como  $\phi\theta$  y, por tanto, el valor actual de un activo cuyo valor unitario sea la unidad será:  $e^{-\phi\theta}$  y el descuento:  $1 - e^{-\phi\theta}$ .

Los resultados que se obtiene con este modelo para las empresas del S&P500 y para el periodo 1989 a 1998 (excluido el año 1993) sugieren que los porcentajes de descuento (35 por 100 al 45 por 100) son un poco superiores a otros resultados obtenidos en estudios previos como el de Longstaff (1995) o Chaffee III (1993), tendiendo a sobrevalorar los descuentos conforme se eleva la volatilidad de la inversión.

El modelo de Tabak (2002) tiene el inconveniente de tener que incluir un periodo de tiempo en que el título se considera ilíquido, de igual forma que ocurre con el modelo de Mercer (1997) lo que desplaza la subjetividad del análisis a este punto concreto.

### Ajuste de la tasa de actualización

Los trabajos anteriores siguen manteniendo un descuento por DLOM a restar del VE, siguiendo con el modelo en dos fases (Hood, Mylan y O'Sullivan, 1997). Otros autores y organizaciones han preferido mantener el modelo en fase única de descuento de flujos de efectivo, agregando a la tasa de actualización una prima específica. Esta idea no es nueva y se deduce del modelo CAPM.

Damodaran (2002, pp. 667-668) muestra que, cuando no existe diversificación, la  $\beta$  del modelo CAPM utilizada para estimar la rentabilidad mínima del inversor es una pobre variable, por lo que conviene ajustarla para usar una beta total ( $\beta_T$ ) que es definida como:

$$\beta_T = \frac{\sigma_i}{\sigma_M} = \frac{\beta}{\rho_{jM}}$$

donde:

- $\rho_{jM}$ , representa la correlación entre el título y el índice de mercado.

Sin embargo, esta  $\beta_T$  sólo recoge el efecto de falta de diversificación, no el hecho de que exista o no falta de comercialización. De hecho, el propio autor (Damodaran, 2005, p. 47)

sugiere que existen tres formas diferentes de incorporar el descuento por DLOM a la tasa de actualización que incorpora el MDFT: agregarle una prima constante por iliquidez ajena a la empresa; agregar una prima de iliquidez específica de la empresa; añadir una prima relacionada con las características propias de los activos vendidos; siendo todas ellas equivalentes a la deducción de un porcentaje sobre el valor.

Tabak (2002:17) sugiere que, para el caso de empresas no cotizadas cuyo valor se calcula mediante el MDFT, se puede ajustar la tasa de actualización utilizada para el descuento de flujos de efectivo añadiendo una prima por iliquidez. Realmente lo que sugiere es ajustar la rentabilidad mínima o coste de capital ( $k_0$ ) de la siguiente manera:

$$k_0 + \phi \cdot \theta$$

que, a los efectos, es lo mismo que calcular  $k_0$  según se muestra a continuación:

$$k_0 = R_F + \frac{(\sigma_\varepsilon^2 + \sigma_M^2)}{\sigma_M^2} \cdot \theta$$

Este autor sólo muestra esta opción con un ejemplo y, a nuestro juicio comete el error de ajustar directamente el  $k_0$  cuando en su modelo se está refiriendo al valor de mercado o de propietario y, por tanto, al inversor, no a la empresa.

Sansing (1999), tras manifestar su acuerdo con Brier y Darby (1995) sobre la falta de un razonamiento económico adecuado para estimar el DLOM, argumenta (Sansing, 1999, p. 32) que para poder establecer un criterio racional es necesario partir de la existencia de un mercado imperfecto que hace que los precios de equilibrio difieran de los esperados. En el caso de empresas con poca comercialización de sus títulos, existen pocos demandantes de los mismos, lo que induce al propietario a vender por un precio más bajo al de equilibrio, esto es, con un descuento. Sobre esta base desarrolla una teoría económica de las primas de descuento y propone dos modelos, uno para la estimación del descuento por falta de comercialización del título (DLOM) y descuento por bloqueo (BD) y otro por falta de control o por minoritario.

