

COMISIÓN DE VALORACIÓN Y FINANCIACIÓN DE EMPRESAS AECA 2013

DOCUMENTOS PENDIENTE DE APROBACIÓN:

Documento número 12

Opciones reales y gestión de empresas. La importancia de la flexibilidad y el riesgo en la valoración

Ponentes:

Juan Mascareñas Pérez-Iñigo (Universidad Complutense de Madrid)
Manuel Rodríguez López (Universidad A Coruña)

El enfoque tradicional de la valoración de empresas, así como la valoración de proyectos de inversión, que en esencia viene a ser lo mismo, se fundamenta en la consideración de estimar los flujos futuros de tesorería o caja que genera el proyecto en un horizonte temporal programado, valorado en el momento en que se realizan las previsiones, esto es, actualizando todos estos flujos futuros a una determinada tasa de interés, que en la jerga al uso se denomina método del VAN (Valor Actual Neto), método que se encuadra en los denominados métodos tradicionales de valoración en sus diferentes variantes.

Este criterio del VAN considera aceptable un proyecto si dicho valor es positivo, y en el caso de proyectos excluyentes la elección recae sobre el que presenta un mayor valor del VAN. Sin embargo, estas simples reglas pueden acarrear decisiones equivocadas, invirtiendo en proyectos para los que sería mejor esperar, o no invirtiendo en proyectos con alto grado de incertidumbre técnica o con altas posibilidades de crecimiento, o incluso proyectos con fuerte inversión en Investigación y Desarrollo simplemente porque su VAN es negativo. En general, este tipo de métodos, a los que nos hemos referido como métodos tradicionales, difícilmente valoran de forma adecuada inversiones en entornos con alto grado de incertidumbre o cambio rápido.

El método de las opciones reales, trata de superar esta importante limitación. Aplicando la teoría de las opciones financieras al entorno de la empresa y proyectos, de ahí el término "real", trata de cuantificar el valor de la flexibilidad en la gestión en un entorno incierto, es decir, trata de aflorar cuánto supone en un proyecto o empresa el valor de la incertidumbre y la posibilidad de adaptación que tiene su gestor. Esto supone una adaptación dinámica de las decisiones de difícil valoración, de carácter fundamentalmente estratégico, limitando su riesgo. La gran diferencia de esta metodología con respecto al VAN es el carácter estático de este último, en referencia a la flexibilidad en la gestión, en contraste con el enfoque dinámico que caracteriza a las opciones reales.

La filosofía en que se basan estos dos métodos es la misma, ambos utilizan la misma regla de optimización del valor como es el descuento de flujos futuros. La diferencia entre ambos es que el VAN se concreta en un escenario carente de flexibilidad y las opciones reales sí la contemplan. Llegando al extremo, podemos afirmar que el VAN es un caso particular de las opciones reales en el que la inversión es inmediata y ésta carece de flexibilidad operativa. En este supuesto, ambos métodos conducen al mismo resultado.

La aplicación práctica de las opciones reales no está exenta de dificultades, pero es factible. Lo importante que cabe resaltar de su aplicación es que es un método aproximado que permite aflorar la aportación de valor de la flexibilidad en la gestión derivada de la incertidumbre. No es un método excluyente, sino que es complementario de los métodos tradicionales.

Este es el principal objetivo de este documento, el de poner de manifiesto la contribución que proporciona la metodología de las opciones reales a la valoración y a la gestión de proyectos, haciendo hincapié en que aún siendo una estimación aproximada valorar la flexibilidad, su importancia radica en que permite aflorarla.

Este documento no pretende ser un tratado detallado de las opciones reales, su principal orientación es la de establecer una base conceptual capaz ubicar las opciones reales, de forma simple e introductoria, en el contexto de la selección y valoración de inversiones, centrándose en su aplicación en la empresa como un todo o simplemente en el caso particular de proyectos de inversión concretos. Su contenido se fundamenta principalmente en trabajos y material bibliográfico previos de los ponentes, tratando en esta ocasión de exponer una visión lo más simple y comprensible para fomentar el interés de los usuarios en el mundo de la empresa y poner de manifiesto su potencialidad y características propias en el ámbito de la valoración.

La valoración de empresas basada en el enfoque de las opciones reales ha tenido una amplia difusión en las últimas décadas, aunque todavía carece de suficiente literatura, especialmente en castellano. Por esta razón, este documento de la Comisión de Financiación y Valoración de Empresas de AECA, trata de contribuir a su difusión y aplicabilidad en la valoración de empresas y proyectos donde exista flexibilidad gerencial y la metodología más simple, y a la vez precisa, de cómo valorarlos.

