

# **El valor económico de una empresa líquida**

**Abril 2012**

**Juan Foxley Rioseco**

**Facultad de Economía y Negocios**

**Universidad Alberto Hurtado**

## Introducción

La liquidez es reina, se suele decir en tiempos difíciles. Su valor de escasez se realza durante las crisis de crédito o en los ciclos de contracción monetaria. Es en esos períodos en que los instrumentos más líquidos se hacen más atractivos y es entonces cuando se observan las “compras buitres” de activos sub-valorados y las ventas forzadas de quienes corren a des-endeudarse.

Pero más allá de consideraciones macroeconómicas: ¿cómo afectará la liquidez el valor de cada empresa en particular?

¿Es por ejemplo, el incremento de activos líquidos observado por Apple o por varias empresas chilenas, bueno para sus accionistas?

Y aparte, respecto de la percepción que el mercado hace de la liquidez: ¿cómo puede valorizarse o depreciarse una empresa como resultado de regulaciones que afecten la presencia bursátil de sus títulos accionarios?

Las secciones siguientes de este artículo intentan contestar las preguntas anteriores.

En la primera se ofrece una síntesis de los modelos de valoración de empresas que subrayan el papel de los recursos líquidos en la generación de flujos de caja y elección de tasas de descuento.

En la segunda, se discuten las posibles implicancias del exceso de efectivo en la valoración económica de las empresas.

En la tercera, se sale de las consideraciones internas a la empresa para tratar la liquidez como un atributo propio del título accionario de la sociedad emisora. Como ilustración de la importancia de las regulaciones, se analiza en particular el reciente cambio normativo respecto de presencia y *market makers* y sus posibles consecuencias en el valor de las empresas medianas y pequeñas en Chile.

En la última sección se resumen las conclusiones.

### **1. Flujos de caja libres.**

El modelo básico que aprendemos en finanzas nos dice que las empresas valen el equivalente al valor presente del flujo esperado de sus dividendos. A veces el modelo se complementa agregando —(enfoque de dividendos modificado)- las recompras de acciones de emisión propia que las empresas suelen hacer para retribuir a sus accionistas en los mercados más maduros.

Aunque básico, el modelo anterior es algo más preciso que el tradicional asumido en los cursos de teoría microeconómica donde se nos habla de valor de la firma como el flujo descontado de sus utilidades futuras, saltándose olímpicamente la distinción entre resultados del ejercicio y flujos de caja efectivos.

Sin embargo, la principal limitante del modelo de valorización financiera que descansa en meros dividendos y recompras de acciones es ignorar que la generación de flujos de caja no se refleja, ni entera ni regularmente, en los repartos.

No hay mejor ejemplo de ello que la compañía Apple. A fines de 2011 la empresa -(con un valor bolsa del orden de USD 500.000 millones)- acumulaba USD 30.156 millones, equivalente al 55 por ciento de su activo circulante, mantenidos en caja e instrumentos financieros de corto plazo. Si a esto se suman USD 67.445 millones en inversiones financieras a plazo mayor pero fácilmente vendibles, su situación ha sido de una liquidez extrema: casi USD 100.000 millones provenientes de utilidades se mantenían sin distribuir ni tampoco reinvertir en activos operacionales.

Ciertamente, empresas tan líquidas como esa obligan a enfocarse no en los dividendos efectivos sino en los potenciales, que por alguna razón no han sido distribuidos pero que podrían, de no tomarse en cuenta, a una subestimación de la capacidad del negocio para generar flujos de caja futuros.

Formalmente, los flujos de caja relevantes a utilizar en una correcta valoración de empresas se esquematizan en el cuadro 1.

Cuadro 1: **Cálculo del flujo de caja libre-potencial a los accionistas**

Concepto	Glosa
Utilidad neta	Potencial ingreso de los accionistas después de impuestos e gastos financieros
más depreciación	Partida contable, no efectiva
menos gastos de capital	Sin ser gasto contable es flujo efectivo
menos aumentos en capital de trabajo <b>distintos de la caja e instrumentos líquidos</b>	Aumentos de inventario y cuentas por cobrar reducen flujo de caja; aumentos en cuentas por cobrar lo incrementan. Si el capital de trabajo aumenta, cae el flujo de caja.
menos (Amortización de deuda, neta de contratación de nueva)	Cambios en el endeudamiento, cambian el flujo de caja en la misma dirección.
= Potencial de dividendos o flujo de caja libre para los accionistas	Efectivo remanente una vez que todas las necesidades de financiamiento se satisfacen. Si su valor es negativo, deberá cubrirse con inyecciones de capital.

El potencial de dividendos se puede definir como el flujo de caja que queda libre para los accionistas después de pagar impuestos, satisfacer los requerimientos de reinversión, amortizar deuda y pagar gastos financieros<sup>1</sup>.