Básicamente, en el primer modelo, que es el que nos interesa aquí, se establece que el importe del descuento depende de dos elementos: a) la falta de potenciales compradores; b) las diversas preferencias que tengan los potenciales compradores sobre el valor del activo (la empresa o el paquete de títulos).

Sansing (1999, p. 34) señala que la expresión que permite estimar el DLOM es la siguiente<sup>12</sup>:

$$\frac{V - p^*}{V} = \frac{\sigma \cdot (\sqrt{r^2 + r \cdot \lambda} - r)}{\lambda \cdot (1 + \sigma)}$$

Donde:

- V, es el valor del activo (la empresa). Por definición:

$$V = \frac{\delta \cdot (1 + \sigma)}{r} \text{ donde } \delta \text{ representa el flujo de efectivo esperado del activo}$$

<sup>12</sup> El aparato matemático está basado en el modelo canónico de trabajo (Mortensen, 1986).

- $p^*$ , es el precio de la operación de compra-venta. (\*) denota que es el precio de equilibrio.
- $r$ , es la tasa de descuento o actualización
- $\lambda$ , es la tasa de llegada de los compradores
- $\sigma$ , representa la diversidad en la preferencia de los compradores por el flujo de efectivo.

La expresión anterior muestra que:

1. Si  $\lambda$  se incrementa, el descuento disminuye, o sea, si existen más potenciales compradores, la probabilidad de que el descuento sea menor es más alta. Si  $\lambda$  tiende a infinito, el descuento sería nulo (mercado perfectamente competitivo).

2. El descuento crece conforme crece  $\sigma$ . A mayor diversidad de preferencias mayor será el descuento conjuntamente con la existencia de potenciales compradores.

3. El modelo puede ser usado para analizar el BD, mediante la expresión:

$$\frac{V - p^*}{V} = \frac{\sigma \cdot k \cdot \left( \sqrt{r^2 + r \cdot \frac{\lambda}{k}} - r \right)}{\lambda \cdot (1 + \sigma)}$$

Donde,  $k$  representa el porcentaje de títulos a transferir, siendo  $k < 1$ .

Aunque el modelo es congruente con la realidad, lo cierto es que nada dice sobre el cálculo de sus variables, en especial cómo asignar la tasa de llegada de compradores o la preferencia de los mismos sobre el flujo de efectivo. Tampoco se desarrolla ningún trabajo empírico que contraste el modelo.

En el caso español y en referencia a las empresas Pyme, AECA (2005) propone la incorporación a la tasa de actualización de una prima específica ( $P_e$ ) que recogería, además de la falta de diversificación esgrimida por Damodaran (2002), y subrayada en AECA (1996:47), la falta de comercialización de la inversión (AECA, 2005:38), esto es el DLOM.

La forma de estimar  $k_e$  en el modelo AECA es bastante intuitiva. Considera que un inversor económico de riesgo (IER) espera un complemento de rentabilidad por encima de un inversor netamente financiero, que no experimenta más riesgo que el no diversificable o de mercado, de manera que la rentabilidad mínima exigida por el inversor-propietario sería:

$$k_e = i + P_M + P_e$$

siendo:

- $i$ , la tasa libre de riesgo;
- $P_M$ , la prima de riesgo de mercado; y
- $P_e$  la prima específica.

Dado que normalmente la Pyme, en particular la EF, se comporta como un IER (Rojo, 2007, p. 126; Rojo, Alonso y Abreu, 2008), se hace necesario que la  $P_e$  recoja, además de la falta de diversificación, el DLOM. Para ello, sabiendo que tanto el riesgo económico como financiero de la empresa se manifiesta en la rentabilidad (Penman, 2007, p. 693) la estimación de  $P_e$  ha de tomar en consideración la misma, por lo que se sugiere multiplicar la prima de mercado ( $P_M$ ) por un coeficiente de variabilidad de la rentabilidad  $v$  o  $\beta_T$ :

$$P_e = \frac{\sigma_i}{\sigma_M} \cdot P_M$$

Rojo y Alonso (2008) han comprobado la validez del modelo AECA para el mercado bursátil español utilizando una muestra de 94 empresas no financieras para el periodo 1998 a 2005, comprobando que la aplicación del mismo proporciona porcentajes de descuento que van del 4'4 por 100 al 29 por 100, dependiendo de los sectores, siendo el descuento medio del 20 por 100.

