

DECISIONES DE INVERSIÓN EN SOCIEDADES DE CAPITAL RIESGO. UN ENFOQUE DE CREACIÓN DE VALOR.

Javier Pajares Gutiérrez¹, Adolfo López Paredes¹ y Antonio Espadas de Pinto².

¹E.T.S.I.I. Valladolid, Pso del Cauce s/n –47011-Valladolid.

pajares@dali.eis.uva.es

adlo@dali.eis.uva.es

² Antonio Espadas, S.L.- Valladolid

C/ La Boheme,1. Urbanización Berrocal- 47009 Valladolid

ibros@infonegocio.com

RESUMEN

Una de las decisiones más importantes de las Sociedades de Capital Riesgo al participar en una empresa consiste en determinar el instante de tiempo en que materializará su salida de la sociedad participada. Las herramientas habituales disponibles para seleccionar y evaluar inversiones son las medidas financieras tradicionales y los nuevos modelos financieros basados en la creación de valor. Sin embargo, ninguno de los anteriores facilita determinar cuándo una SCI tiene que abandonar.

*En este artículo, presentaremos dos nuevos indicadores, el **Valueback** y el **Valueback Porcentual**, contruidos descontando los EVA futuros al coste medio ponderado del capital. Demostramos mediante el análisis de un caso real que la información adicional proporcionada por ellos es de gran ayuda tanto para las PYMES como para las Sociedades de Capital Riesgo.*

Palabras Clave: Capital Inversión, EVA, Creación de Valor, Selección de Inversiones.

1. Las Sociedades de Capital Inversión.

Las grandes corporaciones tienen a su disposición un amplio abanico de instrumentos financieros para financiar sus proyectos de inversión: préstamos sindicados, mercados primarios y secundarios de deuda, acciones o activos derivados, son sólo algunas de las alternativas a su alcance. Sin embargo, la mayoría de estas modalidades están vedadas para las PYMES, para las que el endeudamiento bancario parece ser su única posibilidad.

Ante esta situación, el Capital Inversión o Capital Riesgo se presenta como una alternativa de financiación que se adapta a las características concretas de cada proyecto empresarial, constituyendo una fórmula valiosa para las PYMES. Se define como “la participación de inversores profesionales en el capital de las empresas para el desarrollo de proyectos, aportando además de recursos financieros, asesoramiento y apoyo a la gestión estratégica” [4]. Transcurrido un número de años determinado, la Sociedad de Capital Inversión (SCI) debe abandonar su participación de capital, generalmente vendiendo sus acciones a los propietarios iniciales de la compañía.

En toda operación de Capital Inversión, el aportante de fondos (la SCI) pasa a ser accionista de la empresa participada, y como propietario, participa tanto de los posibles beneficios como del riesgo asociado. Consecuentemente, los objetivos de las SCI se cifran en términos de creación de valor y de revalorización de las acciones a lo largo del tiempo y, por ello, la

información que demandan no es la misma que la requerida por los bancos para la concesión de préstamos.

Mientras que las entidades de crédito están interesadas en balances, avales y cualquier información que haga referencia a la capacidad de la empresa para hacer frente al pago de principal e intereses, las SCI requieren información en términos de valor. Consecuentemente, la empresa que busca financiación mediante la fórmula de capital inversión debe transmitir al inversor todos los elementos de juicio que le ayuden a realizar una valoración correcta y completa, que permita determinar el atractivo de la inversión.

A tal efecto, las herramientas financieras disponibles en el mercado para proporcionar esta información son:

- *Medidas y ratios financieros basados en los estados contables.* Su mayor limitación radica en que no consideran el efecto del valor del dinero en el tiempo. Además, manejan datos de partida fácilmente manipulables, como se ha demostrado en numerosas ocasiones.
- *Métodos de descuento de flujos de caja.* Existen numerosos procedimientos de cálculo, diferenciados en la tasa de descuento empleada y los flujos de caja considerados. Su principal carencia es que no consideran el coste asociado de los recursos empleados para obtener los flujos de fondos [1].
- *Nuevas medidas de creación de valor.* En la década de los noventa han ganado aceptación nuevos modelos (EVA, CVA, CFROI, etc.) que consideran el descuento de flujos esperados de valor, ya que tienen en cuenta el coste de los recursos financieros (el coste medio ponderado del capital, el coste de los capitales propios, etc.).

