

Los retos del valor razonable en el entorno de mercado actual

Una visión de los actuales requerimientos y prácticas de valoración en el sector del Capital Riesgo



Mensajes clave

La nueva Circular 11/2008 de la CNMV sobre normas contables de entidades de capital riesgo aumenta los requisitos de valoración y divulgación de las inversiones de estas entidades.

Si bien esta medida aumenta la transparencia en el mercado, también conlleva un trabajo mucho mayor para las entidades de capital riesgo y añade volatilidad a sus cuentas anuales.

Valorar compañías nunca había sido tan complejo debido a la crisis en los mercados y a la falta de liquidez.

Además de los parámetros establecidos en la Circular y en las NIIF, las diferentes asociaciones de capital riesgo han lanzado sus propias directrices para valorar las compañías participadas por entidades de capital riesgo.

Los inversores valoran un proceso riguroso de valoración. Este proceso también ayuda a reguladores y auditores.

Introducción

La Circular 11/2008 de la CNMV de 30 de diciembre de 2008, publicada en el BOE el 14 de enero de 2009 (“la Circular”) sobre normas contables y cuentas anuales de entidades de capital riesgo, introduce una variante importante sobre la contabilización de las inversiones de este tipo de entidades. Éstas deben contabilizarse como activos financieros disponibles para la venta y deben estar reflejadas en las cuentas con su valor razonable.

Pese a que esta circular fue publicada en enero de 2009, tiene carácter retroactivo y ha de aplicarse ya a las cuentas de cierre de 2008.

Las entidades de capital riesgo deberán valorar los activos y pasivos según lo dispuesto en dicha circular al menos semestralmente o de acuerdo con la frecuencia de cálculo del valor liquidativo prevista en el reglamento de gestión del fondo de capital riesgo o estatutos de la sociedad, a menos que existan otras disposiciones que obliguen a valorar con una frecuencia mayor.

En todo caso, las cuentas anuales correspondientes al fin de ejercicio

recogerán las valoraciones y periodificaciones a esa fecha. Los cambios que se produzcan en el valor razonable se registrarán directamente en el patrimonio neto, hasta que el activo financiero cause baja en el balance o se deteriore, momento en que el importe así reconocido se imputará a la cuenta de pérdidas y ganancias.

Esta circular transpone a la legislación española la directiva europea sobre normas contables y está motivada por la obligación de adaptar la contabilidad de las entidades de capital riesgo al nuevo Plan General de Contabilidad, aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre.

Fruto de esta adaptación, la contabilidad de las entidades de capital riesgo está en línea con los requerimientos de las Normas Internacionales de Información Financiera (“NIIF”) y con los principios contables generales aceptados en Estados Unidos (“US GAAP”).

Este cambio normativo pone en primera línea el concepto de valor razonable para las entidades de capital riesgo, algo

que ya venía dándose en entidades que formulaban cuentas anuales bajo NIIF y US GAAP. Las nuevas normas son una muestra de la creciente presión regulatoria y contable para que las compañías presten más atención a la valoración de sus inversiones y coincide con un entorno de mercado marcado por la crisis financiera global y la situación económica más compleja en muchos años en España.

El principio contable que permitía mantener las inversiones de las entidades de capital riesgo a coste histórico (menos minusvalías) minimizaba el trabajo de contabilización, más aun en un entorno de crecimiento económico. El valor razonable cada vez toma mayor protagonismo en España debido a esta nueva circular de la CNMV, la aplicación del Nuevo Plan General de Contabilidad, así como la utilización por parte de muchas compañías españolas de las NIIF y, en menor medida, US GAAP. Finalmente, también hay cada vez más aceptación y aplicación de las reglas de valoración establecidas en las Directrices Internacionales de Valoración para Entidades de Capital Riesgo y las Directrices Estadounidenses

¹ *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*, desarrolladas por la Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), la British Venture Capital Association (BVCA) y la European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA).

de Valoración para entidades de Capital Riesgo (“las Directrices”).

La reciente experiencia europea y estadounidense plantea los problemas y retos a los que también se van a tener que enfrentar las entidades de capital riesgo establecidas en España.

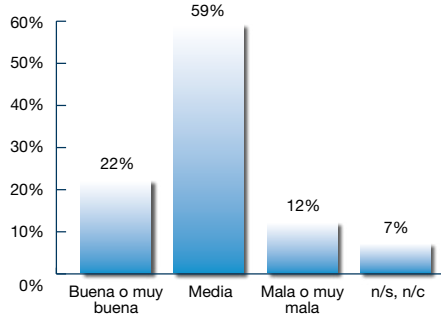
Algunas entidades han respondido ya satisfactoriamente al nuevo entorno y a los retos planteados, sin embargo, otras están teniendo problemas. Existe cierta divergencia en el enfoque y aplicación de estas nuevas normas en el sector, a las que hay que unir una falta de transparencia en las técnicas de valoración utilizadas y las hipótesis asumidas para estimar el valor razonable de las inversiones. Estos factores han contribuido a que grupos como el Hedge Fund Working Group y las Directrices establecidas por IOSCO² y AIMA³ identifiquen la valoración como una de las principales áreas de mejora en la información financiera preparada por las entidades de capital riesgo.

Un estudio de mercado y encuesta realizada a ejecutivos de entidades de capital riesgo e inversores institucionales

en Europa, América y Asia realizado por PricewaterhouseCoopers (PwC)⁴ revela la desconexión existente entre las entidades de capital riesgo y sus inversores en ciertos aspectos. Por ejemplo, un 63% de las entidades de capital riesgo encuestadas consideraban que sus políticas de valoración eran correctas, en clara discrepancia con la opinión de sus inversores. Sólo un 18% de los inversores opinaba favorablemente en este respecto.

