

NOTA TÉCNICA SOBRE
VALORACIÓN PATRIMONIAL DE BANCO POPULAR

Consideraciones Preliminares

En general, los elementos que la contabilidad proporciona para la determinación del valor real de una empresa son necesarios pero no son suficientes, pues se necesitan adicionalmente elementos extracontables.

No obstante, si se acepta la premisa de que un bien tiene valor para un ente individual o colectivo cuando representa efectivo o equivalente o tiene aptitud para generar un flujo positivo de efectivo o equivalente, **es fácil concluir que el valor de una empresa está asociado a su posibilidad de generar futuros flujos de caja y a una correcta medición de los riesgos relacionados a estos, y acto seguido resulta inevitable afirmar que las cuentas anuales de obligatoria formulación e inscripción en el registro mercantil preparadas de acuerdo a la normativa que las regula bien pueden contribuir, en una medida razonable, a determinar el valor de la empresa sobre la cual informan.**

El establecer como parámetro el desarrollo y el desempeño futuro de la empresa para medir su valor lleva a pensar que sus flujos futuros de caja podrían perfectamente estar determinados principalmente en función de: la evolución de las ventas, la inversión (en circulante o en inmovilizado), el margen operativo en términos de caja y la tasa efectiva de impuestos a los beneficios. Todos ellos son parámetros que se muestran en la contabilidad a través del estado de la situación patrimonial (el balance), del estado de resultados (la cuenta de pérdidas y ganancias) y la evolución de la situación financiera medida por el flujo de fondos (el estado de flujos de efectivo o, de otro modo en una entidad financiera, la información relativa a la gestión de la liquidez).

No obstante, en la valoración de empresas, en general, existen otros parámetros a considerar que no pueden ser directamente obtenidos de la contabilidad, como por ejemplo, el riesgo que significa el cálculo del coste medio ponderado del capital, entendido éste como el retorno que la empresa debe obtener para justificar la eficiente utilización de sus activos, y la estimación de la duración del período de crecimiento (lo que en el caso que nos ocupa puede resultar de especial interés en base a la información pública recabada).

La contabilidad, por la información que brindan los estados contables, producto de la normativa vigente, no resulta totalmente suficiente para el cometido de valorar adecuadamente una empresa. Debe ser considerada la capacidad de la empresa para generar riqueza y, por tanto, puede argumentarse que **una empresa vale por su capacidad de generar beneficios futuros y el valorarla económicamente requiere inexcusablemente proyectar los flujos futuros para determinar la generación de efectivo.**

Así, los factores que determinan el valor de una empresa principalmente son:

- **El valor de su patrimonio (valor patrimonial) al momento de la medición.**
- **Su capacidad para generar flujos positivos de fondos.**

- El valor residual patrimonial al cabo de los períodos considerados.

El objetivo general de todos los métodos comentados anteriormente es intentar determinar el valor de una empresa, en general con el objetivo de realizar alguna transacción corporativa sobre ella, que comúnmente tiene que ver con la transferencia de acciones. Pero prácticamente todos ellos tienen en cuenta la generación de resultados futuros que, en el caso de Popular, todos los agentes, con la información pública disponible, estimaban positivos.

Sin embargo, puede afirmarse sin temor a equivocarse, que en el caso de Banco Popular la valoración ha obviado en general cualquier capacidad de la entidad para generar resultados futuros y se ha realizado una mera valoración patrimonial de la empresa.

Por tanto, en el caso particular que nos ocupa, la resolución y posterior adjudicación del Banco Popular, el método utilizado parece ser el valor patrimonial de la entidad, que es por otra parte el comúnmente utilizado en el supuesto de liquidación y el más “aséptico”, en tanto en cuanto no incorpora ni expectativas de gestión por parte de la dirección de la empresa, ni tampoco debe incorporar expectativas de rentabilidad por parte del inversor. Así, resulta simplemente un supuesto de valoración a precios mercado de los activos y pasivos de la entidad, que generalmente además constituye el punto de partida en la valoración de cualquier empresa.

Si se acepta que en el caso de Banco Popular, la valoración patrimonial fuera la adecuada para la aplicación del mecanismo de resolución por parte de la JUR, cabe ahora determinar cuál es el método más apropiado aplicar en el caso de Banco Popular para discernir que el resultado de la resolución no sea más perjudicial para el accionista que el que hubiera resultado de la liquidación tras un proceso de concurso de acreedores. **Para ello, la valoración patrimonial tiene como objetivo conocer el valor de los activos de la empresa una vez deducidas sus deudas. Es decir, que se da respuesta a dos preguntas básicas:**

- ¿Cuánto vale lo que tiene?
- ¿Cuánto debe?

Existen diferentes métodos para determinar el valor patrimonial de una empresa. Los más utilizados son los siguientes:

- Valor Contable, Valor en Libros o “Book Value”
- Valor Contable Ajustado o “Adjusted Book Value”

Adicionalmente, en una entidad financiera podría añadirse:

- Valor del capital regulatorio, o “Core Equity Tier 1”, que refleja el valor patrimonial una vez deducidas las convenciones contables establecidas por el regulador respecto a determinadas deducciones que se aplican al patrimonio neto

Valor Contable, Valor en Libros o “Book Value”

La forma de cálculo es muy simple: $VC = \text{Activo total} - \text{Pasivo Total}$. Es decir, se calcula el valor del activo en su conjunto y se le resta el valor del pasivo. Es determinante pues conocer los valores exactos de cada activo y pasivo. Todo lo que no sea ceñirse a la contabilidad es ponerla en cuestión y debe estar completamente

justificado. Estimaciones de descuentos en los activos, tradicionalmente utilizadas en procesos de liquidación, son más que discutibles en la medida en que pueden existir diversas formas de liquidar una compañía, con resultados para nada homogéneos. Esto da lugar al siguiente método de valoración.

