

*Alexander Müller**

El valor de los activos netos (NAV): tendencias y análisis crítico

The Net Asset Value concept: tendencies and critical analysis

RESUMEN

El valor de los activos netos (NAV) se ha convertido en el indicador más relevante para informar sobre el valor fundamental de empresas inmobiliarias patrimonialistas. Sin embargo, la multitud de conceptos que existen del NAV y la ausencia de una metodología homogénea para su cálculo han sido un obstáculo importante para que el NAV obtuviera mayor reconocimiento entre analistas e inversores.

El presente trabajo se dedica al análisis del NAV, tanto en su función de indicador del valor de la empresa en funcionamiento, como en la de valor de liquidación. Además, identificamos los cambios de metodología que han sido introducidos por el nuevo modelo EPRA-NAV. Los resultados muestran que el concepto del NAV presenta algunas carencias que disminuyen su utilidad informativa. Por otro lado, en la comparación directa con otros métodos de valoración, el NAV destaca por su buena aplicabilidad en la práctica.

Palabras claves: Valor de los activos netos, valor fundamental, inversiones inmobiliarias, empresa inmobiliaria patrimonialista.

Clasificación JEL: D52, G12, G15.

ABSTRACT

Net Asset Value (NAV) is generally accepted as the most important indicator to inform about the fundamental value of listed property companies. Nevertheless, the great diversity among the NAV-concepts and the absence of a standardized methodology for its determination could be considered as an important obstacle to achieve more credibility among analysts and stock investors.

The subject of research is the analysis of the NAV-concept, on the one hand as an indicator of companies' fundamental value, applying the going concern principle, and on the other as an indicator of its liquidation value. In addition, we wish to identify the most relevant changes in methodology that have been introduced by the new EPRA-NAV model. The findings of this study show that the NAV concept is still showing some structural inaccuracies that reduce its utility to inform about companies' fundamental value. On the other hand, and with respect to other valuation methods, NAV is characterised by some important advantages, the most important one being its superior applicability in practice.

Keywords: Net Asset value, fundamental value, property investments, property company.

JEL Classification: D52, G12, G15.

Recibido: 17 de abril de 2014

Aceptado: 10 de mayo de 2014

* Universidad Complutense de Madrid. España. Email: amuller@ucm.es

1. INTRODUCCIÓN

Desde hace unas dos décadas se está utilizando en Europa el indicador *valor de los activos netos (NAV)*¹ para informar sobre el valor fundamental de empresas inmobiliarias patrimonialistas. Con su publicación, las empresas querían satisfacer una demanda de los inversores y analistas que necesitaban disponer de un indicador de valor de mercado que se basara en datos sobre el patrimonio inmobiliario y que partiera de la información de los estados financieros auditados.

El NAV está basado en información del balance y por tanto se trata de un indicador patrimonial. Debido a su concepto claro y a la mayor utilización del valor razonable en activos inmobiliarios en los últimos años, el NAV se ha convertido en el indicador de valor más relevante de empresas inmobiliarias. Además, el NAV cumple también la función de un *proxy* para el valor fundamental contable en este tipo de empresa (Liow, 2003; Brounen y Laak, 2005).

Por otro lado, su función como indicador del valor tenía algunas limitaciones en el pasado, sobre todo porque no existía una metodología homogénea y transparente para su cálculo. Más bien, el NAV es un indicador voluntario y en la actualidad carece de reconocimiento oficial por el legislador en Europa, salvo en algunos casos excepcionales.² El hecho de tratarse de información contable voluntaria tiene la consecuencia de que el NAV no está sometido a las mismas reglas de publicidad que la información que se publica en los estados financieros consolidados. Más bien, su dato habitualmente, se publica fuera del alcance de la información contable auditada.

A pesar de estas limitaciones de publicidad, se puede observar desde hace unos años una mayor utilización del NAV por las empresas del sector y también hacia una estandarización de su metodología de cálculo. Un claro ejemplo al respecto son las *recomendaciones de mejores prácticas en la política de información (en adelante: BPR)* de EPRA (EPRA, 2011). Con la introducción de una nueva metodología para el cálculo del NAV (EPRA-NAV) se ha establecido por primera vez un procedimiento transparente y estandarizado que goza de un

alto grado de aceptación en el sector inmobiliario europeo (Deloitte, 2011).

A continuación queremos aclarar primero el concepto del NAV y las razones por las cuales este concepto se adecua especialmente al modelo de negocio de empresas inmobiliarias del tipo patrimonialista. Analizamos sus componentes y distinguimos los modelos más utilizados del NAV en la práctica. En este contexto ponemos relevancia especial en la distinción entre el uso del NAV como indicador de valor para la empresa en funcionamiento y su uso como valor de liquidación. Después resumimos las ideas principales del concepto novedoso del EPRA-NAV y las distintas clases de ajustes que se aplican en él.

Finalmente, comparamos sus características con las de otros métodos de valoración que se aplican habitualmente en inversiones inmobiliarias. Para ello hemos analizado las prácticas de valoración en este activo en una muestra de 70 empresas inmobiliarias patrimonialistas europeas que cotizan en bolsa. Concluimos este trabajo con un análisis crítico de las ventajas e inconvenientes que conlleva la aplicación del NAV en la práctica y valoramos su utilidad para reflejar adecuadamente el valor de mercado de una empresa inmobiliaria patrimonialista, aplicando criterios contables.

2. CONCEPTO DEL NAV

Una consecuencia de la ausencia de una definición comúnmente aceptada para el valor de los activos netos (NAV) es que tanto en la literatura como entre las empresas existen distintas filosofías respecto a su aplicación en la práctica. Parte de la literatura apoya su utilización como método de valoración, al menos en el caso de empresas inmobiliarias del tipo patrimonialista (Cadmus, 2009).