Cabe también resaltar que sólo una quinta parte de los encuestados consideraban que la información proporcionada por las entidades de capital riesgo a inversores era “buena” o “muy buena”.

Visión de los inversores institucionales de la calidad de la información producida por entidades de capital riesgo sobre políticas de valoración



La importancia del valor razonable en las entidades de capital riesgo ha sido en algunos casos relativizada. Las inversiones suelen formar parte de carteras “cerradas” de inversiones, y lo que realmente importa al inversor es el rendimiento obtenido una vez se liquida el fondo. El valor razonable es únicamente considerado como un elemento contable.

Sin embargo, la encuesta proporciona una visión interesante sobre este último punto. Si bien el rendimiento es el principal criterio a la hora de seleccionar una inversión de un fondo o sociedad de capital riesgo (72%), muy por encima de la calidad de la información financiera (33%), la diferencia se iguala a la hora de descartar un fondo o sociedad de capital riesgo. Un 41% de los encuestados descartarían una inversión en función del rendimiento, y un 40% por pobre o escasa información sobre el mismo.

Existen evidentes beneficios derivados de un proceso de valoración riguroso y periódico, que incluyen la posibilidad de que un director de inversiones pueda:

² International Organization Of Securities Commissions.

³ Alternative Investment Management Association.

⁴ Transparency versus returns: The institutional investor view of alternative assets - Marzo 2008.

- comunicar a los inversores dónde se está creando o destruyendo valor en un fondo y cuáles son las compañías clave dentro de ese fondo;
- tomar decisiones de entrada y salida de forma razonada e informada entendiendo escenarios al alza o a la baja;
- cumplir los requisitos de la Circular, los de las NIIF o US GAAP según aplique y, por tanto, satisfacer las demandas de los auditores y reguladores;
- elaborar valoraciones de forma periódica para que los inversores que realizan movimientos en fondos en base al valor neto de los activos tengan una referencia.

Las inversiones de capital riesgo evolucionan rápidamente debido a cambios en los mercados, en los equipos gestores de las participadas y en el proceso de optimización de márgenes y operaciones a los que suelen estar sometidas estas compañías una vez son adquiridas por un fondo. Estos cambios provocan que de un año a otro las compañías puedan cambiar de forma sustancial. A estos factores hay que añadir que muchas de estas participadas

operan en diferentes sectores, ámbitos geográficos y tienen diferentes modelos de negocio. Por tanto, no parece muy riguroso aplicar reglas sencillas y parametrizadas para llegar a estimar de forma periódica y fiable el valor razonable de las mismas.

Los fondos se encuentran si cabe con los mayores problemas dada su dependencia de los “General Partners”, que tienen que proporcionarles suficientes detalles para llegar a valoraciones fiables. Estos fondos son intrínsecamente ilíquidos, ya que no tienen opción de cancelación. En estos casos, incluso se podría considerar la necesidad de aplicar un descuento por falta de liquidez a las inversiones. Un equipo de trabajo de la AICPA¹ está trabajando en una guía para este campo y se espera que se publique durante 2009.

En la actualidad, se considera que el valor neto de los activos (Net Asset Value o NAV) es un buen punto de partida. Todos los factores relevantes tienen que ser considerados y documentados para determinar si un ajuste es

necesario. Si bien el NAV puede ser una buena referencia, ésta tiene que estar soportada por un proceso riguroso y documentado.

En las siguientes secciones de este documento se tratan los siguientes aspectos:

Sección 1:
Resumen de las actuales guías y requerimientos de contabilización y documentación.

Sección 2:
Dificultades prácticas en la aplicación del proceso de valoración.

Sección 3:
Nuestra visión sobre algunas de las áreas de mejora.

Este artículo está centrado en las valoraciones en el contexto del capital riesgo, no obstante, muchas de las áreas tratadas son también relevantes para fondos de inversión libre (*hedge funds*), fondos de infraestructuras y fondos inmobiliarios.

Sección 1

Resumen de las actuales guías y requerimientos de contabilización y documentación

La Circular define valor razonable como “el importe por el que puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua”. La Circular matiza que el valor razonable se determinará sin deducir los costes de la transacción en los que pudiera incurrirse en su enajenación.

La Circular proporciona cierta orientación sobre el proceso de valoración. Establece que el valor razonable se calculará por referencia a un valor fiable de mercado, y cuando éste no exista, se obtendrá mediante la aplicación de modelos y técnicas de valoración de general aceptación, siempre que este valor se pueda medir de forma fiable.

Como punto de partida queda de manifiesto en la Circular que, salvo evidencia de lo contrario, el valor razonable de una inversión será el precio de la transacción más los costes de la transacción que le sean directamente atribuibles.

La Circular incluye los siguientes modelos y técnicas de valoración (norma 11ª, 3.2):

- Referencias al valor razonable de otros activos que sean sustancialmente iguales mediante la aplicación de métodos y técnicas reconocidos;
- Métodos de descuento de flujos de efectivo futuros estimados; y
- Modelos generalmente utilizados para valorar opciones.

Finalmente, la Circular expresa que la sociedad de capital riesgo deberá evaluar la efectividad de los modelos y técnicas de valoración que utilice de forma periódica, utilizando, a ser posible, precios basados en datos o índices observables de mercado.

En general, y en línea con las NIIF (NIC 39) y US GAAP, la Circular exige la maximización del uso de datos observables de mercado y que se incorporen los factores que considerarían los participantes del mercado limitando en todo lo posible el empleo de consideraciones subjetivas.



Cabe resaltar uno de los puntos que está generando cierto debate debido a las circunstancias actuales del mercado. La Circular establece que uno de los criterios fundamentales de valoración es la presunción de que existe un mercado activo. Entre los requisitos que se enumeran para la existencia de un mercado activo figura el que los precios de transacciones reflejen partes que actúan en condiciones de independencia mutua. La actual crisis financiera ha rebajado de forma muy significativa el número de transacciones, y muchas compañías venden partes de sus negocios de forma relativamente forzada para poder solventar problemas de liquidez.