A pesar de su utilidad, ninguna de las medidas anteriores se adapta a las particularidades de las SCI, para quienes el momento en que se realiza la desinversión de la sociedad participada es crucial. De hecho, tanto el momento de la salida como el modo en que se realiza, queda establecido en el contrato antes de la toma de participación, y condiciona el acuerdo entre los nuevos 'propietarios' y el equipo gestor de la empresa participada. En otras palabras, la decisión de desinversión es inherente a la decisión de invertir.

Para suplir las deficiencias de las medidas tradicionales, proponemos dos nuevos indicadores (Valueback y Valueback Porcentual) que, basados también en el valor, consideran de forma explícita la decisión de desinversión, constituyendo así una herramienta valiosa para las SCI, al complementar la información proporcionada por las nuevas medidas de creación de valor, como son el EVA o el CVA.

2. Del EVA (Valor Económico Añadido) al Valueback y Valueback Porcentual.

De todas las nuevas medidas de creación de valor, el EVA es la que goza de mayor crédito dentro de la comunidad académica y mayor difusión en el mundo empresarial. Compañías como Coca-Cola y el Bank of America han sido pioneras en utilizar el EVA como sustituto del beneficio contable, y como punto de partida para evaluar y remunerar consecuentemente a sus directivos.

El Valor Económico Añadido o EVA es una medida de creación de valor que pretende estimar el verdadero beneficio económico de una empresa [3]. Se define como el beneficio neto operativo después de impuestos de un período o BAIDI (en inglés, Net Operating Profit after Taxes o NOPAT) menos una carga apropiada por el coste de oportunidad de todo el capital invertido en la empresa en el período anterior. A tal efecto, se utiliza el coste medio ponderado del capital, que incluye tanto el coste de los recursos propios como el endeudamiento.

Conceptualmente, el EVA es la diferencia entre lo que la empresa es capaz de generar (BAIDI) y el coste de los fondos que utiliza para obtenerlo, incluyendo aquí, tanto las obligaciones contraídas con los acreedores de deuda como las exigencias económicas de los propietarios, es decir la rentabilidad que demandan éstos en función del riesgo que soportan. Por ello, para que una empresa genere valor (EVA positivo) no basta con que sea capaz de generar flujos, sino que es necesario que además se satisfagan las exigencias de acreedores y propietarios.

Así, podríamos también calcularlo como la cantidad monetaria que resta al deducir de los ingresos la totalidad de los gastos, incluyendo tanto el coste de oportunidad del capital como los impuestos. El EVA considera además la productividad de todos los factores utilizados para desarrollar la actividad empresarial. Como se explica en [2] y [5], el EVA puede calcularse mediante dos alternativas equivalentes: el Método del Resultado Residual y el Método del Diferencial.

A pesar de su utilidad para estimar la creación de valor en un determinado período de tiempo, el EVA no considera la dualidad de las decisiones que atañen a las SCI, para quienes inversión y desinversión constituyen acontecimientos ligados e inseparables. Por ello, proponemos utilizar dos nuevos indicadores: el Valueback y el Valueback Porcentual.

El primero, el Valueback es el tiempo necesario para que el valor del mercado sea igual a la inversión inicial. Se trata, por tanto, de un concepto similar al del plazo de recuperación o pay-back, pero realizando la suma actualizada al coste medio ponderado del capital de los EVA's generados por la empresa o proyecto analizado.

En la figura 1 hemos representado esquemáticamente los pasos necesarios para estimar el Valueback: Primeramente, se actualizan los distintos EVA's al coste medio ponderado del capital (M^i) para posteriormente, calcular las sumas acumuladas de EVA (Z^k). En este caso, el valor del valueback es de 4 años, pues es en ese año cuando las sumas acumuladas cambian de signo negativo a positivo. Ello significa que hasta el cuarto año, la SCI no recuperaría en términos de valor su desembolso inicial.