#### 4. CONCLUSIÓN

Aunque suficientemente contrastado el efecto de la EF en el entorno económico del que forman parte, así como el impacto del gestor familiar en el valor, poco se ha estudiado en España sobre la importancia del conocimiento del valor de la EF para la gestión de la misma y la planificación en los procesos estratégicos, incluidos los de sucesión.

Este trabajo trata de poner en contexto esta problemática y, en particular, el problema de la falta de comercialización que suele existir en la EF, tanto por la ausencia de compradores en el caso de empresas Pyme, como por la existencia de cláusulas que limitan la transmisión de sus títulos, lo que exige tomar en consideración su impacto en el valor.

El fenómeno de falta de comercialización e iliquidez ha sido considerablemente estudiado, esencialmente en USA, aunque, a menudo, mezclando ambos conceptos, lo que ha dado lugar a muy diferentes enfoques investigadores que, en cualquier caso, coinciden en señalar el impacto de la falta de liquidez y comercialización en el valor asignado a la empresa a la hora de transferir la propiedad de la misma.

La práctica profesional viene haciendo uso de una reducción del valor en forma de porcentajes para lo que se apoyan en la propia experiencia y los estudios resultantes de la investigación. Estos porcentajes suelen oscilar entre el 20 por 100 y 50 por 100 (Mercer, 1997; Reilly y Rotkowsky, 2007; Rojo y Alonso, 2008). Ahora bien, esta forma de proceder ha dado lugar a abusos orientados, bien a incrementar el valor de la empresa, realizando descuentos parcos, bien incrementado tales descuentos para reducir dicho valor, generalmente con propósitos fiscales.

Tratando de evitar la subjetividad propia de la práctica interesada, se han propuesto diversos modelos de estimación de los descuentos, especialmente el descuento por falta de comercialización (DLOM). Estos modelos han tomado dos orientaciones: una primera se encamina a tratar de buscar un porcentaje objetivo dentro de la diversidad propia de cada empresa; otra segunda argumenta que, cuando se aplica el modelo de descuento de flujos de efectivo, lo más apropiado es incorporar el riesgo específico asociado a circunstancias de falta de comercialización o diversificación, en la tasa de actualización.

Si bien ambas orientaciones contribuyen a una mejor comprensión de la realidad de la valoración de la empresa y, en particular, de la EF, lo cierto es que queda mucho camino por recorrer en este campo. En España, la AECA (2005) se ha decantado por la segunda de las orientaciones y su propuesta ha sido contrastada en Rojo y Alonso (2008) mostrando descuentos en el valor en torno al 19 por 100-20 por 100 de promedio.

Este trabajo pretende abrir una línea de investigación poco explotada en Europa y España que, sin embargo, es de considerable trascendencia práctica, particularmente en el ámbito de la EF, tanto por la necesidad de planificar su gestión del futuro como por la trascendencia que el conocimiento del valor tiene para los miembros de la unidad familiar a la hora de definir sobre el protocolo y la sucesión.