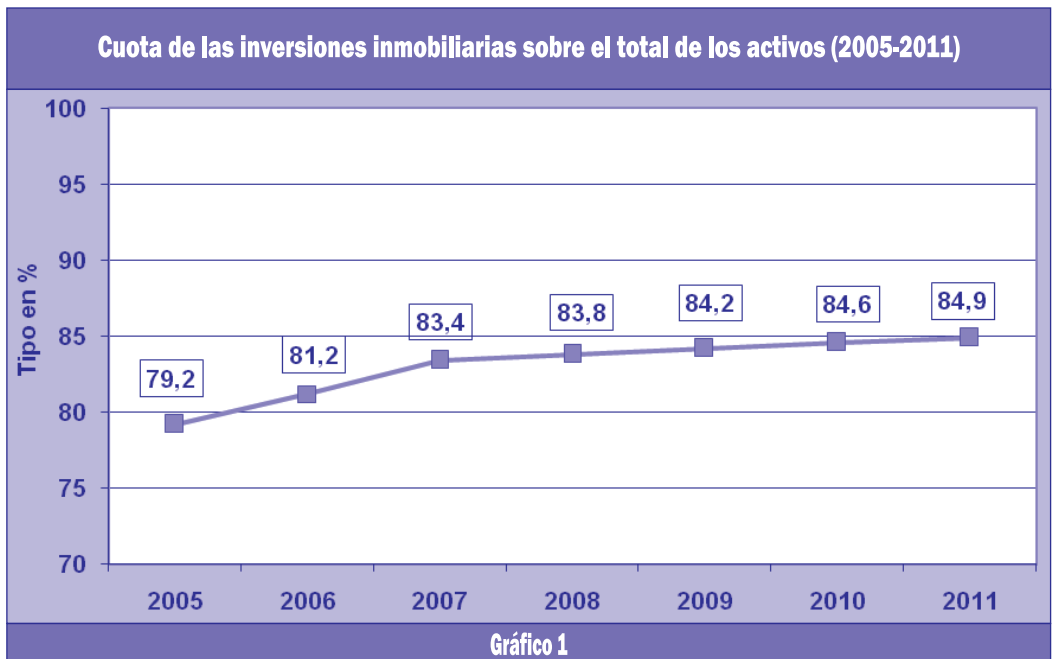
Un breve análisis de los informes anuales de empresas patrimonialistas españolas revela que existen interpretaciones muy distintas del NAV.³ Estas definiciones permiten sacar la conclusión de que existen dos enfoques mayoritarios del NAV:

- 1) El NAV en concepto de valor patrimonial de la empresa en funcionamiento
- 2) El NAV en concepto de valor de liquidación de la empresa

Por tanto, no existe homogeneidad respecto a su aplicación como valor *de la empresa en funcionamiento* o como *valor liquidativo*. Algunas empresas informan sobre ambos tipos del NAV, sin embargo la literatura científica analiza el NAV sobre todo en su concepto de valor neto de mercado de la empresa en funcionamiento (Brounen y Laak, 2005).⁴

Por tanto, este concepto del NAV parte de la idea de que todos los elementos del activo deben reconocerse a valor neto de mercado y libre de gastos de transacción (*net market value*). En la práctica, las empresas utilizan el concepto del valor razonable para informar sobre el valor de mercado de los activos, ajustado por los pasivos financieros y otras obligaciones.

El siguiente gráfico muestra que el activo de las empresas inmobiliarias patrimonialistas de la muestra se compone en su mayor parte por inversiones inmobiliarias (*property investments*) al cual hay que sumar una partida reducida de otros activos, por ejemplo, la tesorería. En este tipo de empresas cada inversión inmobiliaria está generando rentas con independencia de otros activos. Por lo tanto, una empresa inmobiliaria patrimonialista “pura”, a menudo no tiene otros elementos relevantes en el activo, que sean distintos a las inversiones inmobiliarias. Si el activo de estas empresas en su mayoría está compuesto por inversiones inmobiliarias, además, los cobros y pagos de la empresa se pueden relacionar precisamente a cada inmueble. De esta forma, es posible clasificar el patrimonio inmobiliario según unidades de cobro. La filosofía del NAV parte de la idea que la adición de los valores razonables individuales de los activos inmobiliarios refleja aproximadamente el valor razonable del conjunto del activo de esta empresa.



Fuente: elab. Propia. (En base al análisis de los estados financieros de 70 empresas inmobiliarias que cotizan en Europa).

Un papel importante, para que el cálculo del NAV sea preciso, tiene la valoración de los pasivos financieros. En empresas inmobiliarias patrimonialistas, la mayor parte de los elementos del pasivo se compone de deudas frente a terceros, concedidas a través de préstamos bancarios que se han utilizado para la adquisición de las inversiones inmobiliarias.

Una discusión abierta en la literatura trata la cuestión de si estos pasivos financieros deben reconocerse a valor razonable o a coste amortizado. Según la opinión de algunos autores, el NAV representa el valor de mercado del patrimonio neto de una empresa y por tanto debe computarse también el valor razonable de estos pasivos (Breuer, 2009). En esta línea argumentan también Capozza y Lee (1995), al opinar que la deuda con terceros a menudo tiene un tipo de interés por encima o por debajo del mercado y por eso este dato debería ajustarse.

Sin embargo, la práctica muestra que muchas empresas aplican en los estados financieros el concepto de valoración según costes amortizados para valorar sus pasivos financieros.⁵ La valoración de la deuda financiera es solo un ejemplo para el problema principal que acompaña a la utilización del NAV: la falta de homogeneidad de su cálculo que complica la comparabilidad de su dato entre empresas distintas. La ausencia de un procedimiento estandarizado ha tenido la consecuencia que en el pasado cada empresa tenía su propia filosofía respecto al cálculo del NAV. Más allá va todavía la idea del *full fair value accounting*. Este concepto supone la aplicación del valor razonable a prácticamente todos los elementos del activo y del pasivo (EPRA, 2011).