Alternativamente, se pudiera querer contar con los flujos del negocio – (generados por todos los activos operacionales y destinados al pago de accionistas como de acreedores) – en cuyo caso basta simplemente con sustituir el concepto utilidad neta por el familiar EBIT, en el cuadro 1.

Utilizar los flujos del negocio en lugar de los flujos libres para el accionista, es equivalente siempre y cuando que al calcular valores presente se tenga extremo cuidado en utilizar las tasas de descuento apropiadas a cada caso. Si se utiliza el primero, lo que corresponde es descontar con el costo promedio ponderado de capital, para dar cuenta del hecho que los pagos deben remunerar no solo a accionistas sino a tenedores de bonos y otras acreencias. Si se utiliza el segundo, lo que corresponde es aplicar la tasa de descuento del patrimonio,

<sup>1</sup> Recuérdese que como se trata siempre con flujos de caja esperados, las proyecciones deben incluir supuestos respecto de la evolución futura no solo de las utilidades sino también de las variaciones en el capital de trabajo y el endeudamiento neto.

tal como si se tratara una empresa sin deuda. Confundir tasas de descuento puede llevar a cálculos inconsistentes y significar serias sub o sobre-valoraciones.

En seguida, como el flujo de caja libre proviene de los activos operacionales que excluyen el efectivo y los activos más líquidos, al valorar el negocio estos deben reponerse. Por lo tanto, después de calcular el valor presente de los flujos efectivos de caja en la forma señalada, la caja y los instrumentos financieros más líquidos deben sumarse al valor de la empresa.

¿Por qué separar los activos líquidos del cálculo de valor descontado para simplemente volver a reponerlos al final de la valoración?

La razón es el riesgo. Si las tasas de descuento de los flujos de caja libre provienen de los activos operacionales, tiene todo el sentido del mundo exigir tasas de retorno de activos riesgosos. Para determinar los factores de descuento pertinentes se seguirá alguna variante del enfoque CAPM donde la tasa libre de riesgo, la probabilidad de moratoria, el premio por riesgo local, el riesgo país y la denominación de la moneda.

Sin embargo, nada de lo anterior es pertinente para los activos más líquidos.

¿Por qué entonces incluir la caja y los instrumentos más líquidos en los activos operativos?

**Si la caja y activos financieros similares se incluyeran en el capital de trabajo, una empresa con exceso de activos líquidos (bajo riesgo) estaría descontando incorrectamente parte de sus flujos con tasas (de mayor riesgo), propias del patrimonio pero inapropiadamente altas para el *cash*. Por cierto, la consecuencia en este caso sería la sub-valoración del valor de la empresa.** Lo correcto entonces: restar la liquidez al estimar flujos de caja libres y reponerla al momento final de valorizar el total del negocio o del patrimonio.

## 2. Solución a los excesos de liquidez

La preocupación por los excesos de saldos en efectivo se ha hecho frecuente a medida que las empresas se racionalizan para minimizar costos y postergan planes de reinversión por cautela frente a la incertidumbre u otros motivos. El caso de la empresa Apple citado anteriormente es un buen ejemplo.

Los índices de liquidez de Apple son relativamente altos – (razón circulante, 1.6; razón ácida 1.3) – y absolutamente impresionantes (USD 97.601 millones a diciembre 2011). Más de la mitad del activo circulante se mantenía en caja en inversiones de corto plazo.

Cuadro 2: **Activos financieros líquidos mantenidos por empresas**  
(sept. 2011)

	Porcentaje de activos financieros líquidos *
<b>Apple inc.</b>	<b>55.0</b>
<b>Quintec</b>	<b>14.8</b>
<b>Sonda</b>	<b>12.7</b>
<b>Endesa</b>	<b>34.6</b>
<b>Falabella</b>	<b>4.8</b>
<b>Copec</b>	<b>21.3</b>
<b>Cap</b>	<b>45.4</b>
<b>Soquimich</b>	<b>33.0</b>
<b>Cencosud</b>	<b>10.8</b>
<b>Cmpc</b>	<b>27.2</b>

Fuente: SVS (salvo Apple, SEC dic. 2011).

\*Caja, efectivo equivalente y otros activos financieros circulantes  
Como proporción del total de activos corrientes distintos de los activos mantenidos para la venta o para distribuir a los propietarios

Aunque es difícil comparar Apple inc. con empresas locales, la mayoría en sectores de actividad disímiles, se puede decir que existirían excesos de “caja” también en algunas compañías chilenas. Cap, Endesa y Soquimich llaman la atención (ver cuadro 2).