Nuestra opinión es que hoy, más que nunca, no se pueden utilizar análisis simples y poco rigurosos para llegar al valor razonable de una inversión. Cada referencia de mercado debe analizarse cuidadosamente para entender si proporciona información válida.

La NIC 39 tiene una definición de valor razonable similar a la Circular. El precio al

que un activo puede ser intercambiado es el precio que la entidad habría recibido si hubiera vendido el bien. Del mismo modo, el precio al que se liquida un pasivo es el precio que la entidad habría pagado si se hubiera liberado del pasivo. Esto implica que el valor razonable es una estimación del precio de salida del mercado que se determina por referencia a una hipotética operación actual dispuesta entre las partes. Sin embargo, según la Circular y la NIC 39, a menudo en el reconocimiento inicial los instrumentos financieros podrían ser reconocidos al precio de entrada debido a la suposición de que el precio de la transacción representa la mejor evidencia del valor razonable.

El FAS 157 establece una definición consistente de valor razonable para toda la normativa contable americana. Valor razonable se define como “El precio que sería recibido por la venta de un activo o el pago por la transferencia de un pasivo en una transacción ordenada entre los partícipes del mercado en una fecha predeterminada”. Éste es el precio de salida del activo vendido o pasivo

transferido en su mercado principal (o el más ventajoso) desde la perspectiva de la entidad informante. El FAS 157 también aclara que el valor razonable es un instrumento de medida basado en las condiciones del mercado, no de una entidad específica, y que no incluye los costes de transacción.

Cuerpos reguladores

El International Accounting Standards Board (IASB) está actualmente acometiendo un proyecto sobre la medición del valor razonable y tiene un importante programa de puntos de discusión sobre el tema. El IASB está trabajando con el Financial Accounting Standards Board (FASB) en este proyecto y el documento que ya se elaboró por el IASB en noviembre de 2006 se basó en el FAS 157. Aunque se trata de un proyecto conjunto con el FASB y el documento de debate se basó en el FAS 157, podrían mantenerse diferencias en las directrices definitivas de IASB y FASB, ya que hay áreas que todavía son objeto de discusión.

Más recientemente, el IASB y el FASB han publicado directrices sobre el valor

razonable en mercados inactivos. Estas directrices sugieren, entre otras cosas, que incluso en tiempos de turbulencias en el mercado, no es adecuado llegar a la conclusión de que la actividad de todo el mercado refleja liquidaciones forzadas o una caída en las ventas. Tampoco es posible concluir que todos los precios de las transacciones reflejen el valor razonable. El valorador debe utilizar su criterio y juicio con los datos de los que disponga.

Adicionalmente, el 13 de octubre de 2008, el IASB - en sintonía con lo previsto en US GAAP - aprobó una modificación de la NIC 39, según la cual, cualquier entidad, y consecuentemente también los bancos, podrán reclasificar determinados instrumentos financieros y pasar a valorarlos al coste amortizado, en lugar de a valor razonable. En estos momentos, no se descartan nuevas discrepancias.

Directrices de valoración en el sector

Como se ha señalado anteriormente, existen Directrices específicas sobre

metodologías y enfoques de valoración publicados en Europa y en EEUU por diferentes organismos que son ampliamente consistentes con los regímenes contables de los países donde radican estas asociaciones. Es importante señalar que la IPEVCG⁵ (que sustituyó a las Directrices BVCA y EVCA)⁵, y el PEVG⁶ mantienen el espíritu de las NIIF y US GAAP, respectivamente.

Estas Directrices fueron desarrolladas por los organismos del sector, AFIC, BVCA y EVCA y cubren una amplia gama de inversiones, como las inversiones de capital semilla, *Management Buy-outs* (MBOs) *Management Buy-ins* (MBIs), o inversiones de capital para desarrollo y crecimiento.

En la introducción a la IPEVCG, se afirma que: “.. los requisitos y las implicaciones de las NIIF y de US GAAP han sido considerados en la preparación de estas Directrices.”

Esto se ha hecho con el fin de proporcionar un marco para llegar al valor razonable de capital privado y las

⁵ International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, desarrolladas por la Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), la British Venture Capital Association (BVCA) y la European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA).

⁶ US Private Equity Valuation Guidelines, desarrolladas por el Private Equity Industry Guidelines Group.

Las recientes turbulencias en los mercados financieros hace que cada vez sea más difícil utilizar como referencia el precio obtenido en una inversión reciente. La escasez de transacciones y las ventas forzadas merman la disponibilidad de múltiplos fiables.

inversiones de capital riesgo que esté en consonancia con los principios de contabilidad.

Las Directrices también aclaran que “cuando hay un conflicto entre la recomendación que figura en estas Directrices y los requisitos de cualquier ley o regulación aplicable o norma o principio de contabilidad generalmente aceptado, estos últimos requisitos deben tener prioridad”.

Del mismo modo, en los EE. UU, se señaló expresamente que los PEVG, que fueron re-editados en marzo de 2007, son consistentes con US GAAP incluyendo FAS 157 y la nueva definición de valor razonable que se publicó en 2006.

Existen algunas diferencias menores entre las normas y las Directrices correspondientes. Por ejemplo, tanto bajo US GAAP como NIIF está permitido aplicar descuentos por la existencia de mercado limitado para inversiones en valores que no cotizan en un mercado activo. Sin embargo, observamos que existe una diferencia en el tratamiento

de primas de control. Bajo NIIF no se puede aplicar una prima de control a los precios de cotización en el mercado, pero puede tenerse en cuenta en la valoración de algunas inversiones de capital privado (aunque está bajo revisión del IASB), mientras que esta prima está generalmente permitida bajo US GAAP. Observamos que el texto de la IPEVCG no es exactamente el mismo que el PEVG aunque los conceptos son casi idénticos.