Aparte de la influencia que tienen estas tendencias recientes para el NAV, podemos resumir que el esquema básico de cálculo de NAV en empresas patrimonialistas tiene la siguiente estructura:

Esquema “tradicional” de cálculo del NAV	
+	valor razonable de las inversiones inmobiliarias
+	valor contable de los demás activos
-	valor contable de las obligaciones
=	Valor de los activos netos (NAV)

Tabla 1

Fuente: Capozza y Lee (1995)

Este procedimiento permite una rápida, pero imprecisa aproximación al NAV, porque no informa sobre el valor razonable de otros elementos, información que pudiera ser relevante para inversores y analistas.

Una segunda vía de cálculo del NAV supone restar el valor en libros de las inversiones inmobiliarias de su valor razonable. La diferencia respecto al método anterior es que se revela además el valor de las plusvalías latentes de las inversiones inmobiliarias. Este dato es

importante porque permite destapar las diferencias que existen entre el valor razonable y el coste histórico de este activo. Por tanto, una ventaja de este método es la revelación de las reservas ocultas de valor, que subyacen en las inversiones inmobiliarias. Disponer de este dato permite además, hacer una estimación más precisa de la futura carga fiscal en caso de la venta de un inmueble. A las plusvalías latentes se les suma el valor contable del Patrimonio Neto, y el NAV es el resultado de la suma de ambos.

Esquema de cálculo de NAV con revelación de las reservas ocultas

+	Valor razonable de las inversiones inmobiliarias
-	(valor de las inversiones inmobiliarias a coste histórico)
+	Valor razonable de los demás activos
-	(valor de los demás activos a coste histórico)
+	Valor contable del Patrimonio Neto
=	Valor de los activos netos (NAV)

Tabla 2

Fuente: Rehkugler y Goronczy (2009)

3. TIPOS DE NAV

El NAV como indicador del valor de la empresa en funcionamiento

Ante esta situación de ausencia de un procedimiento estandarizado de cálculo hemos observado que en la práctica existe una multitud de conceptos y filosofías del NAV.⁶ El denominador común entre estos procedimientos de cálculo del NAV es que todos utilizan el concepto del valor razonable para reconocer el valor de las inversiones inmobiliarias de la empresa. A partir de entonces, se ponen de manifiesto una serie de diferencias conceptuales, por ejemplo en el reconocimiento del valor de los siguientes elementos:

- Los impuestos diferidos sobre las ganancias de capital no realizadas.
- Los costes indirectos de la empresa.

El problema del reconocimiento de los costes indirectos surge cuando el tasador reconoce los costes indirectos a nivel de la empresa en su conjunto, pero no a nivel del inmueble individual.⁷ Si estos costes no se consideran adecuadamente en el proceso de la valoración individual de la inversión inmobiliaria, se pueden producir imprecisiones en la estimación de los flujos de caja de cada inmueble y la simple agregación de los valores individuales de los inmuebles para calcular el NAV entonces produciría errores porque el NAV se inflaría artificialmente. Una posibilidad para evitar este efecto

sería introducir un elemento de corrección que ajustaría este efecto.

El NAV como indicador de valor de liquidación de la empresa

Hemos partido hasta aquí de la idea de que el cálculo del NAV parte del principio contable de *la empresa en funcionamiento*. Sin embargo, otro uso frecuente del NAV en la práctica es su consideración como valor de liquidación de la empresa, también denominado “*triple NAV*”. El concepto del *triple-NAV* parte de la hipótesis de la liquidación inmediata de la empresa. Su liquidación supondría la venta de todos sus activos y la cancelación de todas sus deudas. Por tanto, el triple-NAV simula su disolución de la empresa y el resultado de ello es su *valor liquidativo*. (Breuer, 2009, 401).

Unas consecuencias importantes de la disolución de la empresa para el cálculo del NAV son del ámbito fiscal, si tenemos en cuenta que la venta de activos inmobiliarios genera normalmente ganancias o pérdidas fiscales. Además, en el caso del *triple NAV* hay que tener en cuenta:

- el efecto fiscal sobre los instrumentos financieros de cobertura
- los gastos de liquidación de la empresa

Una aproximación al concepto del “triple-NAV” ofrece el esquema de cálculo del valor patrimonial neto según Adserá y Viñolas (2003).

Esquema de cálculo del NAV de “liquidación”	
+	Valor de mercado de los activos
-	(Impuestos sobre plusvalías)
-	(Deudas y obligaciones)
-	(Pasivos contingentes)
=	Valor patrimonial neto (triple NAV)

Tabla 3

Fuente: Adserá y Viñolas (2003)

En todo caso, la liquidación de una empresa debe ser la situación excepcional mientras que la regla es la continuidad del negocio (EPRA 2011).⁸ Por tanto, partimos a continuación de la hipótesis que el NAV es un indicador de valor que se utiliza en la empresa en funcionamiento (*going concern basis*).