El Valueback Porcentual permite determinar el instante de tiempo en el que se logra una revalorización del Z% de la inversión inicial (en términos de valor). De esta forma, la SCI puede conocer el instante de tiempo más adecuado, en términos de rentabilidad y valor, para abandonar la empresa participada. En la figura 2, podemos observar la interpretación gráfica del Valueback Porcentual. Basta con representar en eje de ordenadas distintas proporciones del desembolso inicial, para comprobar en qué año se alcanza tal revalorización.

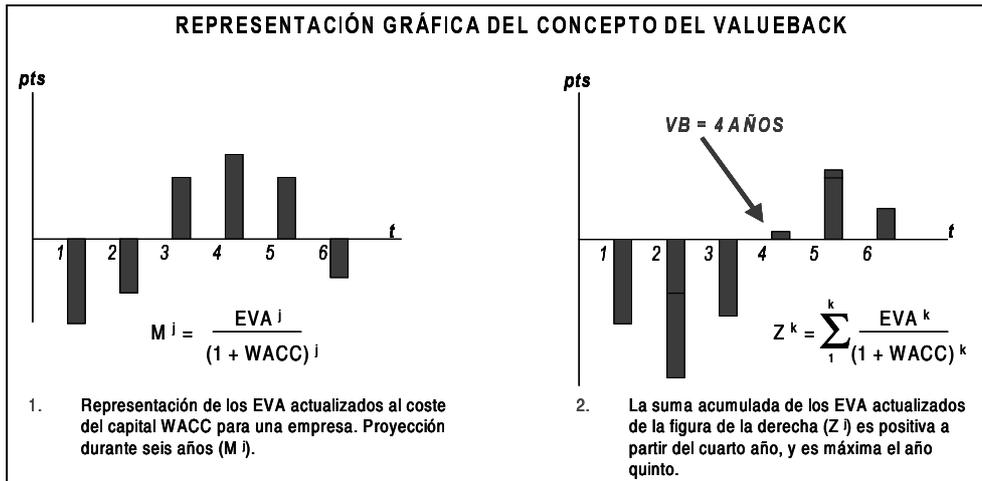


Figura 1. Cálculo e interpretación gráfica del Valueback.

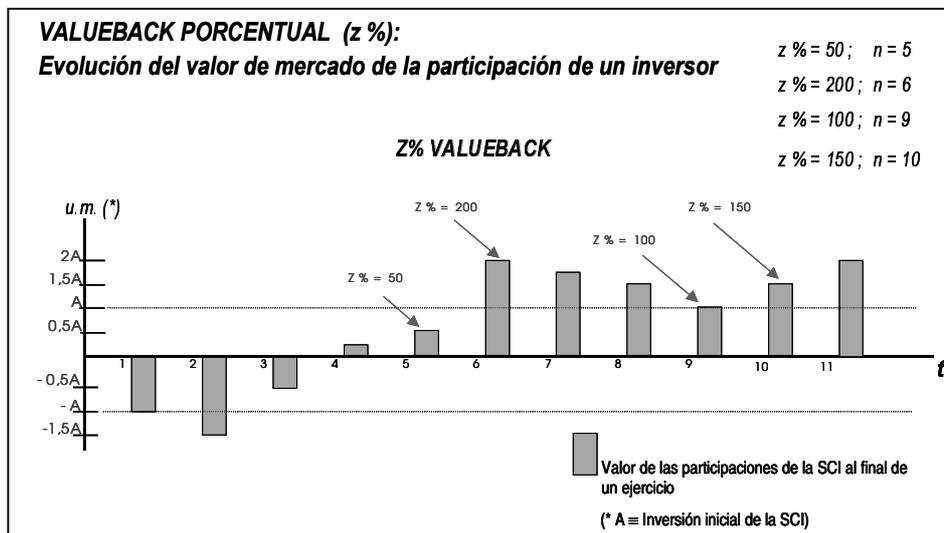


Figura 2. Interpretación del Valueback porcentual.

3. Análisis mediante el Valueback y el Valueback Porcentual. Un caso real.

A principios del año 2000, la Sociedad de Capital Inversión EspaCapital S.A. estudia participar con la empresa ConiFeuropa, S.A. en ConiFespaña, S.A., empresa del sector de la madera. La inversión necesaria asciende a 1.061 millones de pts., y la estructura accionarial será del 52% y 48% respectivamente.

