

¿Por qué y cómo valorizar una empresa familiar

Luccia Reynoso
mayo 2021

“PRICE is what you pay. VALUE is what you get. They are not the same.” Warren Buffett ¹

¿Cómo podemos valorar y cuidar un cuadro, joya, inmueble u otro activo de nuestra propiedad si no conocemos su valor comercial? Una tasación nos ayudará a conocer si un cuadro es o no una obra de arte, y si un anillo es una joya que inclusive habrá que asegurar. Esta misma pregunta se hacen muchos accionistas ¿Cuánto valen las acciones que poseo de tal o cual empresa? Las empresas que listan sus acciones en bolsa tienen un referente de valor en el precio o cotización bursátil, pero ¿cómo hacer si las acciones de la empresa no cotizan? Lamentablemente, esta es una pregunta que muchas empresas familiares (“EF”) no buscan resolver y que enfrentan cuando alguno de los miembros de la familia o la familia completa decide vender las acciones de la EF. Ante estas situaciones, algunas familias tienen acuerdos de cómo valorizar las acciones para acercar las expectativas del comprador y vendedor. Sin embargo, muchas veces la metodología de valorización no es clara y el valor hallado puede perjudicar a una de las partes. Por ello, este artículo aborda la importancia de valorizar la EF de manera profesional e independiente, y en especial, de la oportunidad para hacerlo. Valorizar una empresa debiera ser un ejercicio regular que permita que todos los miembros de la familia conozcan y sean conscientes del valor del patrimonio que la familia ha creado y que se transferirá a la próxima generación, y que, por ello, se motiven y comprometan a seguir trabajando unidos para preservar e incrementar.

Muchos consideran al patrimonio contable (diferencia entre el activo y pasivo) como el mejor referente del valor de una empresa. Sin embargo, este valor es una fotografía en un determinado momento y no captura la capacidad de la empresa de generar valor como negocio en marcha. Esto es, no refleja las ganancias futuras (esto es relevante si la empresa tiene proyectos en desarrollo), el posicionamiento competitivo, el valor de una cartera

fidelizada de clientes, las mejores prácticas operativas y otros generadores de valor.

Por el contrario, valorizar una empresa es un **proceso** que exige pensar en el futuro; analizar todos los elementos que afectan el negocio (entorno macroeconómico, clientes, competidores, precio de insumos, innovación, otros); reflexionar sobre los factores con mayor impacto en el valor de la empresa (“value drivers”) sobre los que hay que trabajar y potenciar buscando mantener el equilibrio entre los objetivos financieros y los familiares; así como conocer aquellos elementos que destruyen valor y que hay que ajustar. En resumen, una valorización profesional no solo refleja la situación financiera actual, sino que captura el mayor valor creado por las ventajas competitivas únicas de una empresa sostenible a largo plazo.

Existen varias metodologías para estimar el valor de una empresa, sin embargo, la más aceptada es la de Flujo de Caja Descuento (Discounted Cash Flow “DCF”). Este enfoque asume la continuidad de la empresa en el tiempo y su capacidad para generar flujos futuros de efectivo disponible para los acreedores y accionistas, reflejando las características y potencialidades actuales del negocio y del mercado, y las oportunidades de crecimiento y de mejora. El valor de la empresa es el valor presente de dichos flujos descontados a una tasa que refleje el valor del dinero en el tiempo y el riesgo relativo del negocio: tasa de **costo del capital**. ²

Como método complementario, se consideran los múltiplos derivados del valor de empresas comparables registrado en bolsas desarrolladas (Comparable Company Market Multiples Method “CCM”). ³ Esto es, las veces que el valor empresa representa las ventas, resultado operativo, EBITDA (resultado operativo antes de depreciación y

amortización), valor contable del patrimonio, entre otras variables (también se considera el ratio cotización/utilidad por acción o PER por sus siglas en inglés). El desafío es encontrar empresas que sean comparables a la empresa a valorizar en términos de tamaño, riesgo, crecimiento, rentabilidad, entre otros, y reconocer que los precios de las acciones reflejan la prima por liquidez implícita en la negociación en bolsa.

Un método alternativo es considerar los precios registrados en transacciones privadas de compra-venta de empresas comparables (Comparable Transaction Múltiples Method “CTM”). Debe tomarse en cuenta si la transacción es por una participación mayoritaria del capital social, en cuyo caso el precio debiera incorporar una prima por control. La limitación de este método es que la información disponible no suele reflejar acuerdos tomados por las partes y con impacto en el valor (por ejemplo, veto en decisiones empresariales relevantes, tratamiento de accionistas minoritarios, reducción de gastos por sinergias, otros).