DOCUMENTOS EN FASE DE REALIZACIÓN:

La valoración de empresas y el valor razonable (propuesta de aplicación)

Ponente:

Alfonso A. Rojo Ramírez

Universidad de Almería

El objetivo de este documento es debatir sobre el FV en el contexto de la valoración de negocios, poniendo de manifiesto los criterios valorativos

existentes y las dificultades de aplicación en contabilidad. Para ello, en primer lugar veremos la importancia que está teniendo el FV en el ámbito contable. El segundo apartado queda destinado a analizar los modelos económicos para la valoración y la conexión de los criterios de valoración contable con aquellos. En un tercer apartado nos referiremos a las NIC/NIFF más significativas que recogen aspectos de valoración de negocios. Finalmente, a manera de conclusión, se indican algunos retos para la aplicación del FV.

Está planificado realizar un panel de expertos para abril/mayo del 2013 para adecuar el documento a la realidad práctica profesional y motivar una mayor participación de profesionales en la Comisión.

PROPUESTAS DE NUEVOS DOCUMENTOS:

Los sistemas de garantía: diseño y metodología para su implementación

Ponentes:

Pablo Pombo González (ETEA Y Secretario Técnico de REGAR)

Horacio Molina Sánchez (ETEA)

Jesús N. Ramírez Sobrino (ETEA)

Este documento se enmarca en el convenio de colaboración entre AECA y REGAR (Red Iberoamericana de Garantías).

Restricciones Financieras en la Pyme

Ponentes:

Antonio Duréndez Gómez-Guillamón (Universidad Politécnica de Cartagena)

Domingo García Pérez de Lema (Universidad Politécnica de Cartagena)

Ginés Hernández Cánovas (Universidad Politécnica de Cartagena)

Antonia Madrid Guijarro (Universidad Politécnica de Cartagena)

El acceso a la financiación bancaria por parte de las pequeñas y medianas empresas (PYMEs) es una de las principales preocupaciones de las autoridades tanto españolas como europeas. La importancia de las PYMEs para la creación de empleo así como su contribución al crecimiento y dinamización de la economía las convierten en objetivo de las políticas de estímulo a la financiación de la mayoría de gobiernos. Estas políticas se justifican en las restricciones financieras que sufren las PYMEs, limitando su creación y amenazando su supervivencia y crecimiento.

Las PYMEs pueden sufrir diferentes grados de restricciones financieras. Los bancos pueden endurecer las condiciones de la financiación cargando superiores tipos de interés, solicitando más garantías, concediendo un volumen de financiación inferior y/o acortando el plazo de vencimiento de la financiación. Las solicitudes también pueden ser denegadas si no cumplen con el binomio rentabilidad-riesgo de la entidad financiera, dándose el fenómeno conocido como racionamiento financiero. En esta situación las empresas no consiguen los recursos ajenos que precisan aún estando dispuestas a pagar un tipo de

interés superior al de mercado. En última instancia, las PYMES también pueden optar por no aceptar las condiciones ofrecidas por la entidad financiera, o incluso por no solicitar la financiación porque piensan que no la van obtener.

Todas las situaciones arriba descritas tienen en mayor o menor medida un efecto negativo sobre el presupuesto de capital de las empresas, impidiendo el óptimo desarrollo de los proyectos de inversión con valor actual neto positivo. La solución es sin embargo complicada porque las restricciones financieras de las PYMEs pueden deberse a multitud de causas. Entre las más aceptadas en la literatura financiera, suele argumentarse que el acceso a la financiación de las PYMEs se ve obstaculizado por sus propias características, por factores relacionados con las entidades financieras, e incluso por elementos del entorno legal e institucional en el que operan.

El principal hándicap de las PYMEs es su reducido tamaño, que provoca mayores asimetrías informativas, hace que los costes de la operación sean proporcionalmente más elevados tanto para prestamista como para prestatario, y reduce la posibilidad de contar con personal especializado para buscar y negociar la mejor fuente de financiación.

Desde la perspectiva de los bancos, no todos los productos de endeudamiento permiten solucionar de forma eficiente los problemas ocasionados por la opacidad informativa de las PYMEs. El análisis de estados financieros y de modelos credit scoring requiere información que en ocasiones no existe para las PYMEs, como es el caso de estados financieros auditados. El descuento de activos, en el que el volumen de crédito se liga mediante una fórmula al valor del activo usado como colateral, también resulta de limitada aplicación en empresas de reducido tamaño con escasos activos. Y las negociaciones basadas en información cualitativa recogida durante la relación entre empresario y empleado de banca se ven perjudicadas por el proceso de movilidad profesional y de concentración en el sector bancario: (1) la reducción del número de oficinas dificulta la recogida de información cualitativa, (2) la centralización de la toma de decisiones impide el uso de información cualitativa, (3) y la movilidad de los empleados de la oficina destruye la información recogida durante su relación con el empresario.