Se dispone de previsiones para el periodo 2000-2010 de ingresos y gastos, tipo de interés, coste de materias primas y gastos de personal. El coste medio ponderado del capital, considerando el coste de la deuda y el de los fondos propios (beta=1,2) oscila entre el 8,61% y el 10,18%. En la tabla 1, podemos observar el cálculo de los flujos libres de caja a partir de los ingresos netos obtenidos durante el período considerado. También comprobamos que el plazo de recuperación de la inversión es cercano a los 10 años. Análogamente, en la tabla 2, podemos observar el valor de mercado generado en cada período, que ha sido estimado utilizando el descuento de los EVA's obtenidos en dichos períodos.

VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA LIBRES										
ESTIMACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA										
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ingresos Netos (1)	792.169	974.978	1.218.722	1.218.722	1.218.722	1.218.722	1.218.722	1.218.722	1.218.722	1.218.722
(-) Total costes operativos (2)	738.293	851.659	999.782	1.001.295	1.002.031	1.003.679	1.005.294	1.006.869	1.008.398	1.009.873
Beneficio antes de impuestos (3) = (1) - (2)	53.876	123.318	218.940	217.427	216.691	215.044	213.429	211.853	210.325	208.849
Tasa impositiva (T)	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%
Beneficio contable (4) = (3) · (1-T)	35.020	80.157	142.311	141.327	140.849	139.778	138.729	137.705	136.711	135.752
(+) Intereses (1- T) (5)	14.346	16.468	17.325	18.309	18.787	19.858	20.908	21.932	22.925	23.884
BAIDI (6) = (4) + (5)	49.366	96.625	159.636	159.636	159.636	159.636	159.636	159.636	159.636	159.636
(+) Amortización (7)	106.111	106.111	106.111	106.111	106.111	106.111	106.111	106.111	106.111	60.000
(-) Inversiones en activos fijos (8)	35.370	35.370	35.370	35.370	35.370	35.370	35.370	35.370	35.370	35.370
(-) Variación en NOF (9)	121.538	28.047	37.396	-	-	-	-	-	-	-
FCF (10) = (6) + (7) - (8) - (9)	-1.431	139.318	192.981	230.377	230.377	230.377	230.377	230.377	230.377	184.266
VALOR RESIDUAL EN 2010 (11) <small>(Perpetuidad con crecimiento constante)</small>										2.027.327
FCF descontados al WACC	-1.318	118.101	150.619	165.550	152.423	139.897	128.016	116.809	106.292	926.113

VALOR DEL NEGOCIO	2.002.502
TIR	16,41%
PAYBACK DESCONTADO	9,86

Tabla 1. Determinación del TIR, pay-back y valor del negocio a partir de los ingresos netos previstos

Valor de mercado añadido al final de cada período	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
(miles de ptas.)	-38.686	-37.951	14.776	65.385	116.012	164.324	210.553	254.867	297.379	338.163

Tabla 2. Evolución del valor de mercado añadido.

Observamos que la importante información sobre cuándo EspaCapital debería abandonar su inversión en ConiFespaña no es proporcionada por el EVA, que únicamente muestra que, a lo largo de la vida del proyecto, los distintos flujos de EVA descontados son crecientes en valor absoluto, y que mucho antes de llegar al 2010 ya se ha generado valor para los accionistas.

Sin embargo, el Valueback estima que en un período de 3,72 años el valor de mercado del negocio alcanza el valor de la inversión inicial, frente al plazo de recuperación descontado que estima en 9,86 años el período de recuperación de la inversión. La razón de esta diferencia es que el primero se fundamenta en el cálculo del valor añadido, mientras que el segundo se limita al descuento de los flujos de caja generados. Es decir, la generación de valor para ConiFespaña está desplazada hacia los primeros años de su existencia, mientras que la generación de flujos de caja queda diferida en el tiempo hasta ya pasados los primeros diez años de estudio del proyecto.

La información sobre el ritmo de generación de valor es importante, pero no lo es menos conocer, a través del Valueback Porcentual, cuándo el valor de mercado del negocio supera en un determinado porcentaje Z % (5%, 10%, 100%, etc.) al valor inicial de la inversión. De esta forma EspaCapital y ConiFeuropa pueden negociar más objetivamente la salida de la primera de ConiFespaña. En la tabla 3, hemos resumido la información relevante relativa al Valueback Porcentual para distintos porcentajes de revalorización.