El PEVG se ha actualizado para ser compatible con el FAS 157, haciendo del precio de salida un concepto destacado y eliminando toda referencia sobre la disposición del vendedor desde la definición equivalente de las NIIF.

Metodología

En términos de metodologías de valoración, hay una serie de puntos en las Directrices que cabe destacar.

Precio de inversiones recientes

Los precios recientes de aportaciones adicionales de capital pueden ser un punto de referencia útil para el valor de una inversión. La razón citada con

frecuencia para el uso de este método es que da una mayor consideración a las condiciones actuales del mercado.

Claramente ésta es la información más directa y relevante para una valoración de una inversión específica. Sin embargo, según nuestra experiencia, se debe tener en consideración los tipos de derechos adquiridos, el nivel y el volumen de inversión de las nuevas aportaciones en comparación con aquellos que son objeto de nuestra valoración, así como aportación al valor de la inversión global.

La Circular deja claro en su 8ª norma que “no tendrá en ningún caso el carácter de valor razonable el que sea resultado de una transacción forzada, urgente o como consecuencia de una transacción involuntaria”.

Teniendo en cuenta el cambio significativo en las condiciones del mercado, no creemos que el uso de referencias de precios recientes (por ejemplo, de los últimos doce meses) sean necesariamente aplicables, puesto que pueden no reflejar las condiciones

actuales de mercado. Por lo tanto, dado el clima económico actual, es recomendable revisar las circunstancias de cada transacción antes de utilizar el precio pagado como referencia.

Múltiplo de beneficios

Las Directrices se centran principalmente en la valoración mediante el método de múltiplos de mercado, existiendo diversas maneras en las que este método puede ser empleado. Las Directrices también establecen una preferencia para calcular primero el valor del negocio y después deducirle el valor de la deuda neta, en lugar de calcular directamente el valor de los fondos propios. Las Directrices ofrecen las siguientes orientaciones sobre el tema: “En general, debido al papel fundamental de la estructuración financiera en el capital riesgo, el método de múltiplos debe ser utilizado para obtener un valor del negocio para los negocios subyacentes. Por lo tanto, cuando se utiliza el múltiplo de PER⁷, generalmente se debe aplicar a un EBIT⁸ después de impuestos (después de deducir los gastos relativos a la financiación de capital de trabajo

o de bienes adquiridos o arrendados mediante la financiación de activos) en lugar de beneficios después de impuestos, ya que la última magnitud por lo general se reduce significativamente por los costes de financiación”.

Existe mucha confusión sobre los ingresos y los múltiplos que se deben utilizar en cada caso en una valoración por múltiplos. En términos generales, la aplicación de los ingresos después de impuestos y de un múltiplo de PER nos llevan a un valor del patrimonio neto, mientras que partiendo de un EBIT y un múltiplo de EBIT obtendríamos un valor del negocio (que incluye el valor de mercado de la deuda).

También podemos apreciar que las Directrices no muestran una clara preferencia por los múltiplos de transacciones en contraposición a las compañías cotizadas comparables más allá de la afirmación de que “el valorador debe mostrar preferencia sobre aquellas metodologías que se basan en gran medida en indicadores de mercado de riesgo y retorno”. De hecho, las Directrices (página 18 de la IPEVCG)

alertan sobre el riesgo al usar datos de transacciones debido a la falta de información fiable y transparente.

A pesar de esta preocupación, a menudo hacemos referencia a las transacciones en nuestro análisis e intentaremos basarnos en evidencias reales del mercado tanto como sea posible.

Descuento de Flujos de Caja (DFC)

Las Directrices establecen explícitamente que el DFC debe evitarse como método fiable de forma aislada, mientras que las NIIF lo soportan más como método. Si bien las referencias de mercado son claramente atractivas, la realidad es que hay casos (como el de la primera fase del capital semilla o valoraciones de deuda) donde el DFC es el método más aplicable.

Dadas las limitaciones del mercado de capitales doméstico español, que expondremos más adelante, creemos que el DFC es una metodología en muchos casos indispensable para realizar un análisis riguroso de valor razonable de una inversión. Otro caso

⁷ Price to Earnings Ratio o Ratio de Precio sobre Beneficio.

⁸ Earnings Before Interest and Taxes, Beneficios antes de intereses financieros e impuestos.

Como profesionales de la valoración, consideramos que el DFC es de gran utilidad ya que las perspectivas de crecimiento pueden ser difíciles de reconocer en múltiplos y la importancia del *cash* en este sector nunca debe ser infravalorada.

donde se recomienda enérgicamente el DFC es en proyectos a largo plazo tales como proyectos de financiaciones estructuradas, en los que los flujos de caja no son necesariamente estables, pero se pueden estimar con fiabilidad durante un periodo de 20-30 años basados en contratos detallados. Dado que la NIC 39 tiene que cubrir todos los tipos de inversiones, no sólo las inversiones de capital riesgo (por ejemplo, las inversiones de financiaciones estructuradas), esto puede explicar parcialmente por qué las NIIF soportan más el método de DFC. Por lo tanto, recomendamos que los valoradores no descarten este método.

Es común que los gestores de fondos de capital riesgo no consideren el valor de una inversión en base a un simple método de múltiplos. A menudo están más interesados en los fundamentales de una empresa a lo largo del horizonte temporal estratégico de salida y, por tanto, ven el DFC como su enfoque de preferencia.