Un elemento fundamental que se obtiene al realizar una valorización es el **costo de capital**. Esta tasa refleja el costo ponderado de financiar el negocio con deuda de terceros y con aportes de los accionistas (cuanto de cada fuente se utiliza). Como el costo de deuda es menor que el costo del accionista (equivale al costo de oportunidad o rendimiento mínimo por invertir en un activo de riesgo similar), es relevante conocer la estructura de **capital del negocio (deuda/capital propio)**. ¿Hasta qué punto se podrá reemplazar el capital del accionista por deuda que es más barata? En la medida que el nivel de endeudamiento de una empresa aumente por mayor deuda, también se incrementará el riesgo de la empresa y el costo de capital. Por ello, es importante conocer el valor de la empresa asociado a diferentes estructuras de capital

y así tomar decisiones informadas sobre el mix de endeudamiento y patrimonio (y el nivel de utilidades que es eficiente mantener en la empresa y cuánto podría distribuirse como dividendos o administrarse fuera de la empresa en beneficio de toda la familia).

Antes de iniciar la valorización es indispensable que la familia esté de acuerdo con el objetivo que se persigue pues es distinto valorizar la empresa con fines estratégicos que hacerlo en el marco de su venta a un tercero. Igualmente, es recomendable contratar a un profesional especializado para que realice una valorización que refleje con objetividad las potencialidades y debilidades del negocio. Asimismo, que la familia designe a los miembros de la familia que liderarán el proceso de valorización y que serán los encargados de proporcionar información estratégica al valorizador y validar los resultados hallados durante el proceso.

En este contexto, es importante que el valorizador no solo valore la empresa y entregue un informe final con el rango de valor, sino que acompañe a la gerencia durante el proceso de valorización. Esto implica guiar en la construcción de sistemas internos de generación de información estratégica y elaborar un modelo financiero simple (pero completo) que recoja proyecciones confiables que descansen en la realización de múltiples reuniones con la familia y gerencia. Esta estructura permitirá realizar actualizaciones posteriores del rango de valor, correr escenarios alternativos y hacer el seguimiento de indicadores clave de desempeño (Key Performance Indicators “KPI”) para evaluar el logro de los objetivos planteados.

A continuación, describiremos aspectos generales del proceso de valorización de una empresa familiar con fines estratégicos y bajo la metodología DCF o de Flujo de Caja Descontado.

Algunas razones para valorizar la EF

- En el caso que un miembro de la familia decida vender sus acciones, una valorización profesional permitirá que el vendedor y el comprador cuenten con un rango de valor para negociar y puedan cerrar una transacción que dé tranquilidad a ambas partes.
- Si la familia ha decidido no continuar con la EF y venderla, será importante contar con un rango de valor que permita manejar expectativas realistas del precio de venta y evaluar la razonabilidad de las ofertas que se reciban.

Igualmente, permitirá planificar el ajuste de ciertos factores con el objetivo de alcanzar un mayor valor de la EF antes de iniciar el proceso para su venta.

- La valorización es una herramienta valiosa de planificación estratégica pues permite conocer si una decisión empresarial **crea o destruye valor** (por ejemplo, la ampliación de una nueva línea de negocio) al comparar el valor actual con el estimado considerando la implementación de la propuesta. Este análisis ayuda a evaluar la

viabilidad del plan estratégico y ajustarlo con el fin de maximizar el valor para el accionista.

- Conocer el valor de la EF permite establecer objetivos medibles de desempeño y alinearlos a la **visión de largo plazo** de la familia, pero sin descuidar los resultados a corto plazo. Por ejemplo, algunas empresas establecen una bonificación para la gerencia si su gestión se traduce en un mayor valor empresa.

- En el marco de la sucesión de propiedad, conocer el valor de la empresa permitirá incorporar las acciones junto a los demás bienes dentro de la masa hereditaria a transferir y repartirla de manera igualitaria entre todos los herederos.
- En el caso que la familia decida adquirir otra empresa o línea de negocio, la valoración ayudará a conocer la contribución de cada negocio y hacer un seguimiento de la inversión realizada.