Pero el exceso de liquidez podría ser el caso no solo en el segmento de empresas grandes. Según datos del Servicio de Impuestos Internos procesados por el Banco Central de Chile, las Pymes chilenas aumentaron el promedio de liquidez de sus activos de 0.26 a 0.29 entre 2006 y 2010<sup>2</sup>.

**¿Las implicancias?** Al momento de generar valor para los accionistas, hay un conjunto de preocupaciones que podrían argumentarse en contra del exceso de liquidez en los balances de las empresas.

En primer lugar, la liquidez empozada se corresponde con utilidades retenidas que hacen sub-óptima la utilización de deuda. Por cierto, se impide a la empresa utilizar el beneficio

<sup>2</sup> Banco Central de Chile “Informe de Estabilidad Financiera”, segundo semestre 2011.

tributario de los gastos financieros, haciendo aumentar la tasa de descuento relevante (costo de capital del negocio)<sup>3</sup>.

En segundo lugar, si los inversionistas en bolsa valoran – (ingenuamente o no)- empresas con alguna medida gruesa de precio-utilidad, entonces una empresa con exceso de efectivo tendería a sub-valorarse. Tal como se explicó en la sección anterior, aplicar el costo de capital de la firma completa a los saldos líquidos y por tanto no riesgosos, es la fuente de este error de sub-estimación.

El tercer argumento tiene que ver con la confianza en los ejecutivos. Excesos de saldos líquidos podrían inducir conductas licenciosas en cuanto a provocar aumentos de gastos generales o relajar estándares de rentabilidad en la evaluación de proyectos nuevos.

Si los argumentos anteriores dominaran, lo razonable sería aumentar el reparto de dividendos o la recompra de acciones propia emisión.

**¿Soluciones?** La opción más conveniente a los accionistas dependerá de las tasas de impuesto a la renta y ganancias de capital pero si las empresas lanzan recompras a precios muy altos, perjudicarán a quienes se quedan en la propiedad.

Eventualmente, aumentar el endeudamiento es la alternativa complementaria, especialmente si se percibe el menor costo de crédito como oportunidad a tomar cuando surjan proyectos nuevos o adquisiciones que valgan la pena. Por cierto, los beneficios del mayor endeudamiento deberán balancearse con la amenaza de mayores costos de capital cuando empresa empiece a percibir como menos solvente, pero el límite estará relativamente más lejos cuando la situación inicial sea precisamente la de exceso de caja y activos líquidos.

### 3. Liquidez bursátil

Mirando ahora al exterior de las compañías, la liquidez debería observarse como un atributo. Atributo deseable y por el que los accionistas están dispuestos a pagar. Así, la facilidad de transacción para los títulos accionarios de una firma es, junto con los factores de riesgo propios, un determinante clave de su costo de capital específico. Si la liquidez es importante, para una empresa en particular esta se debería reflejar en mayores precios de colocación para sus acciones, esto es, menor descuento. Y por cierto, sabemos que tasas de

---

<sup>3</sup> En el caso de Apple, se ha estimado que pasar del 20 al 30 por ciento de razón de deuda, bajaría el costo de capital desde 9.5 a 9 por ciento y aumentaría en un 5 por ciento el valor del negocio (Damodaran, A. "Musing on the markets" New York University, Marzo 1, 2012)

descuento específicas más bajas redundarán en levantamiento de recursos más baratos y en definitiva, en creación de valor para la compañía.

**Así, dos empresas con idénticos flujos de caja esperados y que enfrenten similares riesgos, con apalancamientos operacionales y financieros iguales, etc., tendrán sin embargo, distinto valor económico si la liquidez bursátil de sus títulos es diferente.**

La facilidad de transar títulos a menor costo en tiempo y recursos depende de factores tales como el grado de concentración de la propiedad de las firmas -(que disminuye el potencial de *free floating*)- y del grado de transparencia que las corporaciones ofrezcan a los analistas de mercado que producen información de valorizaciones siguiendo la gestión de un número limitado de empresas.

Pero también la liquidez del mercado bursátil depende del tipo de regulaciones respecto a brindar estatus de mayor liquidez a uno u otro título accionario.

En el caso de Chile, dos recientes cambios de normativa son interesantes de considerar.

El primero se originó en los propios intermediarios y se concretó en la integración de los mercados de renta variable de Chile, Colombia y Perú (MILA) con la consecuente ganancia de liquidez para varios de los títulos accionarios de emisores en esos tres países.

El segundo se refiere a la promoción y regulación formal de los *market makers*, que analizaremos a continuación.

La Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) dispuso (NCG 327) nuevos requisitos para que un valor sea considerado "de presencia bursátil" y junto con ello, hizo entrar en escena a intermediarios especializados en crear mercado para acciones que de otro modo tendrían escasa transacción. A estos intermediarios se les llama, *market makers*, a falta de una traducción medianamente feliz.