El cálculo del Valueback Porcentual estima que el momento más adecuado para que se produzca la desinversión por la SCI es al finalizar el año séptimo. En ese instante, la participación en este proyecto habrá supuesto a EspaCapital un valor añadido de 109,5 millones de ptas. sobre el desembolso inicial (331 millones de pts). Esto supone una rentabilidad para el socio de Capital Inversión de un 33,07%, frente a la TIR del 16,41% obtenida en el análisis tradicional de viabilidad del proyecto, y en sólo siete años en lugar de los diez para los que se han realizado las estimaciones.

ESTUDIO DEL VALUEBACK PARA CONIFESPAÑA.	AÑOS
<i>VALUEBACK</i>	3,72
VALUEBACK (5%)	4,76
VALUEBACK (10%)	5,80
VALUEBACK (15%)	6,89
VALUEBACK (20%)	7,92

Tabla 3. Estudio del Valueback porcentual.

Demostramos así la idoneidad de estos indicadores para las SCI, máxime cuando la información que proporcionan no está contenida en los modelos de creación de valor ni en las tradicionales medidas de rentabilidad o tiempo de retorno de la inversión.

Dado que toda SCI piensa en términos de valor, y muchas PYMES necesitan socios de capital inversión que financien sus proyectos, los nuevos indicadores propuestos se convierten en un vehículo de comunicación que acerca los lenguajes propios de las SCI's con los intereses de las empresas que buscan financiación por vías alternativas al tradicional endeudamiento bancario.

Ahondando en este propósito, pensamos que es adecuado elaborar un esquema como el mostrado en la tabla 4, en donde se sintetiza la información proporcionada por los nuevos indicadores. Además, este esquema permite poner de manifiesto la forma en la que tanto el Valueback como el Valueback Porcentual alteran las decisiones que se tomarían utilizando exclusivamente los métodos de análisis tradicionales.

En particular, observamos que el enfoque tradicional devuelve un plazo de recuperación descontado de casi los diez años (y eso considerando la capitalización a perpetuidad de los flujos a partir del 2010) frente a los 3,72 años que señala el Valueback como tiempo necesario para que los flujos de EVA empiecen a ser positivos. Evidentemente, desde esta nueva óptica, la inversión en ConiFespaña resulta mucho más atractiva para EspaCapital, condicionando el desarrollo de las negociaciones. Mediante un simple vistazo, EspaCapital puede observar además las estimaciones del valor añadido y del incremento de valor que puede conseguir actuando como socio de capital inversión.