Valorización de la EF por la metodología DCF

Esta metodología integra los siguientes factores:

- La capacidad de los activos de la empresa de generar flujos de caja (EBITDA después de impuestos y luego de cubrir la inversión en activo fijo e intangibles, y las necesidades de capital de trabajo) durante el horizonte de proyección de la valorización (por ejemplo, los próximos 5 años).
- El valor de la empresa luego del período de proyección (valor terminal).⁴
- El costo de capital estimado mediante la metodología Weighted Average Cost of Capital "WACC". Esta tasa se estima ponderando el costo de la deuda y el costo del capital propio según la estructura deuda/capital propio. Para ello, se requiere conocer el costo de la deuda, el ratio deuda/capital propio, el costo de capital propio y el ratio capital propio/deuda.

El costo de deuda refleja el costo de obtener financiamiento de terceros a largo plazo. Como los intereses de los préstamos constituyen gasto deducible para fines del cálculo del impuesto a la

renta, esta tasa refleja el ahorro tributario asociado.

La tasa de costo de capital propio se estima mediante la metodología CAPM (siglas en inglés) que parte de una tasa libre de riesgo e incorpora primas por riesgo país, del mercado accionario, sectorial, por tamaño de empresa y por riesgo cambiario.

Para valorizar una empresa como negocio en marcha, se proyecta el flujo de caja y luego se calcula el valor presente del importe de cada año, esto es, cada saldo se descuenta a la tasa WACC. Asimismo, se estima el valor terminal y se calcula su valor presente a la misma tasa WACC. Obtenido el valor de la empresa como la suma de estos dos importes, se estima el valor del patrimonio restando la deuda neta (saldo de deuda vigente menos caja y equivalentes). De ser el caso, se incorpora el importe de los activos no generadores de valor (por ejemplo, terrenos no utilizados para el negocio) y se restan las contingencias que debe asumir la empresa según su probabilidad de ocurrencia (por demandas laborales, administrativas, judiciales u otras).



Este enfoque asume que la estructura deuda/capital propio se mantiene en el tiempo lo que es una limitante en el caso de empresas con endeudamiento relevante (por ejemplo, si se estima obtener préstamos para financiar nuevos proyectos). Una alternativa consiste en proyectar el flujo de caja

libre para el accionista (neto del flujo de financiamiento) y el valor terminal asociado, y descontar ambos importes a la tasa de costo del capital propio. En este caso, el valor resultante es el valor del patrimonio.

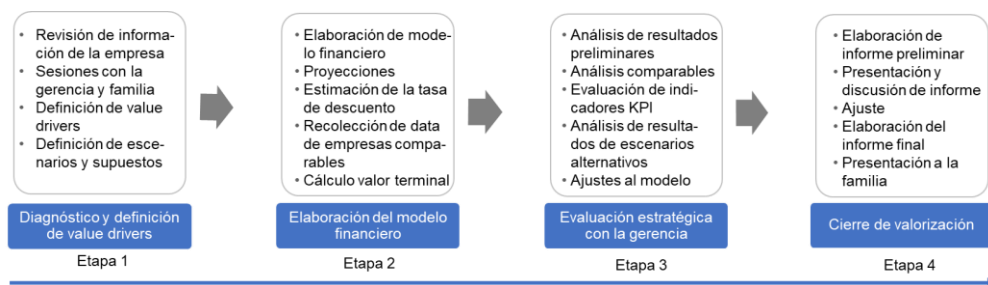
Los modelos financieros de valorización incluyen una matriz con indicadores financieros históricos y los resultantes de la proyección, lo que permitirá evaluar en el camino si estos se vienen cumpliendo o no, y en tal caso, tomar medidas correctivas. Estos

indicadores dependen del tipo de empresa y estrategia planteada, e incluyen ratios de rentabilidad, endeudamiento, eficiencia, liquidez, solvencia, entre otros.

Pasos a seguir

Realizar una valorización puede tomar entre 8 y 12 semanas dependiendo de la complejidad de la empresa, disponibilidad de información y de la circunstancia que motiva la valorización. El gráfico siguiente muestra las fases del proceso.