Como profesionales de la valoración, consideramos que el DFC es de gran

utilidad ya que las perspectivas de crecimiento pueden ser difíciles de reconocer en múltiplos y la importancia del *cash* en este sector nunca debe ser infravalorada

Además, el método de múltiplos es sólo válido si se tienen referencias apropiadas de compañías o transacciones comparables. Nuestra experiencia es que a menudo se están utilizando como compañías comparables entidades que tienen un tamaño muy superior a la compañía que se está valorando y que, además, operan en diferentes sectores y diferentes geografías.

Por tanto, entendemos que el uso de múltiplos para inversiones de entidades de capital riesgo radicadas en España es limitado en muchos casos dado que:

- El tamaño medio de las inversiones es significativamente menor que el de las potenciales empresas cotizadas en España con las que se pueden comparar;
- Las compañías cotizadas utilizadas como comparables suelen ser mucho

más diversificadas en sus operaciones que las inversiones con las que se comparan.

El mercado bursátil español no es tan amplio ni diverso como otros mercados de capitales. Esto conlleva a que a menudo se utilicen como comparables compañías que operan en otros mercados, a veces radicalmente distintos.

Todos estos factores limitan y cuestionan la validez del método de múltiplos para compañías que operan exclusiva o principalmente en el mercado español. No se pueden considerar como compañías comparables aquellas que operan en mercados radicalmente diferentes, con distintas dinámicas de negocio y con estructuras operativas diferentes.

Si bien consideramos que el DFC es el más apropiado por las limitaciones de análisis de múltiplos, en la práctica este enfoque también ha sido a menudo mal empleado, sin la debida consideración de las previsiones de flujos de caja o la

forma en que la tasa de descuento debe ser calculada. Por ejemplo, la diferencia entre flujos de caja “esperados” y “contractuales” puede ser importante y debe repercutir en la tasa de descuento que se utilice. Esto no significa que este método no debe emplearse. De hecho, en numerosas circunstancias, (sobre todo en la valoraciones de deuda) puede ser la única manera fiable de determinar el valor razonable.

Ofertas no vinculantes

A menudo se citan ofertas no vinculantes por compañías como una buena referencia de valor razonable. Sin embargo hay que considerar la motivación de las partes implicadas. Las ofertas no vinculantes suelen hacerse deliberadamente altas para poder acceder a información detallada de la empresa o para atraer al vendedor a las negociaciones y posteriormente reducirlas a medida que la venta se lleva a cabo. La independencia de la parte que realiza la oferta también debe ser considerada, ya que si la oferta no fuese independiente no podría considerarse como un indicador

razonable de valor. A este respecto, las Directrices indican que “las ofertas no vinculantes deberían utilizarse para proporcionar soporte adicional para una valoración estimada por una de las metodologías de valoración, pero no son lo suficientemente sólidas para ser utilizadas de forma aislada”.

Resumen

En suma, apoyamos el uso de varios métodos (al menos dos) para llegar a una sólida conclusión de valor razonable de una compañía. El contraste y corroboración de metodologías de valoración están de hecho reconocidos en las Directrices (4 Artículo 14 de la IPEVCG).

Caso Práctico

Uso de múltiples

En un caso vimos como se estaba comparando una productora local de material para la construcción con un valor de inversión inferior a 100 millones de euros con un grupo de constructoras y promotoras multinacionales líderes en diversos mercados en Europa y Estados Unidos y capitalizaciones bursátiles de miles de millones de euros. Resulta obvio que no se puede comparar una productora local en España con, por ejemplo, una multinacional estadounidense de la construcción que además tiene ramas de promoción e ingeniería en diversos sectores.

Caso Práctico

Uso de múltiplos

Una sociedad de capital riesgo estaba comparando una compañía local española con entidades mucho más grandes y diversificadas en Asia y Oriente Medio. Claramente, estas compañías están sujetas a movimientos de mercado y connotaciones muy diferentes a la compañía española y, por tanto, no creemos que puedan utilizarse como base para el cálculo del valor razonable de la participada española.

Caso Práctico

Uso de DFC

Cuando aplicamos un DFC, las hipótesis deben estar debidamente razonadas y soportadas.

El valor de una compañía de financiación al consumo (principalmente turismos) se había calculado utilizando el DFC con un horizonte temporal de 20 años. Debido a la actual situación de falta de financiación en el mercado, sólo fue modelizada la cartera de préstamos existentes.

Sin embargo, no estamos de acuerdo con la hipótesis implícita de que no se recupere la liquidez en el mercado en los próximos 20 años.

Además, la tasa de descuento aplicada fue la TIR para la firma de capital riesgo, que era significativamente superior al coste medio ponderado del capital de la compañía. El resultado es un valor materialmente por debajo del valor razonable.

Sección 2

Dificultades prácticas en la aplicación del proceso de valoración

Implementar los requisitos de la Circular en cuestiones de valor razonable va a suponer un reto. Basándonos en nuestra experiencia en aquellas entidades que aplican las NIIF, existe cierta inconsistencia en la metodología, interpretación de las normas y documentación de los procesos de valoración.

Si bien uno de los objetivos principales para establecer el concepto de valor razonable en la contabilidad de las entidades ha sido fomentar la transparencia y consistencia para inversores y accionistas, creemos que esto aún no se ha conseguido del todo.

A continuación se exponen algunos aspectos que se plantean en la práctica.

Compañías comparables

Un elemento clave en un método basado en múltiplos es garantizar que las compañías comparables que se han seleccionado son las apropiadas y cómo se puede soportar dicha selección de comparables.

Según nuestra experiencia, las comparables que se utilizan en un contexto de revisión contable anual van cambiando de año en año sin una adecuada justificación. La evolución de una compañía es probable que modifique su ranking relativo de comparabilidad con respecto al conjunto de comparables, pero no tiene por qué motivar la eliminación de la compañía del conjunto de compañías comparables. Además, mantener la consistencia ayudará a identificar movimientos en la industria y en el mercado.