## 5. BIBLIOGRAFÍA

- Adams, R., Almeida, H. y Ferreira, D. (2003): "Understanding the relationship between founder-CEOs y firm performance", *Working Paper*, SSRN.
- AECA (1996): "Estudio de Aplicabilidad de los Diferentes Métodos de Valoración". *Documento 5 de Valoración de empresas*, diciembre.
- AECA (2005): "Valoración de Pymes", *Documento 7 de Valoración de empresas*, Junio.
- Amihud, Y. (2002): "Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects". *Journal of Financial Markets*, vol. 5. pp. 223- 249.
- Amihud, Y. y Mendelson, L. (1986): "Asset pricing and the bid-ask spread", *Journal of Financial Economics*, vol. 2, nº 17, pp. 223 a 249.
- Anderson, R. y Reeb, D.M., (2003): "Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, vol. 58, nº 3, pp. 1301- 1329.
- Ang, J. y Kohersm N. (2001): "The Take-Over Market for Private-Held Companies: The U.S. Experience", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 25, nº 6, pp. 723- 748.
- Ashenfelter, O. y Layard, R. (1986): "*Handbook of Labor Economics*", North-Holland, Amsterdam.
- Astrachan, J.H. y Jaskiewicz, P. (2008): "Emotional Returns and Emotional Costs in Privately Held Family Businesses: Advancing Traditional Business Valuation", *Family Business Review*, vol. 21, nº 2, pp. 139- 149.
- Bajaj, M., Denis, D.J., Ferris, S.P., Sarin, A. (2001): "Fair firm value and marketability discounts", *Journal of Corporation Law*, vol. 27, nº 1, pp. 89-115.
- Barca, F. and Becht, M. (eds.) (2001): "The Control of Corporate Europe", Oxford University Press.
- Barontini B. y Caprio, L. (2006): "The Effect of Family Control on Firm Value y Performance: Evidence from Continental Europe", *European Financial Management*, vol. 12, nº 5, pp. 689- 723.
- Block, S. (2007): "The Liquidity Discount in Valuing Privately Owned Companies", *Journal of Applied Finance*, vol. 17, nº 2, pp. 33-40.
- Bozec, Y. y Laurin, C. (2008): "Large Shareholder Entrenchment y Performance: Empirical Evidence from Canada", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 35, nº 1 y 2, pp. 25- 49.
- Brennan, M.J. y Subrahmanyam, A. (1996): "Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns", *Journal of Financial Economic*, vol. 41, nº 3, pp. 441- 464.
- Brier, K.P. y Darby, J.B. (1995): "Family limited partnerships: decanting family investment assest into new bottles", *The Tax Lawyers*, vol. 49 (Fall), pp. 127- 164.
- Chaffee III, D.B.H. (1993): "Option Pricing as a Proxy for Discount for Lack of Marketability in Private Company Valuations", *Business Valuation Review*, December.
- Claessens, S., Djankov, S. y Lang, L.H.P. (2000): "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, nº 1 y 2, pp. 81- 102.
- Claessens, S., Djankov, S, Fan, J.P.H y Lang, L.H.P. (2002): "Disentangling the Incentive y Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, vol. 57, nº 6, pp. 2741- 2771.

- Cronqvist, H. y Nilsson, M. (2003): "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders", *Journal of Financial y Quantitative Analysis*, vol. 38, n° 4, pp. 695- 719.
- Damodaran, A. (2002): "Investment Valuation (2nd Edition)", John Wiley & Sons, Nueva York.
- Damodaran, A. (2005): "Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discounts", *Working Paper* (<http://pages.Stern.nyu.edu/~adamodaran>) (acceso: 20 de marzo de 2006).
- Datar, V.T., Naik, Y. y Radcliffe, R. (1998): "Liquidity and stock returns: An alternative test", *Journal of Financial Markets*, vol. 1. pp. 203- 219.
- Demirakos, E.G., Strong, N.C. y Walker, M. (2004): "What Valuation Models Do Analysts Use?", *Accounting Horizons*, vol. 18, n° 4, pp. 221- 240.
- Demsetz, H. y Villalonga, B. (2001): "Ownership Structure y Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, n° 3, pp. 209- 233.
- Denis, D. J. and Denis, D. K. (1994): "Majority owner-managers and organizational efficiency", *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, n° 1, pp. 91- 118.
- Drake, D. (2008): "Transitioning the Family Business", *Washington Law Review*, vol. 83, n° 2, pp. 123- 218.
- Ehrhardt, O., Nowak, E. y Weber, F. (2006): "Running in the family – the evolution of ownership, control, and performance in German family-owned firms 1903–2003", *Working Paper* (Swiss Finance Institute).
- Eleswarapu, V. y Reinganum, M. (1993): "The seasonal behaviour of the liquidity premium in asset pricing", *Journal of Financial Economics*, vol. 34, n° 3, pp. 373- 386.
- Emory J. D. (1981): "A Professional Appraiser's Approach to Fair Market Valuation of Closely-Held Securities", *Estate Planning*, vol. 8, n° 4, pp. 228- 232.
- Emory, J.D. (1997): "The value of marketability as illustrated in initial public offerings of common stock", *Business Valuation Review*, vol. 16, n° 3.
- Englebrecht, T. D, Anderson, M. M, Martinson, O. (2006): "An Empirical Investigation of the Minority Interest and Marketability Discounts in Valuation of Closely Held Stock for Estate y Gift Tax Purposes", *Journal of Applied Business Research*, vol. 22, n° 1, pp. 89- 101.
- Faccio, M. y Lang, L. H. P., (2002): "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, pp. 365- 395.
- Fahlenbrach, R. (2005): "Founder-CEOs y stock market performance", *Working Paper*, Ohio State University.
- Fernández, P. (2008): "Dos sentencias con tremendos errores sobre valoración", *Working Paper*, SSRN, noviembre.
- Finnerty, J.D. (2003): "The Impact of Transfer Restrictions on Stock Price", *Working Paper*, [http://www.bvappraisers.org/contentdocs/Conference/TheImpac\\_tofTransfer\\_Restrictions\\_on\\_StockPrices.pdf](http://www.bvappraisers.org/contentdocs/Conference/TheImpac_tofTransfer_Restrictions_on_StockPrices.pdf) (acceso: 23 de marzo , 2009).
- Glazer, R.T. (2005): "Understanding the Valuation Discount for Lack of Marketability", *The CPA Journal*, vol. 75, n° 8, pp. 60.
- Gompers, P., Ishii, J. y Metrick, A. (2004): "Incentives vs. control: an analysis of US dual-class companies", *Working Paper* n° 10240 (NBER).
- Gorton, G. y Schmid, F. A. (2000): "Universal banking and the performance of German firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1 y 2, pp. 29- 79.