- La primera actividad consiste en evaluar la información de la empresa con el objetivo de conocer el negocio y definir los generadores de valor. Para ello, se revisa la información financiera histórica (lo ideal es que sea auditada por un tercero reconocido), el plan estratégico para los próximos años, la memoria, cartera de contratos, principales procesos, políticas de capital de trabajo (de cobranza, pago a proveedores y manejo de inventarios), últimos pagos de dividendos, régimen tributario aplicable, entre otra. Es recomendable que el valorizador sostenga reuniones con los miembros de la familia líderes del proceso con el fin de profundizar el conocimiento de la empresa familiar.
- Como resultado del análisis, se definen los escenarios de valorización, los supuestos para las proyecciones (se considera un escenario base y un par de escenarios alternativos) y los indicadores clave de desempeño.
- A continuación, se construye un modelo financiero (Excel) para el escenario base y se proyecta el flujo de caja, el balance general y el estado de pérdidas y ganancias. Asimismo, se estima la tasa de costo de capital y el valor terminal.
- Los resultados de este primer ejercicio se presentan a los responsables del proceso para recibir retroalimentación y realizar los ajustes del caso. Se evalúan también los indicadores proyectados, el rango de valor hallado y los resultados del análisis de múltiples comparables.
- Uno de los pasos fundamentales es la elaboración del informe de valorización preliminar. Este documento describe la metodología de valorización, los principales supuestos, escenarios y el rango de valor hallado. Este documento es entregado a los miembros de la familia líderes del proceso para su retroalimentación y ajuste con el fin de asegurar la razonabilidad de los hallazgos.
- Finalmente, se presentan los resultados a la familia buscando sostener un diálogo abierto y bidireccional que genere confiabilidad en el rango de valor hallado.



- Capacitación continua a la familia y gerencia: sobre la EF, análisis FODA (fortalezas, debilidades, oportunidades, riesgos), estructura de capital (deuda/capital propio), relación riesgo/retorno, capital de trabajo, gastos de capital (activo fijo, intangibles, depreciación, amortización), márgenes, eficiencia operativa, indicadores (gestión, retorno, liquidez, otros), otros

Son varios los temas a considerar al valorizar una EF...

- Muchas EF no cuentan con un sistema de control interno que asegure que los estados financieros reflejan la verdadera situación de la empresa. Contar con información financiera íntegra es un requisito para realizar una valorización confiable.
- Otra limitante suele ser la ausencia de sistemas que permitan generar información estratégica del negocio incluyendo información de ventas, cuentas por cobrar y pagar, costos por unidad de negocio, gastos administrativos, otros.
- Tampoco cuentan con documentos que describen la estructura organizacional (actual y proyectada) y la definición de las funciones y responsabilidades de cada puesto. Esta información además de ordenar a la empresa permite conocer los gastos de personal que realmente se necesitan para operar el negocio.
- Muchas veces los miembros de la familia desempeñan varias funciones, pero no reciben una remuneración razonable y acorde a la responsabilidad que tienen; o, por el contrario, reciben una compensación que incluye además del sueldo, el pago de gastos personales o la asignación de un vehículo u otros activos de propiedad de la empresa. En otros casos, las empresas pagan compensaciones a miembros de la familia que ya no trabajan en la empresa, o que están por encima del promedio de mercado o de la que reciben terceros ocupando el mismo puesto (lo que puede generar malestar en los demás trabajadores de la EF).
- Lo recomendable es identificar los gastos que benefician a unos cuantos miembros de la familia y buscar sincerarlos con el fin de mejorar la rentabilidad de la empresa en beneficio de toda la familia.
- Es también importante conocer si la empresa tiene contratos con miembros de la familia como, por ejemplo, de alquiler, de prestación de servicios o de préstamo, y evaluar si estas transacciones se realizan en condiciones de mercado (por ejemplo, conocer si los plazos y condiciones de cobranza o pago son similares al de otros clientes o proveedores, respectivamente). Para valorizar es necesario sincerar estos costos/gastos y realizar el ajuste correspondiente en el flujo de caja.

¹ Phil Town - Forbes (2018), "The important differences between price and value"

² Damodaran Aswath (2016), "The cost of capital: The Swiss army knife of finance"

³ La cotización bursátil permite hallar el valor del patrimonio de una empresa o market capitalization (cantidad de acciones emitidas multiplicado por el precio por acción). Para hallar el valor empresa hay que agregar al valor del patrimonio, el saldo de la deuda vigente y reducir el saldo contable de efectivo y equivalentes.

⁴ El valor terminal se calcula de dos maneras complementarias: i) se estima como un múltiplo del último saldo de caja de la proyección (el múltiplo es calculado sobre la base de empresas comparables listadas en bolsa); y, ii) como una perpetuidad (se asume que el saldo de caja del último año proyectado crece a una tasa constante).