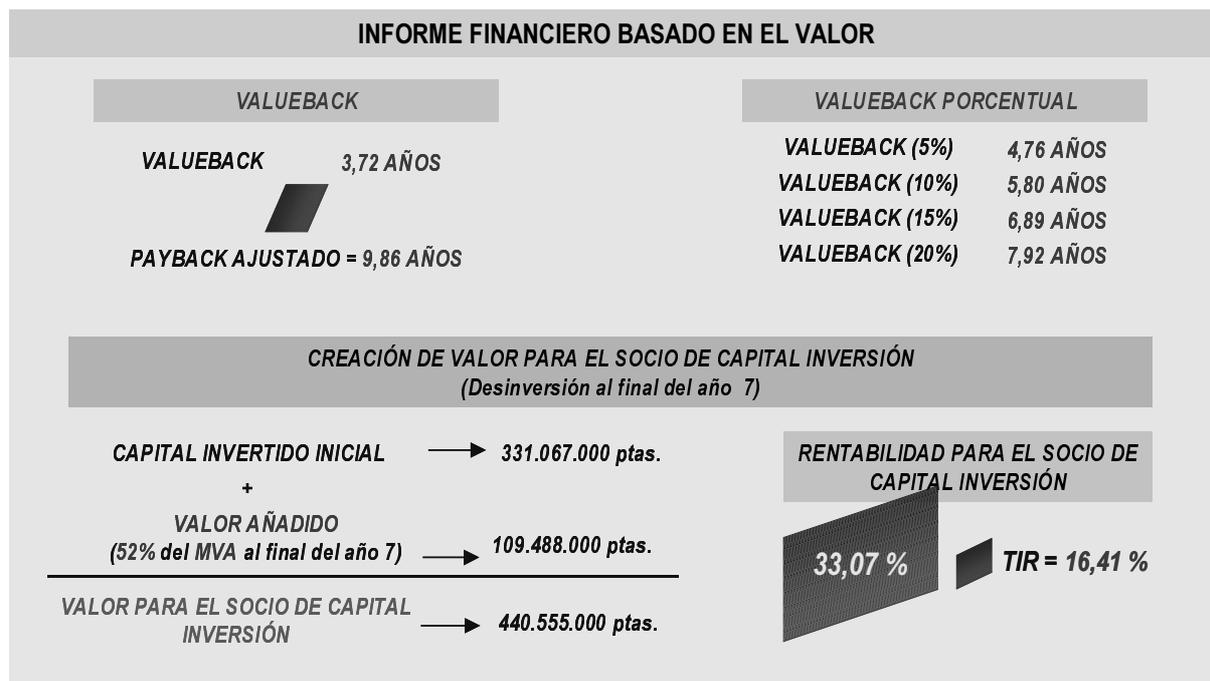


Tabla 4. Resumen de la información aportada por el Valueback y el Valueback porcentual.

4. Conclusiones.

Hemos definido dos nuevos indicadores, el Valueback y el Valueback porcentual que complementan la información proporcionada por otras medidas de creación de valor como el EVA y el MVA, al tener en cuenta la doble dimensión inversión-desinversión (¿cuándo abandonar?) inherente a las decisiones que debe tomar una SCI. Ambas medidas facilitan información financiera transparente para la dirección de la empresa y para las SCI, interesadas tanto en el proceso de generación de valor como en la rentabilidad asociada.

VB y VBP replican en términos de valor, el tradicional concepto de plazo de recuperación o payback. El primero, el VB, permite obtener el número de años que deben transcurrir para que el valor de mercado del negocio iguale la inversión inicial efectuada por la SCI. Además, nos hace reflexionar acerca de la posible existencia de puntos de inflexión en el valor.

Por su parte, mediante el estudio del VBP, podemos conocer el número de años que debe transcurrir para que el valor de mercado alcance un determinado valor, expresado este como porcentaje de la inversión inicial.

En el ejemplo que hemos abordado, el VBP nos indica que ESPACAPITAL debería abandonar ConiFespaña, S.A. al finalizar el séptimo año. Así conseguiría una rentabilidad del 33 % en siete años, duplicando la que obtendría si mantuviera su inversión hasta el final del año décimo.

Además de facilitar las decisiones de las SCI, el VB y el VBP son útiles para las PYMES y para las iniciativas de la Nueva Economía, ambas potenciales beneficiarias de esta fuente de financiación, ya que estos dos indicadores proporcionan argumentos valiosos a la hora de dialogar con los posibles aportantes de capital.

Debido a su simplicidad de cálculo y fácil comprensión, pensamos que estos dos nuevos indicadores serán términos de uso obligado en la negociación de cualquier acuerdo de financiación que incluya la fórmula de Capital Inversión.

Agradecimientos.

Queremos agradecer al profesor Hernández Iglesias sus sugerencias, reconociendo su acierto al proponernos en su momento este tema de investigación.

Referencias

- [1] López-Lubián, F.J. (1999). "La dirección de negocios orientada a la creación de valor". *Harvard Deusto Business Review*. Mar-Abr, pp. 68-77.
- [2] López, A., Pajares, J. y Hernández, C. (2001): "El Valueback ó cuándo las sociedades de capital inversión deben desinvertir: un enfoque de creación de valor". *Harvard Deusto Finanzas & Contabilidad*. Vol 41, Mayo-Junio.
- [3] Fernández, P. (1998): "EVA, Beneficio Económico y creación de valor". Bolsa de Madrid. Vol. 70, pp. 20-23.
- [4] Martí, J. (1998): El Capital Inversión en España. Madrid: Biblioteca Cívitas de Economía y Empresa).
- [5] Pajares, J., Hernández, C. y López, A. (2001): "Creación de valor y decisiones de salida en las sociedades de capital inversión. Dos nuevos indicadores: VB y VBP". *Actualidad Financiera*. Monográfico Segundo Trimestre.