También es muy importante distinguir entre múltiplos derivados de compañías cotizadas comparables y aquellos basados en transacciones. Idealmente es necesario utilizar los dos tipos de múltiplos, aunque al tomar múltiplos de transacciones es necesario considerar

las circunstancias particulares que rodeen la transacción.

Dichas circunstancias pueden incluir:

- Si los múltiplos de la transacción utilizados están basados en la adquisición de una empresa privada o una empresa cotizada;
- Si la transacción fue una venta forzada;
- Si en el precio de la transacción había algún elemento de precio contingente;
- Si se compraba una participación mayoritaria y por tanto el precio llevaba intrínseco una prima de control;
- Si el precio de compra incluye cualquier sinergia o acuerdos específicos disponibles a cualquier potencial comprador.

Es importante que el analista sea capaz de explicar las variaciones entre los diferentes múltiplos y con

Las compañías comparables son normalmente seleccionadas por tamaño o por el sector en el que operan sin tener en cuenta las características de riesgo que llevan implícitas o la rentabilidad que puedan tener.

el múltiplo finalmente utilizado en la valoración.

El proceso de identificación de las distintas comparables deberá servir para corroborar la visión del director de inversión. En general, es recomendable realizar un buen análisis financiero y escuchar su punto de vista para poder reconciliar cualquier diferencia.

Promedio de múltiplos y métodos

En circunstancias particulares el IPEVCG permite al analista poder usar una media simple de los múltiplos de un grupo de comparables sin ajustarlos. Sin embargo, no estamos de acuerdo con este método. Si utilizamos una muestra de comparables de dos empresas líderes de mercado y de dos empresas pequeñas con rendimientos bajos, utilizando una media es probable que obtengamos

Utilizar un promedio simple de múltiplos derivados de compañías comparables es precisamente eso, simple.

Caso Práctico

Compañías comparables

Normalmente al realizar el análisis para llevar a cabo la valoración nos encontramos con grupos de comparables que están mal definidos.

Por ejemplo, en un caso vimos como la compañía objeto de valoración se comparaba con un grupo de nueve compañías, la mayoría de las cuales eran mucho más pequeñas y menos rentables. Este análisis resultó en un múltiplo de EBIT de 9x, que fue utilizado en la valoración.

Según el propio equipo gestor, había dos compañías cuyas actividades eran casi idénticas, algo más pequeñas y menos rentables, pero que tenían proyectados unos crecimientos muy parecidos a la valorada. Éstas tenían múltiplos de EBIT de 15x y 17x respectivamente.

Parece estar claro que el múltiplo utilizado en la valoración fue significativamente bajo.

como resultado un múltiplo apropiado para una inversión en una compañía de tamaño mediano cuando puede que éste no sea el objeto de nuestra valoración. El analista tiene que considerar qué tipo de compañía entre las identificadas es comparable con la inversión.

También hemos visto ejemplos en los que se han utilizado un promedio de distintos métodos de valoración para llegar a un valor. Si bien no estamos de acuerdo con esta práctica, sí apoyamos la obtención de valores mediante un mínimo de dos métodos.

Hipótesis genéricas - descuento por falta de liquidez y mercado

La liquidez y disponibilidad de un mercado (*marketability*) está descrita en las Directrices como “la relativa facilidad y rapidez con que un instrumento puede ser vendido cuando se desee”. La existencia de un mercado implica la existencia de un interés de una parte de comprar y de otra de vender.

Sin embargo, a menudo existe cierta confusión acerca de lo que el descuento

realmente representa. Las Directrices sugieren que el nivel de este descuento, para ser aplicado, debe contar con factores tales como:

- La proximidad de una potencial venta de una participada;
- La influencia y control que pueda tener el fondo sobre el momento de la realización;
- El momento elegido para la potencial salida estratégica.

Está claro que cada inversión necesita ser considerada cuidadosamente para evaluar un descuento apropiado.

En ocasiones vemos un sólo descuento por falta de liquidez y mercado de, digamos, un 20% aplicable a cada inversión, sin una debida consideración de los factores relevantes específicos para la inversión analizada.

Caso Práctico

El estándar

A menudo observamos como valoradores dentro de compañías aplican de manera incorrecta descuentos por falta de liquidez y mercado. En un caso, una entidad de capital riesgo había aplicado a una inversión el descuento estándar del 20% utilizado para todas las inversiones. Esta misma participada fue vendida dos semanas después. El resultado fue minusvalorar la inversión en €40 millones.

Debe de haber consistencia entre los beneficios que se utilizan (actuales o históricos), y los múltiplos.

Ajustes a los ingresos y selección de múltiplos apropiados

El valor razonable de una inversión debe estar basado en hipótesis de venta del activo en su estado actual y en una estimación realista de los ingresos sostenibles en un futuro, sin tener en cuenta evoluciones y mejoras que en el momento de la valoración no pueden ser sustentadas.

Se pueden realizar ciertos cambios para obtener unos beneficios “sostenibles”, pero es importante que éstos no impliquen cambios fundamentales en la operativa del negocio. Los ajustes deberían incorporar la eliminación de partidas excepcionales y no recurrentes así como gastos centrales o de funciones de gestión que no serían incurridos por un comprador.

A menudo vemos como se comparan incorrectamente los múltiplos proyectados a futuro contra los ingresos actuales sostenibles o históricos en vez de compararlos con la proyección de ingresos proyectados correspondientes con los que se ha calculado el múltiplo.

Caso Práctico

Múltiplo de beneficios

Un error común en la aplicación del método de múltiplos de mercado es el cálculo de los beneficios sostenibles sobre los que aplicar el múltiplo.

En un caso vimos como los ingresos sostenibles fueron reducidos un 20% del total por un deterioro de activos no recurrente.

