

Análisis de los criterios de valoración de inversiones utilizados por parte de las sociedades de capital riesgo

María del Mar Sánchez Hernández

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad Politécnica de Cartagena

Edificio del CIM, C/Real, nº3-30201 Cartagena, Murcia, España

Teléfono: 868071217

E-mail: mariadelmar.sanchez@upct.es

Resumen. *El capital riesgo es una fuente de financiación muy interesante para la PYME por las indudables ventajas que ofrece. Ello hace necesario conocer cuáles son los criterios que siguen a la hora de abordar un proyecto de inversión y los métodos de valoración utilizados. De este modo, hacemos un análisis de los estudios realizados en relación con esta fuente de financiación. Las principales conclusiones obtenidas son que la capacidad del equipo directivo es un factor clave en la selección del proyecto, que el método de valoración más utilizado en la mayoría de países es el método de descuento de flujos de tesorería y que la fase de crecimiento de la sociedad participada y el sistema legal del país en que se ubica se configuran como factores clave en la selección de un proyecto de inversión, aunque no hay un único criterio decisor.*

1 Introducción

En un entorno de crisis económica como el actual en que nos encontramos se hace necesario la búsqueda de fuentes de financiación alternativas a la financiación bancaria, por las dificultades que supone para las pequeñas y medianas empresas (pymes) el acceso a este tipo de financiación, sobre todo en sus fases iniciales de vida. De este modo, el capital riesgo (CR) se configura como una alternativa de inversión especialmente interesante para la pyme por las indudables ventajas que ofrece como son la aportación de fondos propios al capital social o el asesoramiento a la gerencia, ayudando a la empresa a diseñar la estrategia de funcionamiento, a profesionalizar la gestión, a llevar a cabo procesos de internacionalización así como a aportarle su experiencia, conocimientos y nuevos contactos. Todo esto unido proporciona a la empresa un gran valor intangible para diseñar su estrategia de funcionamiento y realizar su gestión.

No obstante, el estudio de esta fuente de financiación pasa por el estudio en profundidad de los métodos de valoración utilizados por ellas así como el análisis de cuáles son los factores considerados a la hora de abordar un nuevo proyecto de inversión.

2 Métodos de valoración propuestos

La Guía de Valoración de Sociedades de Capital Riesgo (*International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*, 2009) propone una serie de métodos de valoración a aplicar por las sociedades de capital riesgo (SCR) sobre los cuales ofrece información detallada. Estos métodos son: el Método del Precio de la Reciente Inversión, Método de Múltiplos, Método de los Activos Netos, Método de Descuento de los Flujos de Efectivo o Beneficios del negocio subyacente, Método de Descuento de los Flujos de Efectivo de la Inversión y Método de los Índices de Referencia del Sector.

No obstante, determinados autores consideran estos métodos inadecuados y proponen técnicas de valoración alternativas, como es el caso de Hunt *et al.* (2003) que propone un método híbrido del modelo de opciones reales para valorar proyectos tecnológicos; Ge *et al.* (2005) que, basándose en las teorías de dirección estratégica, propone el desarrollo de un modelo de valoración fundamentado en variables estratégicas tales como la experiencia del equipo directivo, crecimiento sectorial o antigüedad de la sociedad participada; o Messica (2008) que propone la aplicación del modelo Venture Pricing Model (VPM) como alternativa para valorar empresas tecnológicas altamente especulativas y sin apenas datos históricos, planteando un modelo estocástico bidimensional donde el PIB y el índice del mercado de valores serían las variables correlacionadas para medir los comportamientos en el largo y corto plazo, respectivamente.

A pesar de las críticas formuladas por estos y otros autores hacia los métodos propuestos por la guía, lo cierto es que los métodos propuestos en ella son los métodos generalmente aceptados y, por tanto, los más aplicados por las SCR.

No obstante, a la hora de optar por abordar un proyecto de inversión por parte de las SCR, existen una serie de factores considerados que tienen especial influencia en la selección del proyecto y en el método de valoración aplicado.

3 Factores influyentes en la selección del proyecto de valoración

El analista de CR asume un gran riesgo con cada decisión de inversión debido a que, una vez realizada, dicha inversión es ilíquida y las asimetrías de información existentes hacen que disponga de una información limitada para el análisis de proyectos que, muchas veces, le supondrán el empleo de gran parte de sus fondos disponibles (Robinson, 1987).

Por este motivo, es fundamental que la decisión inicial adoptada sea la correcta, de manera que, además de la información contable disponible, facilitada por el empresario, las SCR tendrán en consideración otros factores que le ayuden en la elección del proyecto más adecuado. De entre ellos, la tasa requerida de rentabilidad es un factor clave en la selección del proyecto (Maningart *et al.*, 2002). Dicha tasa de rentabilidad variará en función del riesgo asumido requiriéndose una mayor tasa de retorno a aquellos proyectos que se encuentran en fases iniciales de desarrollo en los que el riesgo asumido suele ser superior y menor en las inversiones en fases avanzadas de desarrollo.

