

Cómo medir la iliquidez de las acciones en una valoración

La cuantificación del descuento por iliquidez aplicable a acciones no cotizadas es un tema ampliamente tratado en la teoría de las finanzas corporativas, con numerosos estudios empíricos que tratan de cuantificar un coeficiente de descuento. La mayor parte de estudios sitúan el descuento en un rango entre el 15% y el 30%. El presente artículo propone distintas metodologías de estimación, algunas tradicionales y otras basadas en diferentes indicadores contrastables actualmente en los mercados financieros.

Pablo Guijarro

INTRODUCCIÓN

Se entiende por liquidez de un activo la capacidad de transformarlo en efectivo de manera casi inmediata, mediante su venta en un mercado organizado. Para el caso de las acciones, la Bolsa es el mercado líquido correspondiente, en el que un inversor puede comprar o vender acciones en tiempo prácticamente real.

La capacidad de transformar un activo en efectivo de manera inmediata tiene un valor para el inversor, que se refleja en el precio de las compañías cotizadas y que no tienen las empresas no cotizadas. Si un inversor decide desinvertir en una empresa no cotizada no podrá deshacer su posición de manera inmediata, y el proceso de búsqueda de un comprador puede dilatarse en el tiempo.

Cuando se valora una empresa no cotizada tomando como referencia el precio de una compañía cotizada se debe aplicar un descuento por iliquidez, pues el precio de cotización refleja el valor que el inversor y el mercado otorgan a la liquidez.



El descuento por iliquidez teóricamente debería medir el coste que para un accionista de una empresa no cotizada le supondría encontrar un potencial comprador de su participación. El coste vendría determinado por dos factores:

- Coste de oportunidad asociado a que el retraso en la obtención de recursos por la venta de la sociedad dilata la reinversión de los fondos.

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 79007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga. Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224



- Costes de transacción: coste explícito del proceso de búsqueda de un comprador, derivado de la contratación de servicios profesionales externos.

LOS MÉTODOS ACADÉMICOS MÁS TRADICIONALES PARA MEDIR LA ILIQUIDEZ EN ACCIONES NO COTIZADAS

La cuantificación del descuento por iliquidez aplicable a acciones no cotizadas es un tema ampliamente tratado en la Teoría de las Finanzas Corporativas, con numerosos estudios empíricos que tratan de cuantificar un coeficiente de descuento. La mayor parte de estudios sitúan el descuento en un rango entre el 15% y el 30%.

La amplitud del rango obedece a que el descuento por iliquidez en una empresa no cotizada varía en función de múltiples factores:

- Tamaño de la empresa: a mayor dimensión, menor descuento
- Tipología de activos de la empresa: cuanto más líquidos sean los activos, menor descuento será aplicable a la compañía
- Situación financiera: empresas financieramente sólidas resultan más atractivas para un inversor, por lo que el descuento sería menor
- Capacidad de generación de tesorería, premiando positivamente aquellas empresas con mayores flujos de caja anuales
- Participación potencial del comprador, resultando más atractivas (menor descuento) participaciones mayoritarias de control

Las principales aproximaciones seguidas tradicionalmente por los académicos para intentar cuantificar el descuento por iliquidez son las siguientes:

- **Acciones restringidas (“Restricted stocks”)**

Las denominadas acciones restringidas, existentes principalmente en el mercado americano, son acciones emitidas por una compañía cotizada pero que no se registran en la Comisión Nacional de Valores (SEC) y que se colocan de manera priva-

da entre los inversores bajo la norma SEC Rule 144. Estas acciones están sujetas a cláusulas que impiden su venta en mercado durante un plazo mínimo de 1 año. Cuando se emite ese tipo de acciones, el precio de emisión se fija en un nivel menor que el precio de cotización existente, y la diferencia puede asimilarse a un descuento por la iliquidez de las nuevas acciones emitidas.

- **Ofertas Públicas de Venta (“Initial Public Offerings”)**

Esta aproximación basa el cálculo del descuento por iliquidez en la comparación entre el precio de la OPV de una compañía y el precio de transacciones recientes registradas con las acciones de la compañía. Esta aproximación presenta ciertas debilidades, derivadas básicamente de que el precio de la OPV puede recoger otros factores adicionales a la prima de liquidez, y que las transacciones recientes pueden estar sesgadas por la previsión de realización de una OPV.

- **Comparación de distintas clases de acciones (“Share classes”)**

Existen compañías con diferentes clases de acciones cotizadas en el mismo mercado. Si algunas cuentan con mayor grado de liquidez que otras y no existen otras diferencias significativas en sus derechos y obligaciones (voto, dividendos, etc), las diferencias de precios tenderían a reflejar el descuento por iliquidez.

- **Opciones y futuros**

Estos estudios sustentan el cálculo de la iliquidez a partir de la comparación de opciones cotizadas sobre activos líquidos con opciones no cotizadas sobre los mismos activos.

LA ILIQUIDEZ A TRAVÉS DE INDICADORES CONTRASTABLES ACTUALMENTE EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Hemos analizado indicadores contrastables actualmente que podrían servir para aproximar el descuento por iliquidez aplicable en una valoración.

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 79007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga. Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1, C.I.F. A93139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224



En la medida en que las compras de acciones pueden ser apalancadas, una medida de la iliquidez podría basarse en el descuento que se aplica en los activos a la hora de obtener financiación sobre los mismos.