- Hall, L.S (2007): "The Preferred method", *Trust & Estates*, February, pp. 37- 40.
- Harper, J.S. (1990): "Minority Shareholders: It's the Cash You Get That Counts", *Tax Management Estates, Gifts and Trusts Journal*, vol. 15, nº 6, pp. 215- 223.
- Hertzel, M. y Smith, R.L. (1993): "Market discounts and shareholder gains for placing equity privately", *The Journal of Finance*, vol. 48, nº 2, pp. 459- 486.
- McColgan, P. M. L. y Hillier, D. J. (2004): "Firm performance, entrenchment and managerial succession in family firms", *Working Paper*, SSRN, November.
- Holderness, C. G. y Sheehan, D. P. (1988): "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, nº 1 y 2, pp. 317- 347.
- Hood Jr, L.P. (2008): "Who says appraisers agree on everything?. Ten issues that affect valuations (Part one)", *Valuation Strategies*, vol. 11, nº 6, pp. 35- 40.
- Hood, E.T., Mylan, J.J. y O'Sullivan, T.P. (1997). "Valuation of Closely held business Interests", *UMKC Law Review*, vol. 65, pp. 399- 482.
- IEF (Instituto de la empresa familiar) (2008):  
<http://www.iefamiliar.com/empresafam/datos.asp>, marzo, 2009.
- Jensen, M. C. y Meckling, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs y Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, nº 4, pp. 305- 360.
- Kania, J. (2000): "The Current Status of Adding a Small Firm Risk Premium to the Valuation Discount Rate", *Business Valuation Review*, September, vol. 19, nº 3.
- Kania, J. (2001a): "Evolution of the Discount for Lack of Marketability", *Business Valuation Review*, vol. 20, nº 1, pp. 7- 14.
- Klein, P., Shapiro, D, Young, J. (2005): "Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian evidence", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, nº 6, pp. 769- 784.
- Koeplin, J., Sarin, A. Shapiro, A.C. (2000): "The private company discount", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, nº 4, pp. 94-101.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (1999): "Corporate ownership around the world", *The Journal of Finance*, vol. 54, nº 2, pp. 471- 529.
- Lerch, M.A. (2008): "Quantification of marketability discounts using regression analysis", *Valuation Strategies*, vol. 11, nº 4, pp. 28- 35.
- Lins, K. V. (2003): "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, nº 1, pp. 159- 184.
- LNT (Laird Norton Tyee) (2008): "Laird Norton Tyee Northwest Family Business Survey 2008", <http://familybusinesssurvey.com/index.aspx> (acceso 27/02/2009).
- Longstaff, F.A. (1995): "How Much Can Marketability Affect Security Values?", *Journal of Finance*, vol. 50, nº 5. pp. 1767-1774.
- Longstaff, F.A. (2001): "Optimal Portfolio Choice and the Valuation of Illiquid Securities", *The Review of Financial Studies*, January, vol. 14, nº 2, pp. 407- 431.
- Mariño, T. y Rojo, A.A. (2009): "Valoración de empresa familiar: los componentes del valor", *XIX Jornadas Hispano-Lusas de Gestión Científica*, 5-6 de febrero, Baeza-España.