Valor Contable Ajustado o “Adjusted Book Value”: Cálculo y ejemplo

El Valor Contable Ajustado (“Adjusted Book Value” en inglés o VCA o ABV por sus siglas) es otro de los métodos de valoración patrimonial más utilizados. Este método de cálculo del valor patrimonial se utiliza en los casos en los que el balance no refleja el valor real de los activos.

Su cálculo es también simple, aunque la valoración es algo más compleja. Así, el VCA = Valor Contable +- Ajustes de valoración extracontable

Los ajustes de valoración extracontable son los que se realizan por considerar que la cifra indicada en el balance de situación de la compañía no refleja con exactitud su valor real. El problema de este método es que para calcular el Valor Contable Ajustado es necesario conocer con exactitud los valores de cada activo para determinar si el valor que figura en su contabilidad se corresponde con su valor real. Dada la enorme variedad y cantidad de activos que existe en el balance de una entidad financiera, cualquier afirmación que difiera de la contabilidad deberá estar enormemente soportada, lo que requiere de mucho tiempo y capacidad de análisis. Estimaciones estadísticas, comúnmente utilizadas, o “precios de mercado”, son muy discutibles como metodologías válidas de valoración.

Valor del capital regulatorio, o “Core EquityTier 1”

Dado que el negocio bancario es un negocio muy apalancado –deuda sobre recursos propios-, está enormemente regulado para determinar en cada momento cuál es el mínimo de fondos propios que debe mantener una entidad financiera, de forma que se garantice su solvencia incluso en los escenarios más adversos. **Sin entrar en excesivos detalles, la contabilidad considera “fondos propios” a la diferencia entre el activo y el pasivo o, alternativamente (aunque ambas perspectivas no coinciden del todo) a la expresión contable del derecho residual de los accionistas al patrimonio de la entidad.**

Para el cálculo de dicho capital, existen una serie de ratios financieras que tratan de reflejar esta convención, de las que la más conservadora es la ratio Core EquityTier 1 (CET 1).

El citado capital CET1 consiste fundamentalmente en el capital y las reservas de la entidad, a la que se le aplican ciertas deducciones (como pueden ser las correspondientes a la autocartera, los fondos de comercio, las bases imponibles negativas no monetizables, pérdidas latentes en la cartera de activos disponibles para la venta, provisiones de pagos de dividendos o excesos de tenencia de participaciones en otras compañías, entre otras). Al ponerse en relación este cálculo de capital con los activos ponderados por riesgo (convención normativa aplicable para la determinación del riesgo en un balance bancario), se obtiene la ratio CET1, que debe cumplir con un nivel mínimo fijado por el supervisor. Dicha ratio fue introducida en 2014 como medida de precaución para proteger a la economía de una crisis bancaria.

Podría decirse pues que, sin duda, la consideración del capital CET1, incluidas las deducciones, como método de valoración patrimonial es adecuada en términos restrictivos y conservadores en una entidad financiera, ya que recoge las exigencias

normativas (que, en teoría, reflejan el nivel de riesgo de la entidad al ponderar sus activos por el riesgo que desde el punto de vista normativo es apreciado por la supervisión) y, a su vez, recoge las deducciones que la convención contable bancaria tiene en cuenta a la hora de considerar el monto total de capital con el que cuenta una entidad.

En el caso de Banco Popular, y según la información contenida en las últimas cuentas anuales auditadas disponibles, las correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2016, el **Core EquityTier 1** ascendía a 7.808 millones de euros. El número de acciones de Banco Popular en el momento previo a la resolución de la JUR era de 4.200 millones. Ambas magnitudes dan como valor unitario de la acción 1,85 euros, valor que razonablemente podría considerarse que los accionistas hubieran podido percibir tras un ordenado proceso de liquidación derivado de un hipotético concurso de acreedores, dado que según todas las manifestaciones de las autoridades financieras españolas y europeas, el problema de Banco Popular no era de solvencia patrimonial, sino de liquidez, incluso en el momento de su resolución, y porque nada hace pensar que las magnitudes auditadas que determinaban ese patrimonio al 31 de diciembre de 2016 hubieran sufrido un deterioro significativo como consecuencia de los resultados del periodo de cinco meses transcurridos hasta la resolución..

Conclusiones

Existen múltiples métodos de valoración de empresas, siendo la valoración patrimonial uno de los más conservadores.

En banca, la valoración patrimonial coincide en general con el valor contable en libros, aunque si se realiza una aproximación aún más conservadora y restrictiva, se puede utilizar el capital regulatorio (CET1), que descuenta ciertos elementos patrimoniales siguiendo un convencionalismo normativo bancario.

En la medida en que no se incorporen expectativas de generación de beneficios ni requisitos de rentabilidad por el accionista, dicha valoración será la adecuada, en tanto en cuanto sería la que obtendría un accionista del proceso de venta de todos los activos de la empresa.

Por tanto, salvo por la utilización de hipótesis de valoración de los activos, que solamente pueden ser contrastadas de forma individual por cada una de las inversiones reflejadas en el balance, el valor patrimonial anteriormente explicado es la mejor estimación del valor de una entidad financiera y, en el caso de Banco Popular arroja un valor unitario de la acción de 1.85 euros.

Santiago Calvo-Sotelo
Cremades & Calvo-Sotelo