Además de los factores anteriores, la experiencia o personalidad del equipo directivo de la participada es otro de los aspectos que pueden contribuir a culminar con éxito el proceso inversor (Macmillan *et al.*, 1985), considerándose como tal, en muchos casos, la “química interpersonal” con el empresario o equipo directivo, con clara preferencia hacia el pragmatismo frente a la creatividad (Pintado *et al.*, (2007); Hisrich y Jancowick, (1990); Zacharais y Shepherd, (2001)).

La capacidad de gestión e historia de la empresa a participar son los principales criterios evaluados por las SCR, seguidos en importancia del tamaño del mercado en el que opera, la tasa de rendimiento del negocio y la posición de la empresa en el mercado (Tyebjee y Bruno, 1984).

Esta consideración del factor humano por encima de aspectos clave como son la rentabilidad de la inversión se explicaría porque una vez realizada la inversión, el destino del negocio queda en manos de unos administradores que pueden aprovechar las asimetrías de información existentes para actuar de manera oportunista (Sahlman, 1988), luego es fundamental que la decisión inicial sea la adecuada.

Estudios como el de Freid y Hisrich (1994) avalan este hecho al obtener que la totalidad de las SCR utilizan la entrevista al equipo directivo como factor de evaluación de inversiones.

Además de estos, existen otros muchos estudios que avalan este hecho.

4 Criterios determinantes en la selección de métodos de valoración

En la literatura existente relativa a los aspectos más considerados por las SCR a la hora de abordar un proyecto de inversión, parecen ser varios los aspectos más influyentes en dicha selección.

Entre los estudios realizados al efecto, autores como Pintado *et al.* (2007) obtienen, para el caso español, que la mayoría de las SCR prefieren invertir en empresas que se encuentran en fases avanzadas de desarrollo, debido al menor riesgo que suponen. De este modo, para estos autores, la fase de crecimiento se configura como un factor clave en la selección de inversiones. Por otro lado, también obtienen que el método más utilizado es el método de descuento de flujos de tesorería (MDFT), siendo aplicado en mayor medida en el momento de madurez de la sociedad participada.

En línea con este argumento, Barrow *et al.* (2001) vuelven a señalar las expectativas de crecimiento de la sociedad participada como factor clave para la selección del método de valoración a aplicar. Para estos autores, el método preferido es el método de comparaciones, sin embargo, el MDFT es más aplicado cuando se trata de empresas jóvenes con grandes expectativas de crecimiento.

Para Das *et al.* (2003), la valoración realizada varía en función de la fase de desarrollo en que se encuentre la firma financiada así como de otros aspectos como la industria o el sentimiento imperante en el mercado. Sus resultados fueron que los expertos suelen aplicar los métodos de múltiples pero la aplicación del método también varía en función de la fase de crecimiento de la sociedad participada, debido a que se suele aplicar una mayor tasa de iliquidez para las compañías que se encuentran en fases iniciales de desarrollo.

Según Payne *et al.* (2009), en el criterio de selección influyen variables como son la fase de crecimiento, la capacidad del equipo directivo, el riesgo de la inversión o el control ejercido. No obstante, concluyen que la fase de desarrollo es fundamental para determinar la estructura del acuerdo y que, en las fases finales de la inversión, se intensifica la utilización de los métodos de valoración.

En general, la evidencia empírica previa parece constatar que la fase de crecimiento es un aspecto fundamental considerado por los analistas de capital riesgo a la hora de seleccionar el método de valoración a aplicar.

No obstante, existen otros autores que no consideran la fase de crecimiento como un factor clave en la selección del método de valoración. Este es el caso de Wright *et al.* (2004), cuyos resultados fueron obtenidos en el estudio realizado entre SCR localizadas en Europa, Estados Unidos y Asia.

Para estos autores, la fase de desarrollo de la inversión afecta débilmente al método de valoración utilizado. Sin embargo, consideran fundamental el sistema legal del país en el que se localiza la inversión así como la zona geográfica de la sociedad participada.

La menor protección a los inversores proporcionada por el sistema legal francés hace que se utilice en mayor medida el método de valoración del valor histórico en libros. Por el contrario, en los sistemas legales inglés y alemán, donde la protección es mayor, es más utilizado el MDFT.

Por otro lado, los sistemas legales que favorecen el desarrollo de los mercados de valores, como es el caso inglés, utilizan en mayor medida el ratio precio/beneficio, puesto que, al disponer de un gran número de empresas cotizadas disponibles para comparar, la valoración es más adecuada.

La situación geográfica también afecta a la selección del método de valoración siendo el método basado en histórico de costes más utilizado en el continente europeo que en el resto de lugares. El múltiplo precio-beneficio es más importante en los países asiáticos seguidos a continuación de Estados Unidos y Reino Unido. Para el MDFT, estos autores no

observan diferencias significativas entre las distintas regiones.

Al hilo de este argumento, autores como Sander y Koomagi (2004) comparan las SCR estonias con las americanas y las de los países de Europa del Este y observan diferencias en la selección de los modelos valorativos según el país en que se encuentre la SCR. En concreto, obtienen que el MDFT es más utilizado en los mercados emergentes en los que hay muy pocas operaciones comparables para poder aplicar el método de múltiplos. Esto contrasta con los países que cuentan con mercados desarrollados en los que el método de múltiplos se aplica con mayor frecuencia. También se observan divergencias en las variables utilizadas en el modelo, ya que la tasa de retorno utilizada por los mercados más desarrollados es más compleja que la utilizada por el mercado estonio.