Por último, el acceso de las PYMEs a la financiación bancaria también depende del entorno legal, financiero, económico e institucional en el que operan. La obtención de créditos es más complicada para empresas ubicadas en zonas con sistemas financieros poco desarrollados, sistemas legales que no protegen a los acreedores, ausencia de agencias privadas/públicas de recogida de información sobre empresas y sus propietarios, estándares contables poco fiables, y economías sin desarrollar.

Financiación de la Inversión Empresarial en el Exterior

Ponentes:

Salvador Marín Hernández (COFIDES)

Francisco Javier Martínez García (Universidad de Cantabria)

Esther Ortiz (Universidad de Murcia)

En los últimos tiempos, incluso de forma más acentuada, estamos asistiendo a un incremento de los proyectos de inversión directa en el exterior por parte de las empresas, no sólo de las grandes empresas españolas, sino también de las pymes, que se están incorporando con gran presencia. Abordándose la inversión directa en el exterior por parte de las pymes como una forma de crecer, diversificarse y hacer frente a la situación económica global con perspectivas de futuro.

Desde el año 2000 el número de empresas españolas que apuestan por la inversión directa en el exterior ha aumentado considerablemente, desde el año 2000 y, con especial incidencia en los años más recientes, más del 40% de las empresas han realizado algún tipo de inversión, mientras que antes de 1986 este porcentaje era del 13.5%. En cuanto a la orientación de estas inversiones, en el periodo 2001-2011, se dirigieron el 68% a los países de la UE-27, 15% a iberoamérica, 11% a USA y Canadá, 4% a otros países europeos y alrededor del 2% a China, India, Marruecos y Australia. Estos porcentajes están variando en el año 2012 y 2013, de forma intensa, hacia los países marcados desde el porcentaje del 15% en adelante anterior.

En este sentido parece apropiado elaborar en el seno de esta Comisión un documento que se dedique, en exclusiva, a determinar qué se entiende por proyectos de inversión empresarial directa en el exterior, cómo se estructuran, qué fuentes de financiación se pueden obtener, ya sea en forma de préstamos, capital o cuasicapital, cómo se valoran, cómo afecta la diferente normativa contable y en definitiva todo el proceso financiero asociado a este tipo de proyectos de gran interés tanto para la economía receptora como para la emisora, en términos de empleo, innovación, productividad y por lo tanto, de crecimiento económico.

OTRAS ACTIVIDADES

Participación en la tercera edición diálogos AECA

La sede de BBVA, en el paseo de la Castellana de Madrid, acogió una nueva edición de Diálogos AECA dedicada a un tema de la mayor actualidad y trascendencia: La reestructuración del sistema financiero español, acceso al crédito y efectos económicos. Diálogos AECA es un espacio realizado por AECA y difundido a través de sus canales de comunicación: AECA YouTube, Revistas, Newsletters y redes sociales. En esta sesión participaron diversos miembros de la Comisión:

Germán López Espinosa, Profesor Titular y Director del Master Banking and Financial Regulation de la Universidad de Navarra.

Teresa Mariño, consultora Financiera en Solufina e IMAP Lynx.

Domingo García Pérez de Lema, Catedrático de Economía Financiera de la Universidad Politécnica de Cartagena.

III Simposio Internacional sobre Valoración de Empresas y Empresa Familiar. La Cátedra Santander de Empresa Familiar de la Universidad de Almería (CEF-UAL), junto con el Grupo de Investigación sobre comparabilidad

y el análisis de la información Económico-Contable (GICAIEC), la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA) y la Asociación Andaluza de Empresa Familiar (AAEF) organizan el "3er Simposio Internacional sobre Valoración de Empresas y Empresa Familiar", que tendrá lugar, los días 24 y 25 de abril de 2014 en la ciudad de Almería, (España), bajo la dirección del profesor Alfonso A. Rojo Ramírez. El propósito del Simposio es reunir académicos, profesionales y empresas familiares a nivel internacional para debatir temas específicos en materia de valoración y análisis de la empresa familiar, así como para discutir sobre el uso del valor como instrumento de análisis. Los temas a tratar son:

- Valoración de la empresa familiar no cotizada
- Nuevas tendencias en la valoración de la PHFB
- La valoración y los profesionales
- Tasa de descuento y valoración
- El análisis del riesgo en la valoración de PHFB
- Prima de iliquidez en la PHFB
- Gestión empresarial familiar y la creación de valor
- Objetivos no financieros y valoración de la EF
- Riqueza socioemocional y creación de valor en la EF
- Valor emocional en la PHFB
- El capital de riesgo y valoración de 'family offices'
- La sucesión en la PHFB y la valoración
- Casos y limitaciones legales en la valoración