En particular, la SVS estableció pisos más altos. Sube de UF 200 a UF 1000 el mínimo diario de transacciones para ser elegible pero por otra parte, se abre la alternativa para de corretaje reglamentado y frecuente para acciones con rotación y volúmenes más bajos.

Cumplir con el requisito de presencia es tan importante para los emisores como para los inversionistas bursátiles. El beneficio inmediato de una acción con presencia, es decir líquida, es que permite eximirse del impuesto a la renta por ganancias de capital. Para ello, la legislación define un mínimo de 25% de presencia ajustada, tal como la calcula la Bolsa de Comercio.

Aparte de despertar mayor apetito por crédito tributario en los inversionistas individuales, existen beneficios de mayor alcance para las compañías mismas cuando la presencia las hace elegibles para ser parte de los índices IGPA e IPSA así como de los sub-índices que a

menudo siguen los inversionistas institucionales para ponderar los componentes de sus respectivos portafolios.

Ahora bien **¿cómo una norma que hace más exigente el requisito de presencia puede contribuir a mejorar la liquidez?** ¿No es cierto acaso que muchas empresas dejaron de tener presencia ahora que la norma para calificar se hizo más restrictiva?

La respuesta la **da la misma norma cuando oficializa a los *market makers* como agentes especializados y canal de entrada estable para los emisores de acciones inicialmente menos líquidas.** La norma considera que para un emisor que haya suscrito un contrato con un *market maker* sus acciones pueden considerarse ‘con presencia’, con todas las ventajas que ello tiene para inversionistas y emisores.

Dentro de las exigencias establecidas por la SVS a los corredores interesados está contemplada la obligación de contar con un contrato definido por la reglamentación de cada bolsa, con duración mínima de 180 días. El *market maker* deberá mantener vigentes en los sistemas de negociación una oferta de compra y de venta, cada una por un monto igual o superior a UF 500 diarias, con una diferencia de precios entre ambas ofertas que no podrá superar el 3% del precio de la de compra. Aparte, las ofertas deberán estar vigentes durante todo el horario de negociación bursátil o hasta que se hayan realizado en el mercado transacciones sobre dicho valor por uno monto igual o superior a UF 1.000.

En suma, un aliciente importante a promover la deseable liquidez del mercado, removiendo trabas del ciclo ahorro-inversión y dando transparencia a la transacción de acciones que de otra forma podrían servir de vehículo para manipular precios.

Por último, aumentar la liquidez de las acciones tiene el beneficio adicional de hacer más difícil las eventuales distorsiones de precios por partes interesadas, con el fin de por ejemplo, inflar la valorización de patrimonios o hacer “pasadas” de compra-venta en perjuicio de inversionistas pequeños.

#### 4. Lecciones para la valorización de empresas

A la importancia habitual que se da a la liquidez en la discusión macroeconómica, los administradores de empresa y analistas deberían agregar el ámbito de la valoración de activos y compañías.

En particular, **no da lo mismo la proporción de caja e instrumentos financieros líquidos que una empresa tenga en sus activos.** Si no se separa la liquidez en la estimación de

flujos de caja libres, se arriesga sub-valorar empresas al castigarlas con tasas de descuento exageradas para su nivel de riesgo.

El aumento de dividendos, la recompra de acciones de propia emisión y el aumento de deuda son las salidas naturales al exceso de liquidez para empresas cuyo ritmo de generación de proyectos y capacidad de gestión estén rezagadas respecto de su performance contingente.

Así como el grado de liquidez de los activos importa en las mediciones de valor económico de las empresas, también las regulaciones respecto de la facilidad de colocación informada de nuevas emisiones juegan un papel clave. A este respecto, **el acuerdo de integración de bolsas latinoamericanas (MILA) y la normativa sobre *market makers* recién introducida en Chile representan avances**. Estos deberían ser complementados con perfeccionamientos en la transparencia y los gobiernos corporativos que, al inyectar mayor confianza a los inversionistas, contribuyan a disminuir más el costo de capital de las compañías y con ello valorizarlas e impulsar la inversión.

De cualquier modo, nadie que se dedique a valorizar empresas puede ignorar el premio- (o castigo)- por liquidez en el costo de capital. Como tampoco nadie debería ignorar el efecto en el valor económico de una empresa derivado de su liquidez bursátil.

## Referencias

Damodaran, A. “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”. Wiley Finance (2002)

Damodaran, A “Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence” Working paper. Stern School of Business, New York University. (2006).

Fernandez, P. “Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories”. University of Navarra - IESE Business School. SSRN paper (2009).

Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Norma de carácter general, número 327 (2012)