4. UN CONCEPTO INNOVADOR Y HOMOGÉNEO: EL “EPRA-NAV”

Idea y aceptación por el sector inmobiliario europeo

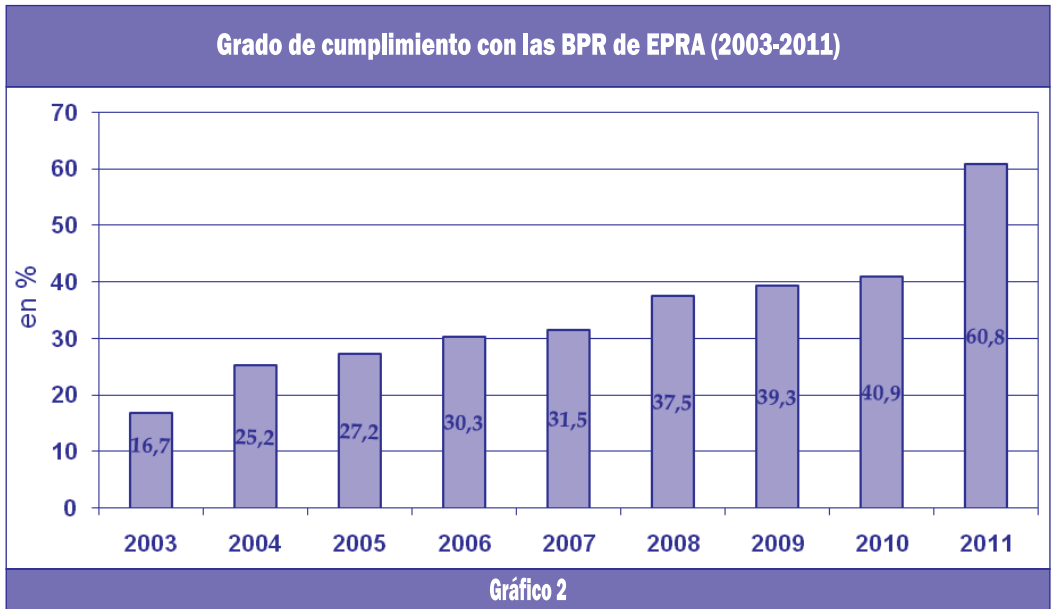
Un problema principal que disminuía la utilidad del NAV como indicador del valor fundamental en el pasado era la ausencia de un procedimiento estandarizado para su cálculo. Por lo tanto, una condición imprescindible para que el NAV tuviera mayor utilidad como indicador de valor la existencia de un procedimiento de cálculo, basado en información contable homogeneizada (Promper, 2011).

La introducción de las *Normas Internacionales de Información Financiera* (en adelante: NIIF) y de las *Recomendaciones de mejores prácticas en la política de información* (en adelante: BPR) de la EPRA supusieron una clara mejora de esta situación en Europa (EPRA, 2011 y EPRA, 2014).⁹ EPRA, en su función de representante más relevante del sector inmobiliario europeo ha establecido un procedimiento estandarizado y transparente de cálculo del NAV. Con este méto-

do de cálculo (*en adelante: EPRA-NAV*), los inversores disponen ahora de una herramienta generalmente aceptada que les permite también comparar el dato del NAV entre empresas distintas (Breuer, 2009).

Las BPR de EPRA parten de la idea que las empresas inmobiliarias europeas presenten voluntariamente información que es relevante para la determinación de su valor y que se orienta además en las necesidades de los inversores.¹⁰ El objetivo principal que persigue EPRA con las BPR es un aumento de la transparencia y de la comparabilidad de la información contable que podría afectar la determinación del NAV (Bärthel y Feussi, 2008).

La aplicación de las BPR tiene carácter voluntario, sin embargo, la presión por parte de los mercados de capital cada vez más está convirtiendo su aplicación en un hecho cuasi obligatorio. Hoy en día, la mayoría de las empresas inmobiliarias cotizadas en Europa lo aplica y se trata de un reglamento que es comúnmente aceptado por las empresas del sector (Deloitte, 2011). Además, desde el año 2006 el uso de la información contable consolidada, elaborada según las NIIF, es obligatorio para el cálculo del EPRA-NAV, por tanto su cálculo parte de una base contable común y homogénea. El siguiente gráfico indica el grado de cumplimiento de las BPR por las empresas inmobiliarias patrimonialistas que componen nuestra muestra.



Fuente: elab. propia. (En base al análisis de los estados financieros de 70 empresas inmobiliarias que cotizan en Europa).

Cálculo del NAV según la metodología EPRA

Presentamos a continuación las reglas para calcular el EPRA-NAV, según la metodología propuesta por EPRA (EPRA, 2011). Su cálculo parte del valor del patrimonio neto de la empresa, elaborado según las NIIF.¹¹ Después se realiza una serie de ajustes, primero en el patrimonio neto y después en el activo y en el pasivo, con el fin de ajustar las partidas contables a valor razonable. EPRA recomienda a las empresas publicar el dato sobre su deuda medido a valor razonable, aunque también reconoce que este enfoque puede generar problemas (EPRA, 2011).¹²

El cálculo del EPRA-NAV parte del dato del valor del patrimonio neto consolidado, elaborado según las Normas Internacionales de Información Financiera (*NAV per the financial statements, EPRA, 2011*). Sobre el patrimonio neto consolidado se aplica una serie de ajustes con los cuales se simula la conversión en capital de opciones, obligaciones convertibles y otros instrumentos de patrimonio neto. Por lo tanto,

con ello se mide el efecto que tendría la conversión de los elementos híbridos en patrimonio neto (*"diluted EPRA-NAV, after the exercise of options, convertibles and other equity interests"*).

En el siguiente paso se ajustan aquellos elementos del activo a valor razonable que en el balance consolidado se han medido a coste histórico u otro concepto de valor, distinto del valor razonable. Este ajuste se hace con el fin de revelar las reservas ocultas de valor de aquellos activos inmobiliarios que no se han medido previamente a valor razonable. El cumplimiento de este requisito en caso de inversiones inmobiliarias solamente tiene relevancia para aquellas empresas que todavía las valoran a costes históricos (NIC 40.30).