En otro caso, el valor razonable de la inversión se redujo en un 50% debido a la inclusión de una filial cuyas actividades generaban pérdidas e iban a ser discontinuadas.

Caso Práctico

El riesgo de usar promedios

Para valorar una conocida cadena de venta al por menor se utilizó un promedio de tres métodos de valoración:

- El valor de liquidación utilizando el patrimonio neto corregido resultó en un valor de \$400m;
- El múltiplo de beneficios dio un valor de \$800m;
- Un DFC dio un valor de \$600m.

Se promediaron estos resultados para obtener un valor del capital de la sociedad de \$600m. No sólo no se recogen factores importantes del negocio con esta media, sino que además se están mezclando valores de capital con valores de negocio (que incluyen el valor de la deuda).

Errores en la aplicación de los múltiplos

En este ejemplo el valor de negocio de la compañía es de 700. Aplicando unos ingresos incorrectos o unos múltiplos no apropiados, el valor puede desviarse hasta un 40%.

	Histórico	Actual	Estimación
Múltiplo utilizado	7	6	5
EBITDA	100	117	140
Valor Negocio	700	700	700
Error por aplicar un múltiplo histórico	-	17%	40%
Error por aplicar un múltiplo actual	-14%	-	20%
Error por aplicar un múltiplo estimado	-29%	-17%	-

En muchas valoraciones el valor de la deuda es simplemente incluido a coste, sin considerar si éste refleja realmente el precio que podría alcanzar en una venta en el mercado.

Como se muestra en el cuadro anterior de la página 17, esto nos puede llevar a cometer errores significativos en la valoración.

Valor de la deuda

Si los flujos de una participada son negativos, por ejemplo en un DFC, no se le suele plantear rigurosamente si esto podría ser un indicador de un futuro impago de los instrumentos de crédito sostenidos por el fondo de capital riesgo. En cualquier informe que respalda una valoración, se debe hacer referencia al valor de realización de la deuda y los instrumentos de capital que se han utilizado.

En el contexto de una transacción, el valor razonable o de realización de la deuda, como el del capital, dependen de las condiciones de mercado. Disminuir la deuda sólo en circunstancias extremas no es apropiado dadas las circunstancias actuales de mercado.

Dado que el capital ordinario es el tipo de financiación más subordinada en una estructura de capital de una sociedad,

una señal de que una empresa está con dificultades es el deterioro de la deuda menos subordinada.

Cuando la deuda tiene un valor por debajo del nominal del crédito (el valor del cual fluctúa en función del retorno económico que se espera del mismo si se mantiene hasta el vencimiento), los inversores están indicando que es muy probable que la empresa pueda entrar en quiebra, lo cuál disminuiría el valor del capital ordinario.

El valor de la deuda en el mercado secundario ha de ser considerado al estimar el valor razonable ya que puede indicar factores adicionales al rendimiento (o solvencia) de la compañía que podría ser la causa el deterioro del valor de un instrumento de deuda específico.

Sin embargo, la relación entre los valores de la deuda y los fondos propios ha sido afectada por las condiciones actuales del mercado de crédito.

Resumen de dificultades prácticas en el proceso de valoración

1. El uso de compañías no comparables o la utilización de una lista de comparables incompleta

Cuando se utiliza un método de múltiplos de mercado, hay que tratar cuidadosamente la elección de compañías comparables y documentar por qué cambian de un año a otro.

2. Promedios

Hacer una media de múltiplos no suele ser una práctica correcta, aunque se considere como tal en las IPEVCG y PEVG. También debería evitarse promediar los resultados de la utilización de diferentes metodologías.

3. Aplicar hipótesis generalistas

Primas o descuentos como el descuento por falta de comercialización deberían evaluarse caso a caso.

4. Beneficios sostenibles y la aplicación de un múltiplo apropiado

El valor razonable de una inversión debería estar basado en una venta en su estado en el momento de la valoración y basado en un múltiplo apropiado.

5. Valor de la deuda

Es importante considerar el valor razonable de la deuda y no simplemente asumir que el valor contable es el apropiado.

Sección 3

Áreas de mejora

La reciente incorporación del valor razonable en las diversas normas de contabilidad hace que muchos de los problemas que se derivan de esta incorporación se estén analizando y que tengan soluciones razonables a medio plazo. Sin embargo, entendemos que hay áreas donde la mejora puede ser inmediata.

Para la determinación del valor de una inversión, es crítico que el analista de la inversión participe en el proceso de revisión del análisis con la adecuada supervisión que garantice la segregación de funciones necesaria en todo sistema de control interno.

Para esto, es necesaria más cooperación y aceptación por parte de los analistas de inversión en el proceso de revisión continuo de la valoración de las inversiones. Esto debería facilitar el proceso de auditoría de fin de año. Recomendamos el comienzo temprano de esta revisión, particularmente para las inversiones más complejas.

Los consultores externos pueden ser puntos de referencia muy útiles. Es probable que asuntos que resultan nuevos para un equipo gestor hayan sido ya considerados por otros en la práctica, y de este modo se puede identificar un enfoque de práctica de mercado sólido.

Recomendamos la implicación del director de inversión y una comunicación temprana con los auditores y consultores externos.

La relación entre el director de inversión y la dirección financiera de la sociedad de capital riesgo debería permitir una valoración fiable tanto de un punto de vista comercial como contable.





Documentación. General

Es importante que haya un mayor enfoque en cuanto al apoyo de las opiniones y criterios utilizados en las valoraciones. Por ejemplo la PEVG expone que: “Es un requisito en todos los periodos anuales presentar información cualitativa sobre las técnicas de valoración utilizadas para medir el valor razonable”.