Los indicadores analizados han sido los siguientes:

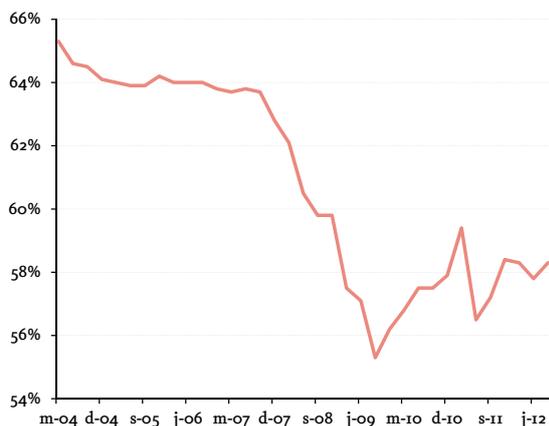
1. Recorte de la valoración de inmuebles para la concesión de hipotecas
2. Descuento (*haircut*) de valoración aplicado por el BCE (Banco Central Europeo) en sus operaciones de préstamo al sistema financiero

1. Descuento en préstamos con garantía representada por inmuebles

La relación entre el valor de tasación y el importe máximo de préstamo (*Loan to Value*) refleja el importe máximo del valor del inmueble que la entidad financiera está financiando. Las entidades financieras aplican el *Loan to Value* para proteger su posición de un posible deterioro en el precio del inmueble que sirve como garantía para el préstamo concedido.

La serie utilizada corresponde al Colegio de Registradores de España. El *Loan to Value* ha ido decreciendo a lo largo de los últimos ejercicios,

Loan to Value medio en hipotecas en España (%)



Fuente: Colegio de Registradores de España.

reflejando la debilidad del mercado inmobiliario en España y las mayores exigencias que la normativa de solvencia ha fijado para las entidades financieras.

En 2004 (fecha de inicio de la serie) el *Loan to Value* Medio de las hipotecas en España ascendía a un 65,3%, esto es, el recorte de valoración implícito se situaba en el 34,7%. En 2012 el *Loan to Value* medio de hipotecas en España se ha situado en el 58,3% (el descuento implícito sobre la valoración ascendería a un 41,7%).

De acuerdo con los requerimientos de fondos propios, para una entidad financiera, los préstamos con garantía hipotecaria se benefician de una ponderación de riesgo del 35% a efectos de calcular el consumo de recursos propios para cubrir esta posición. Por el contrario, cualquier garantía que no sea hipotecaria (por ejemplo, acciones de empresas cotizadas) tiene un consumo de recursos propios superior. En el caso de que el préstamo esté respaldado por una garantía representada por acciones, la ponderación de riesgo asciende al 100% de la posición. En caso de que se conceda un préstamo para compra de acciones, las entidades financieras podrían establecer un *Loan to Value* inferior al 58,3%, esto es, un descuento de valoración superior para cubrir el mayor riesgo y ajustar el mayor consumo de recursos propios que fija la normativa de solvencia.

2. Descuento del Banco Central Europeo en operaciones de financiación al Eurosistema

Para poder acceder a la financiación del BCE, las entidades deben entregar siempre un colateral que permita al BCE cubrirse del riesgo de contrapartida. Este colateral o garantía está representado por activos financieros.

Los activos financieros presentados al descuento pueden ser tanto títulos negociables en mercados (*marketable assets*) como activos no negociables (*non marketable assets*), fundamentalmente préstamos o títulos no cotizados. Los

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 79007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga. Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es | 901 111 133 - 952 076 224



recortes de valoración aplicados en una y otra categoría son diferentes, en función del vencimiento, del rating, y del tipo de cupón que devengan.

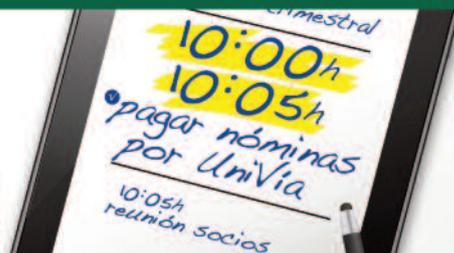
- Los activos negociables presentados al descuento en el BCE deben siempre ser títulos de renta fija, ya sea pública o privada. En el ámbito de títulos de deuda emitidos por empresas, el rating mínimo de las emisiones ha de ser BBB- por alguna de las 3 agencias de calificación crediticia (S&P, Moody's o Fitch).
- El máximo recorte de valoración aplicado oscila entre el 29,5% y el 38% en función del tipo de

cupón devengado por el bono/obligación (fijo o cero, respectivamente), pudiendo incrementarse este recorte hasta el 69,5% si el instrumento es un producto estructurado descontable en el BCE.

- Para activos no negociables, y asumiendo un plazo para el endeudamiento entre 3 y 5 años, y una calidad crediticia del préstamo comprendida entre A y BBB+, el recorte de valoración aplicado por el BCE oscilaría entre el 24% y el 46%. Antes de 2011, el recorte de valoración se situaba en el 20%, independientemente de la calidad crediticia del prestatario ::

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10,
12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga.
Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja
MA-111580, Folio 1, Inscripción 1, C.I.F.
A93139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224