Para los inmuebles que pertenecen al inmovilizado material (IAS 16) y que estén reconocidos a costes históricos se tiene que realizar el mismo tipo de ajuste, igual que para los inmuebles del activo no corriente, mantenidos para la venta (NIIF 5).¹³

Esquema de cálculo del EPRA-NAV	
	Patrimonio Neto Consolidado (según NIIF)
+/-	Simulación de la conversión de opciones, obligaciones convertibles y otros instrumentos del patrimonio neto, en capital social.
=	Ajustes para calcular el NAV diluido (SEGÚN EPRA)
+	A incluir: (include)
(1.a)	Revalorización de las inversiones inmobiliarias (si constan en el balance a costes históricos, NIC 40.56)
(1.b)	Revalorización de las inversiones inmobiliarias en construcción (si constan en el balance a costes históricos, NIC 40.56)
(1.c)	Revalorización de otras inversiones no corrientes (NIC 16; NIIF 5)
(2)	Revalorización de los contratos por arrendamientos operativos, si constan en el balance como arrendamientos financieros (NIC 17)
(3)	Revalorización de las existencias (NIC 2)
-	A excluir: (exclude)
(4)	Valor razonable de los instrumentos financieros de cobertura
(5.a)	Impuestos diferidos (pertenecientes a las inversiones inmobiliarias)
(5.b)	Impuestos diferidos (pertenecientes al fondo de comercio adquirido)
+/-	A incluir/a excluir:
	Ajustes del valor de las participaciones en el caso de negocios conjuntos (punto 1 a 5)
=	EPRA-NAV (diluido)

Tabla 4

Fuente: Traducción desde el inglés, en base a EPRA (2011)

Después se ajustan las diferencias valorativas al valor razonable en el caso de los arrendamientos financieros, cuando estos hayan sido clasificados como arrendamiento operativo (NIC 17.8). Finalmente, y siempre y cuando haya inmuebles, reconocidos como existencias, éstos tienen que ajustarse también a valor razonable, si en el balance están medidos a costes o a valor neto realizable (IAS 2.9).

A continuación debe excluirse el valor razonable de los instrumentos financieros de cobertura de riesgos y de los impuestos diferidos. La razón para este ajuste se basa en el modelo de negocio de la empresa inmobiliaria patrimonialista. EPRA parte de la hipótesis, que una empresa patrimonialista va a mantener sus inversiones inmobiliarias hasta el final de su vida útil y que no las va a vender antes. En este supuesto los instrumentos financieros de cobertura solamente se adquieren para cubrir riesgos y por eso las mantendría en el portfolio hasta su

fecha de vencimiento (*hedging purpose*). En consecuencia, beneficios o pérdidas potenciales que surgirían en caso de su venta, tampoco se materializarían.¹⁴ Sin embargo, vemos esta hipótesis con cierta reserva porque la venta de inversiones inmobiliarias, sobre todo con el fin de optimizar la propia cartera de inmuebles, es una práctica habitual en empresas patrimonialistas.

Una idea similar se manifiesta en los *BPR* para el caso de los impuestos diferidos que podrían recaer sobre un inmueble de inversión, en caso de su venta. EPRA parte de la hipótesis según la cual una empresa patrimonialista no venderá sus inversiones inmobiliarias antes de que éstas hayan alcanzado el fin de su vida útil (EPRA, 2014). Por otro lado, la exclusión de los impuestos diferidos del cálculo del EPRA-NAV, puede tener sentido si adoptamos la postura de un inversor internacional. Al inversor extranjero le puede interesar saber el valor de una inversión inmobiliaria, antes del gravamen por

impuestos. La eliminación del efecto de los impuestos diferidos permite al inversor adoptar un punto de vista más neutral en su toma de decisiones, si no se tienen en cuenta los efectos fiscales.¹⁵

La adquisición de participaciones de otras empresas inmobiliarias puede generar un fondo de comercio en el activo. El potencial efecto fiscal que tendría la venta de estas participaciones en el futuro para una empresa (ganancia o pérdida patrimonial), se ajusta en este punto del cálculo del EPRA-NAV.¹⁶ El último paso en la determinación del EPRA-NAV es el ajuste de valor de aquellas participaciones vinculadas a negocios conjuntos, si las hubiera (*joint-ventures*).

En todo caso, la primera aplicación de la metodología *EPRA-NAV* supondría un esfuerzo adicional de tiempo y de costes para una empresa, sobre todo en lo que al cálculo de la conversión de instrumentos híbridos en capital se refiere (Promper, 2011).

5. ANÁLISIS CRÍTICO DEL NAV

El cálculo del valor de los activos netos (NAV) está basado en datos que proceden del balance y por eso tiene algunas características particulares. El análisis de la utilidad del NAV debe hacerse además, comparándolo con otros métodos de valoración que se apliquen habitualmente en el sector inmobiliario.

Adecuación exclusiva para empresas inmobiliarias patrimonialistas

En primer lugar, queda claro que la utilización del NAV como indicador del valor tiene mayor utilidad para empresas inmobiliarias del tipo patrimonialista porque éstas tienen normalmente una estructura del activo poco compleja, sobre todo cuando no exista un inmovilizado intangible o cuando la cuota de los intangibles sea mínima. Además, las inversiones inmobiliarias generan rentas con independencia de otros activos. Estas circunstancias permiten valorar una empresa inmobiliaria patrimonialista a través de la agregación de los elementos de su activo y restar después los elementos del pasivo.

Esta situación cambia en empresas inmobiliarias que pertenecen a otros sectores, como, por ejemplo, la construcción, la promoción o la comercialización de inmuebles, porque en ellas una parte importante del activo normalmente está compuesto por elementos del inmovilizado inmaterial (fondo de comercio, licencias y concesiones, etc.). A menudo existen sinergias entre estos intangibles con los demás activos que complican su valoración y la mera agregación de los elementos del activo no tiene sentido para calcular su valor.