- Martínez, J.I., Stöhr, B.S. y Quiroga, B.F. (2007): "Family Ownership y Firm Performance: Evidence From Public Companies in Chile", *Family Business Review*, vol. 20, n° 2, pp. 83- 95.
- Maury, B. (2006): "Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations", *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, n° 2, pp. 321-41.
- Mercer (2003): "A Primer on the Quantitative Marketability Discount Model ", *The CPA Journal*, vol. 73, n° 7, pp. 66-68.
- Mercer, Z.Ch. (1997): "*Quantifying Marketability Discounts: Developing and Supporting Marketability Discounts in the Appraisal of Closely Held Business Interests*", Peabody Publishing.
- Mercer, Z.Ch. (1998): "Are Qualifying Marketability Discounts New or Not?", *Trusts & Estates*, vol. 137, n° 3, pp. 39-46.
- Mercer Z.Ch. (2004): "The Integrated theory of Business Value ", *Valuation Strategies*, vol. 7, n° 5, pp. 4- 19.
- Miller, D., Breton-Miller, I. y Scholnick, B. (2008): "Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Businesses", *The Journal of Management Studies*, vol. 45, n° 1, pp. 51- 78.
- Miralles, J.L. y Miralles, M.M. (2006): "The role of an illiquidity risk factor in asset pricing: Empirical evidence from the Spanish stock market", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 46, n° 2, pp. 254- 267.
- Morck, R. K., Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1988): "Management Ownership and Firm Valuation", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 2, pp. 293- 315.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. (1989): "Alternative mechanisms for corporate control", *American Economic Review*, vol. 79, pp. 842- 852.
- Morck, R., Strangeland, D. and Yeung, B. (2000): "Inherited wealth, corporate control, and economic growth", en Morck, R. (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press.
- Mortensen, D.T. (1986): "Job search y labor market analysis", en *Ashenfelter y Layard*, pp. 849-919.
- Palia, D. y Ravid, S.A. (2002): "The role of founders in large companies: entrenchment or valuable human capital?", *Working paper*, Rutgers University.
- Pastor, L. y Stambaugh, R. (2003): "Liquidity Risk and Expected Stock Returns", *Journal of Political Economy*, vol. 11, n° 3, pp. 642- 685.
- Pavlik, R. M, Dare, W. H. (2002): "Issuer-Oriented Underpricing, Share Marketability, y Share Value", *International Journal of Business*, vol. 7, n° 1, pp. 17- 28.
- Penman, S. H. [2007]: "*Financial Statement Analysis and Security Valuation*", McGraw-Hill. International Edition, 3th Edition.
- PwC (2007): *Informe sobre la Empresa Familiar en España*, PricewaterhouseCoopers.
- Riley, N.F y Stanton, T.C. (1993): "Factors Used to Determine Marketability, Illiquidity, and Minority Interest Discounts in the Valuation of Closely Held Corporations: An Analysis of Federal Tax Court Decisions", *Journal of Legal Economics*, vol. 3, n° 3, pp. 87- 100.