Klonowsky (2009) vuelve a incidir en las diferencias en los sistemas legales y fiscales entre países. Este autor establece que el proceso de inversión resulta mucho más complejo cuando se invierte en mercados emergentes, debido a que los inversores de CR son mucho más rigurosos y exhaustivos porque perciben un mayor riesgo al tratarse de mercados poco desarrollados.

Otro de los autores que ya habían puesto de manifiesto este hecho fueron Manigart *et al.* (2000) que concluyeron que las SCR que pretenden entrar en mercados no nacionales han de hacer un gran esfuerzo para comprender el funcionamiento de estos mercados de manera que puedan aprovechar plenamente sus ventajas competitivas, debido a las diferencias observadas entre ellos. Sus resultados fueron que en MDFT es el más utilizado en Bélgica, mientras que en mercados más desarrollados se utilizan en mayor medida los métodos de múltiplos como el ratio precio/beneficio en UK o el múltiplo del EBIT en USA.

También estos autores encontraron diferencias en el método utilizado por la SCR en función de la fase de desarrollo de la inversión.

5 Conclusiones

El análisis de estudios realizados sobre el CR ponen en evidencia que las habilidades y experiencia del equipo directivo de la sociedad a participar son fundamentales a la hora de adoptar la decisión de inversión, por encima incluso de la rentabilidad de dicha inversión.

Con respecto a los factores que determinan la aplicación de un método de valoración u otro, la revisión de la literatura económica existente, revela que no existe un único factor determinante a la hora de aplicar un método de valoración u otro, aunque parece constatarse que la fase de desarrollo de la sociedad participada y los sistemas legales y fiscales de los países donde se ubica la inversión son factores clave en la elección de un método de valoración u otro.

En general, en la mayoría de países, el MDFT parece ser el más aplicado por las SCR por encima del de múltiplos aunque con ciertas variaciones, sobre todo,

en la aplicación de la tasa de descuento por las diferencias en la medición del riesgo de la inversión.

Referencias

- [1] Barrow, C., Richardson, A., Copin, G., Paliard, R., Lange, J., Leleux B., y St-Cyr Hec L.(2001): “Valuing high growth potential companies: an international comparison of practices by leading venture capitalist and underwriters”, *Management International*, vol.6, nº1, pp.55-73
- [2] Das, S., Jagannathan M., Sarin, A.G., (2003): “Private equity returns: an empirical examination of the exit of venture of venture-backed companies”. *Journal of Investment Management*, Vol.1, N.1, pp.1-26
- [3] Ge, D., Mahoney, J.M. y Mahoney, J.T. (2005): “New Venture Valuation by Venture Capitalists: An Integrate Approach”. *Working Paper, College of Business University of Illinois at Urbana-Champaign*.
- [4] Hassan, A.E. y Leece D. (2004): “How Venture Capital Firms Value Unquoted Companies”. *Accounting Paisley University. Reino Unido*.
- [5] Hunt, F.H., Probert, D.R., Wong, J.C. y Phaal, R.(2003): “Valuation of Technology: Exploring a Practical Hybrid Model”. *Portland International Conference on Management of Engineering and Technology*, pp.47-53
- [6] Klonosky, D.(2009): “The venture capital investment process in emerging markets. Evidence from Central and Eastern Europe”, *International Journal of Emerging Markets*, vol.2, nº 4, pp.361-382
- [7] Manigart, S., De Waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P., Sapienza, H. y Beekman, A.(2000): “Venture capitalist, investment appraisal and accounting information: a comparative study of the USA, UK, France, Belgium and Holland”, *European Financial Management*, Vol.6, N.3, pp. 389-403
- [8] Messica, A. (2008): “The Valuation of Cash-Flowless High-Risk Ventures”, *The Journal of Private Equity*, Spring 2008, Vol.11, Nº 2: pp. 43-48
- [9] Payne, G.T., Davis, J.L., Moore, C.B. y Bell, R.G.(2009): “The Deal Structuring Stage of the Venture Capitalist Decision-Making Process: Exploring Confidence and Control”, *Journal of Small Business Management*, Vol.47, N.2, pp.154-179
- [10] Pintado, T., García, D. y Van Auken, H. (2007): “Venture Capital in Spain by Stage of Development”. *Journal of Small Business Management*, Vol. 45, N.1, pp. 68.
- [11] Sander P., Koomagi M. (2007): “Valuation of private companies by Estonian private equity and venture capitalist”, *Baltic Journal of Management* Vol. 2, N.1, 2007 pp. 6-19.
- [12] Wright M., Lockett A., Pruthi S., Manigart S., Sapienza H., Desbrières P. Y Hommel U. (2004): “Venture Capital Investors, Capital Markets, Valuation and Information: US, Europe and Asia”. *Journal of International Entrepreneurship* N.2, pp. 305-326