Análisis de los puntos débiles y de las ventajas del NAV

A pesar de su alto grado de aceptación por las empresas del sector y los inversores, el concepto del NAV ofrece también algunas debilidades. Un punto de crítica común al concepto del NAV es que no contiene información sobre el futuro potencial del reparto del dividendo. Más bien, el NAV es un valor estático, mientras que el cálculo del potencial del reparto del dividendo depende de magnitudes de flujos, sobre las cuáles el NAV no informa. Si un inversor estuviera interesado principalmente en información sobre el futuro potencial de reparto de dividendos, el método NAV no tendría mayor utilidad para él.

Un conflicto que puede afectar la exactitud del dato del NAV se da por el hecho de que en la *valoración individual* de las inversiones inmobiliarias se utiliza frecuentemente un método, basado en la estimación de los flujos de caja (DCF). Utilizar este método significa tener que hacer estimaciones de los flujos de caja futuros y de las tasas de descuento. Si se cometiesen errores en estas estimaciones, en consecuencia el valor estimado para el inmueble también sería impreciso.

En este contexto hay que tener en cuenta que la valoración de los inmuebles se efectúa a menudo con una periodicidad anual o bianual. Estos datos se publican frecuentemente con el retraso de unos meses en el balance y en la memoria. En consecuencia, el NAV siempre refleja un valor del pasado. Una solución para mejorar su actualidad, sería aumentar las frecuencias anuales de valoración, algo que es habitual en los fon-

dos de inversión que determinan el NAV de sus participaciones incluso diariamente. Sin embargo, el problema de la menor actualidad de los datos no afecta exclusivamente al NAV, más bien es un problema que tiene en común con otros métodos de valoración. El único indicador de mercado que hace una estimación actual del valor de mercado de una empresa sigue siendo la bolsa.

Por otro lado, el NAV ofrece una serie de ventajas entre las cuales destaca su sencillez. El NAV establece un nexo causal directo entre el valor de mercado de la empresa y el valor de mercado de sus inmuebles. Esta relación es de fácil comprensión, especialmente, en el caso de las empresas inmobiliarias patrimonialistas. Además, para el cálculo del NAV se requiere una menor cantidad de datos que en otros procedimientos de valoración y estos datos están disponibles públicamente a través de los estados financieros auditados y de la información contable voluntaria. Este hecho supone una ventaja importante para los inversores externos porque los datos utilizados en otros procedimientos de valoración a menudo son de uso interno y por ende no están disponibles públicamente.

Posición del NAV frente a otros métodos de valoración

Una idea principal del NAV es deducir del valor individual de las inversiones inmobiliarias al valor de la empresa en su conjunto. Esta metodología permite a los inversores formarse una opinión sobre el valor de la empresa, que está basada en el conocimiento del valor individual de sus activos, algo que no ocurre en otros métodos de valoración (p.ej., en métodos que están basados en múltiples).

En este contexto es importante hacer una aclaración de la relación que tiene el NAV con el método de la estimación de los flujos de caja (DCF). En el sector inmobiliario, el uso de un método de valoración, basado en flujos de caja tiene dos aplicaciones principales:

- 1) La valoración de una inversión inmobiliaria.
- 2) La valoración de una empresa inmobiliaria como conjunto de sus inversiones y obligaciones.

Es importante matizar que el uso de un método DCF para valorar una empresa es un procedimiento mucho más complejo que su uso en el caso de la valoración individual de un inmueble. Este hecho se manifiesta en el mayor número de variables que influyen en el proceso de la valoración de una empresa, parte de ellas además están basadas en proyecciones de futuro. Adicionalmente, si se utiliza el método DCF para valorar una empresa, se debe tener en cuenta, el objetivo que persigue la valoración, el mercado en el que se opera y el perfil de los competidores (*Caboblanco Santamaría, 2011*).

Fernández López (2005) opina que los métodos basados en el descuento de flujos de efectivo son los métodos conceptualmente “correctos”. Esta opinión se basa en la idea de que el valor de una empresa depende de su capacidad de generar flujos de efectivo en el futuro y por ende en su capacidad de pagar dividendos. Pero la calidad de una valoración, si se aplica el procedimiento DCF, depende también de la capacidad del tasador de estimar adecuadamente los flujos de caja futuros y los componentes que forman la tasa de descuento. La estimación de estas variables es un procedimiento complejo y la comisión de pequeños errores puede llevar a un resultado de valor incierto para la empresa en su conjunto.

Por lo tanto, frente a los argumentos que favorecen al método DCF en la teoría, hay argumentos contundentes que cuestionan su aptitud para la práctica. Otra desventaja del método DCF es el mayor esfuerzo que supone la consecución de los datos para realizar la valoración. Mientras que la valoración de un inmueble individual se puede realizar con un menor número de variables, el número de variables se incrementa notablemente en el caso de la valoración de la empresa, siempre y cuando se aplique este método (*Caboblanco Santamaría, 2011*).

Otro argumento en contra de la metodología DCF es que los datos que se utilizan a menudo no están disponibles al público. Las empresas habitualmente no publican estos datos y esta situación impide al inversor externo repasar los distintos pasos de la valoración. Esto en fin, reduce la fiabilidad de la información sobre el valor de la empresa, si se aplica un método, basado en la estimación de los flujos de caja (*Bärthel y Feusi, 2008*).

Por lo tanto, la utilización de la metodología DCF es más fiable cuando se aplica este método a nivel del inmueble individual que cuando se aplica a nivel de la empresa en su conjunto. En conclusión, el método DCF es un método altamente sensible frente a errores en la estimación de los datos, algo que no ocurre en la misma medida en el caso del NAV.