- Reilly, R.F. y Rotkowsky, A. (2007): "The Discount for Lack of Marketability: Update on Current Studies and Analysis of Current Controversies", *The Tax Lawyer*, vol. 61, nº 1, pp. 241- 287.
- Rojo, A.A. (2007): "Valoración de empresas y gestión basada en valor", Paraninfo.
- Rojo, A.A. y Alonso, J. (2008): "Discount Rate in SME's Valuation", *31st Annual Congress of the EAA*, Rotterdam.
- Rojo, A.A., Alonso, J., Abreu, R. (2008): "Socially Responsible Investment: the Discount Rate in SMEs", *Estudos e Documentos de Trabalho -08/2008*, Instituto Politécnico da Guarda, Guarda, Portugal.
- Rojo, A.A. y García, D. (2006): "La valoración de empresas en España: un estudio empírico", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 35, nº 132, pp. 913- 934.
- Saito (2008): "Family firms and firm performance: Evidence from Japan", *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 22, nº 4, pp. 620- 646.
- Sansing, R. (1999): "Economic foundations of valuation discounts", *The Journal of the American Taxation Association*, vol. 21 (Supplement), pp. 28- 38.
- Seaman, R.M. (2005): "Minimum Marketability Discounts-2nd Edition", *Business Valuation Review*, vol. 24, nº 2, pp. 58- 65.
- Seaman, R.M. (2006): "A Minimum Marketability Discount", *Business Valuation Review*, vol. 24, nº 4, pp. 177-180.
- Seaman, R.M. (2008): "Minimum Marketability Discounts-3rd Edition", *Business Valuation Review*, vol. 27, nº 1, pp. 18- 22.
- Sheeler, C. L. (2004): "Empirical Support for Illiquidity Discount Levels: Is it time for a never road map?", *Valuation Strategies*, vol. 8, nº 2.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1986): "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 94, nº 3, pp. 461- 489.
- Silber, W.I. (1991): "Discounts on Restrict Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices", *Financial Analysts Journal*, vol. 47, nº 4, pp. 60- 64.
- Sraer, D. and Thesmar, D. (2004): "Performance and behaviour of family firms: Evidence from the French stock market", *Discussion Paper* nº. 4520 (CEPR).
- Tabak, D. (2002): "A CAPM-Based Approach to Calculating Illiquidity Discounts", *Working Paper*, NERA Economic Consulting, November. [http://www.nera.com/Publication.asp?p\\_ID=1152](http://www.nera.com/Publication.asp?p_ID=1152) (Acceso: 4 de marzo de 2009)
- Trout, R.R. (2003): "Minimum Marketability Discounts", *Business Valuation Review*, vol. 22, nº 3, pp. 124- 127.
- Trugman, G.R. (2009): "Essentials of Valuating a Closely Held Business", AICPA, New York.
- Villalonga, B. y Amit, R. (2006): "How do family ownership, control y management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, vol. 80, nº 2, pp. 385- 417.
- Volpin, P. (2002): "Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy", *Journal of Financial Economics*, vol. 64, nº 1, pp. 61- 90.
- Zellweger, T.M. y Astrachan, J.H. (2008): "On the Emotional Value of Swing Firm", *Family Business Review*, vol. 21, nº 4, pp. 347- 363.

**RELACIÓN DE SIGLAS MÁS RELEVANTES UTILIZADAS EN ESTE TEXTO**

<b>Sigla</b>	<b>Concepto/significado (por orden alfabético)</b>
AP	adquisición de comparables
B-AS	bid-ask spread
BD	descuento por bloqueo
CAPM	capital assets price model
DKP	descuento por persona clave
DLC	descuento por minoritario
DLOM	descuento por falta de comercialización
e	nivel de endeudamiento que se desea
EF	empresa familiar
FLTE	flujos libres de tesorería económicos
g	tasa de crecimiento que esperamos en el futuro
IER	inversor económico de riesgo
IPO	oferta pública de colocación
$k_e$	rentabilidad mínima de los propietarios
$k_i$	rentabilidad mínima de la deuda o coste de la deuda
$k_o$	rentabilidad mínima de la inversión
$m_b$	margen bruto con que se espera operar en el mercado
MDFT	modelo de descuento de flujos de tesorería o efectivo
PdR	procedimiento de resta
PdT	procedimiento de tasa
$P_e$	prima específica
$P_M$	prima de mercado
QMDM	modelo cuantitativo para el descuento pro falta de comercialización
RAc	deuda financiera
$R_F$	rentabilidad libre de riesgo
$R_M$	entabilidad esperada de la cartera de mercado
RSA	oferta de títulos restringida
$t'$	tasa de inversión económica total neta
$t_{be}$	tipo impositivo bruto efectivo que se prevé soportar
TIR	tasa interna de rendimiento
VE	valor financiero o de propietario
VeC	modelo basado en coste o analítico
VeR	modelo basado en renta o de rendimiento
VG	valor económico o intrínseco
v	coeficiente de variabilidad de la rentabilidad

Fuente: Elaboración propia