Mientras que esta guía no indica exactamente qué tipo de contenido cualitativo es requerido, consideraríamos una buena práctica el preparar una descripción narrativa que respalde las decisiones y supuestos que se han formulado para realizar la valoración.

Documentación. Metodología

La IPEVCG ofrece un número de metodologías y expone que un valorador debería ejercer su juicio en la selección de la metodología más apropiada de valoración para una inversión específica.

En la explicación narrativa se debería incluir lo siguiente:

- El método principal utilizado en la

valoración principal junto con una base o explicación que justifique por qué se ha escogido este método frente a otras alternativas;

- Cualquier método secundario (de contraste) que se haya utilizado y una explicación para justificar esta elección. Cuando no se haya utilizado un método secundario, habrá que justificarlo ya que es práctica recomendada en las Directrices;
- Si el método de valoración ha cambiado de un año a otro, se debe proporcionar una explicación del por qué. Un cambio en el horizonte temporal utilizado también se debería explicar y documentar.

Documentación. El precio de inversiones recientes

Cuando el valor razonable de una inversión se ha determinado en base al precio de inversiones recientes, se deberían documentar los siguientes puntos:

- Detalles sobre el proceso utilizado para considerar cualquier cambio o evento que haya ocurrido con posterioridad a la transacción que podrían tener un

impacto en el valor razonable de la inversión;

- Si la inversión ha sido llevada a cabo por otra sociedad de capital riesgo, evaluar si las condiciones y los derechos adquiridos son comparables a la inversión que está sujeta a estudio.

Documentación. Múltiplos de Ingresos

Los puntos importantes a documentar en el informe incluyen una explicación sobre los múltiplos elegidos y utilizados (PER, múltiplos de EBIT etc.).

Documentación DFC

Cuando la inversión se ha valorado utilizando el método de DFC los siguientes puntos se deberían documentar:

- Una explicación de cómo se han determinado los flujos de caja utilizados para el DFC y evaluar los factores que podrían causar una incertidumbre en su elaboración y resultado final;
- Detalles de cómo se ha derivado la tasa de descuento aplicada al DFC, incluyendo información que lo apoye (por ejemplo, las compañías

comparables, el análisis del beta, la tasa libre de riesgo etc.);

- Una explicación de cualquier otra hipótesis relevante de la valoración que ayudaría en la interpretación del rendimiento fundamental de la inversión al examinar el informe.

Si se han realizado ajustes al valor resultante de aplicar alguna de las metodologías descritas en este documento (por ejemplo activos ociosos, contingencias, etc.) es necesario explicar la fuente y una explicación para estos ajustes.

Documentación. Descuento por falta de liquidez y de mercado

En el caso de adoptar un descuento de este tipo, entendemos que se debería documentar lo siguiente:

- Una explicación del nivel de descuento aplicado, por qué y sobre qué base fue seleccionado;
- El estado de realización de la inversión, es decir, si se han identificado potenciales compradores y si se tiene cualquier oferta en firme por la participada.

Conclusión

Las críticas hacia ciertas entidades de capital riesgo en Europa se centran en que han aplicado políticas contables excesivamente prudentes, reconociendo rápidamente deterioros pero reticentemente contabilizando ganancias en sus inversiones. Esto no es consistente con el concepto de valor razonable.

Hemos observado como algunas entidades de capital riesgo incluyen el valor razonable de sus inversiones en su informe financiero anual y, al mismo tiempo, presentan valoraciones con hipótesis diferentes en otros foros o en informes para sus inversores. En otros casos, hemos visto como estas entidades comunican que su política contable consiste en mantener una inversión a su coste de adquisición salvo que ocurra un evento muy significativo que muestre lo contrario.

Generalmente, estos enfoques ya no son consistentes con las normas contables y tales prácticas están cada vez más

vigiladas por inversores, reguladores y auditores.

En nuestra opinión, tiene que existir una relación muy estrecha entre los analistas que estén más próximos a la inversión y la dirección financiera de la entidad de capital riesgo para preparar las valoraciones y las hipótesis asociadas.

Finalmente, es recomendable seguir la directrices disponibles (principalmente la IPEVCG y PEVGC) para preparar una valoración sólida.

Tanto los inversores actuales como futuros inversores tienen un interés real en la presentación del valor razonable de una inversión en los estados financieros. Esta es una razón importante para tomar el control de este proceso y estar por delante de la competencia en este campo .

Algunos consejos

Participación del Director de Inversión

No se puede dejar la valoración únicamente en manos del equipo financiero ya que lo más probable es que no participen en la gestión de la inversión.

Documentar el análisis de forma racional

Todas las valoraciones están sujetas al juicio de los criterios utilizados. Hay que asegurar que el proceso de la elección de estos criterios esté claramente expuesto y que cubre todos los puntos clave de la valoración.

Revisar los resultados

Hay que revisar y ver si tiene sentido el valor final propuesto.

¿Cómo compara con el valor del año anterior, con transacciones recientes y con el múltiplo de compra?.

Ser consistente

Hay que utilizar la misma metodología de valoración de un periodo a otro e intentar evitar cambiar enfoques innecesariamente. Esto ayudará a identificar el valor razonable.

Consultar

Desarrollar un enfoque sólido puede ocupar mucho tiempo. Antes de definir y desarrollar un proceso de valoración, hay que asegurarse de que se ha consultado tanto internamente como externamente.

Nuestro equipo de expertos en el sector



Scott Carmelitano
Socio líder del equipo de
Valoraciones - Madrid
+34 91 568 43 55
scott.carmelitano@es.pwc.com



Pablo Martínez-Pina
Director del equipo de
Valoraciones - Madrid
+34 91 568 43 70
pablo.martinez-pina@es.pwc.com



Carlos Lara
Director del equipo de
Valoraciones - Barcelona
+34 93 253 28 13
carlos.lara@es.pwc.com