6. CONCLUSIONES

Desde hace unos años el NAV se ha establecido como un indicador que es comúnmente aceptado entre analistas e inversores y que informa sobre el valor fundamental de empresas inmobiliarias que cotizan en bolsa. Hoy en día, la mayoría de estas empresas publica el dato del NAV y también una gran parte de la literatura apoya su utilización como método de valoración.

Un obstáculo importante para la comparabilidad y por ende para la utilidad del NAV como indicador del valor fundamental en el pasado ha sido la ausencia de un procedimiento de cálculo estandarizado. Por tanto, el quizás mayor progreso en el desarrollo del concepto del NAV que hemos observado ha sido la presentación del procedimiento “EPRA-NAV”. Con este nuevo método de cálculo se ha logrado por primera vez que el sector inmobiliario patrimonialista en Europa dispone de un indicador que permite a las empresas publicar información sobre su valor y que cumple con los requisitos de comparabilidad y transparencia.

Un factor clave que determina la utilidad del NAV como indicador de valor es la estructura del activo de una empresa y si las inversiones inmobiliarias son el activo mayoritario. Por eso, son las empresas inmobiliarias patrimonialistas las que mejor se adaptan al concepto del NAV. Tener un activo con una estructura simple, sin mayor influencia del inmovilizado inmaterial, permite aproximarse al valor de la empresa a través de la agregación del valor de los activos individuales.

Por tanto, el alto grado de aceptación de la metodología NAV por el sector se basa en la sencillez de su concepto y en la buena aplicabilidad de este concepto en la práctica. Además, la buena disponibilidad de

datos, a través de la información que proporcionan los estados financieros, es otro argumento a favor de este método de valoración. Un aspecto criticable es el enfoque estático y retrospectivo del NAV. Destaca además, la menor flexibilidad del NAV para adaptarse a nuevos acontecimientos que son relevantes para la determinación del valor de la empresa y que no presenta información sobre el futuro pago de dividendos. En relación a otras metodologías de valoración, parece que el método DCF presenta un fundamento teórico superior, mientras que las ventajas del NAV se centran en una mejor utilidad práctica y en el hecho de ser menos sensible frente a errores en la estimación de las variables de su cálculo.

La utilización del dato del patrimonio neto consolidado, elaborado según las NIIF, como base de cálculo del EPRA-NAV y el alto grado de aceptación por las empresas del sector subrayan aún más la importancia que el NAV ha adquirido en los últimos años como indicador del valor fundamental de estas empresas. Está por ver si esta mayor importancia finalmente puede ser también un argumento para que el NAV pase de ser información contable voluntaria y en el futuro las empresas inmobiliarias patrimonialistas tendrán que informar obligatoriamente sobre este dato.

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adsera, X. y Viñolas, P., 2003: *Principios de valoración de empresas*, Ediciones Deusto, Bilbao.
- Bärthel, J. y Feusi, M., 2008: Gestaltungsspielraum bei der Net-Asset-Value-Berechnung – Best Practice Recommendations der EPRA dienen der transparenten NAV-Berechnung, *Real Estate Magazin*, 5/2008, 22-25.
- Breuer, W., 2009: Freiwillige Transparenz: Die EPRA Best Practice Policy Recommendations, en: Rehkugler, H., ed. *Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt*, Oldenbourg Verlag, München, 382-402.
- Brounen, D. y Laak, M., 2005: Understanding the Discount: Evidence from European Property Shares, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 11, n° 2, 241-251
- Caboblanco Santamaría, L., 2011: Valoración de empresas: metodología del descuento de flujo de caja (DCF), *Estrategia Financiera*, n° 289, 40-47.

Cadmus, A., 2009: REIT-Strukturen: Forderungen und Folgen, en Rehkugler, H., ed. *Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt*, Oldenbourg Verlag, München, 37-56.

Capozza, D. y Lee, S., 1995: Property Type, Size and REIT Value, *Journal of Real Estate Research*, Vol. 10, nº 4, 363-379.

Deloitte, 2011: EPRA Annual Report Survey 2011/12, disponible en:

http://www.epra.com/media/EPRA_Deloitte_BPR_awards_report_1347281187297.pdf

(consultado el 15 de abril de 2014)

EPRA (2011): Best Practice Recommendations, agosto 2011, disponible en:

http://www.epra.com/media/EPRA_BPR_2011_1371135424024.pdf

(consultado el 15 de abril de 2014)

EPRA (2014): Best Practice Recommendations, Additional Guidance, enero 2014, disponible en:

http://www.epra.com/media/BPR_Additional_Guidance_Jan2014_1391162517755.pdf

(consultado el 15 de abril de 2014)

Fernández López, P., 2005: *Valoración de empresas – Cómo medir y gestionar la creación de valor*, 3ª edición, editorial GESTIÓN 2000, 25-72.

Liow, K., 2003: Property Company Stock Price and Net Asset Value: A Mean Reversion Perspective, *Journal of Real Estate Finance and Economics* 27, 2 (Sep 2003), 235-255.

Promper, N., 2011: Zeitwertbilanzierung bei Immobilienunternehmen unter Berücksichtigung der EPRA-Kennzahl „Diluted EPRA net asset value“ – Umsetzungsstand in der Praxis, *IRZ*, nº 10, octubre 2011, 439-445.

Rehkugler, H. y Goronczy, S., 2009: Der Net Asset Value (NAV) als spezifische Methode der Wertfindung bei Unternehmen, en: Rehkugler, H., ed. *Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt*, Oldenbourg Verlag, München, 78-83.

Notas

- 1.- Utilizaremos en adelante el término “NAV”, haciendo referencia al término inglés “Net Asset Value”, respectivamente a la traducción “valor de los activos netos” en castellano. Sin embargo, existen más términos que se aproximan al concepto del NAV, por ejemplo valor sustancial o valor contable ajustado.
- 2.- Por ejemplo, en Alemania la ley estatal sobre la regulación de inversiones (*Investmentgesetz*) reconoce el uso del

NAV como método oficial para calcular el valor diario de las participaciones de los fondos de inversión en el sector inmobiliario.

- 3.- Ejemplos que ponen de manifiesto las interpretaciones distintas que existen del NAV y que ofrecen las memorias de las siguientes empresas inmobiliarias patrimonialistas, en las cuales se define al NAV como:

- *Valor patrimonial neto (Reyal Urbis, Informe 2008, p. 36)*

- *Valor liquidativo de los activos (Inmobiliaria Colonial, Informe 2009, p. 61)*

- *Valor neto de la sociedad (Metrovacesa, Informe 2010, p. 41)*

- *Valor liquidativo neto (Realia, Informe 2010, p.73)*

- 4.- *Brounen y Laak (2005)* definen al NAV de la siguiente manera:

“Net Asset Value is defined as the net market value of all company’s assets, including but not limited to its properties, after subtracting all its liabilities and obligations”

- 5.- En nuestra muestra de 70 empresas inmobiliarias europeas, más de la mitad de ellas utiliza el método del coste amortizado para reconocer el valor de la deuda financiera.
- 6.- Entre las 70 empresas inmobiliarias europeas analizadas hemos encontrado una situación de mayor diversidad entre los conceptos del NAV. Algunas empresas utilizan el dato del patrimonio neto, elaborado según las reglas de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para informar sobre el dato del NAV. La mayoría de las empresas parte en su estimación del NAV del principio de la empresa en funcionamiento (*going concern*) pero también hay empresas que publican el NAV en su función de valor de liquidación (*liquidation NAV*). Por otra parte, algunas empresas utilizan términos no estandarizados en los NIIF para informar sobre el dato del NAV, tal y como “valor intrínseco” (*intrinsic value*) o “valor fundamental” (*fundamental value*) pero no informan sobre el procedimiento de su cálculo. Otro punto que puede generar conflictos en la determinación del NAV es la consideración de los dividendos. La mayoría de las empresas excluye el dividendo antes de calcular el NAV (*dividend excluded*), pero algunas empresas lo incluyen (*NAV before distribution of profit*). También es un hecho común que una misma empresa publica dos o más conceptos del NAV a la vez.
- 7.- Ejemplos para costes indirectos (*overhead costs*) son los salarios de los directivos o los de material de oficina.
- 8.- *However, NAV reported in the financial statements under IFRS does not provide stakeholders with the most relevant information on the fair value of the assets and liabilities*

- within an ongoing real estate investment company with a long-term investment strategy.*" EPRA (2011)
- 9.- La EPRA (*European Public Real Estate Association*) se constituyó en 1999. Sus miembros, son en la mayoría empresas inmobiliarias europeas que cotizan en bolsa, además, representantes de grandes empresas de auditoría y bancos de inversión. Su objetivo principal es "*to promote, develop and represent the European Public Real Estate Sector*", es decir promocionar, desarrollar y representar al sector inmobiliario europeo. EPRA pretende conseguir este fin a través de la publicación de recomendaciones de buenas prácticas (*Best Practice Policy Recommendations*) para el sector inmobiliario, cuya aplicación es voluntaria, pero cuyo cumplimiento se ha convertido en una práctica común. Con ello, EPRA persigue el fin de ajustar la información que contienen los estados financieros, elaborados según normativa IFRS, a las necesidades del sector inmobiliario. Sin embargo, EPRA no se considera a sí mismo como un regulador contable (*accounting body*) ni como un regulador de normas de valoración (*valuation body*), pero mantiene un alto nivel de colaboración con el IASB y el IVSC; Breuer (2009).
 - 10.- EPRA propone en las BPR además, un procedimiento de cálculo, adaptado a las características especiales del sector inmobiliario, para el beneficio (*EPRA Earnings*), la rentabilidad inicial de una inversión (*Net Initial Yield*) o la tasa de desocupación de los inmuebles arrendados (*EPRA Vacancy Rate*). Con ello se pretende adaptar la información contable, elaborada según las reglas generales de las NIIF, a las necesidades del sector inmobiliario.
 - 11.- Esta información tiene que estar disponible para cada empresa inmobiliaria que cotiza y está ubicada en la UE. Todas las empresas comunitarias que cotizan en bolsa, desde 2005, obligatoriamente tienen que elaborar sus estados financieros consolidados, utilizando las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
 - 12.- "*Companies should include the fair value of all debt. EPRA recognizes that this may be more difficult to determine in the case of non-traded debt although this can be done, for example, with reference to the latest terms that could be obtained for a similar type of financing, or through discounted cashflow techniques.*" EPRA (2011)
 - 13.- Si se ha optado por utilizar la valoración según coste amortizado para estos activos inmobiliarios, la empresa tiene que determinar su valor razonable y añadir la diferencia entre ambos para el cálculo del NAV. Si la empresa dispusiera además, de otros activos no inmobiliarios que no constan con su valor razonable en el balance, se tendría que ajustar la diferencia entre ambos e incorporar este dato al NAV. "*Include the valuation increase/decrease to fair value of any other non-current investment where fair value can be reliably determined.*"; EPRA (2011).
 - 14.- "*assets and liabilities that are not expected to crystallise in normal circumstances such as the fair value of financial derivatives and deferred taxes on property valuation surpluses are therefore excluded.*"; EPRA (2011)
 - 15.- En todo caso, la información sobre el impacto fiscal de una transacción no se omitiría, sino que se tendrá en cuenta a continuación en el cálculo del triple-EPRA-NAV. "*Exclude any deferred tax included in the financial statement under IFRS in respect of the difference between the fair value and book value of investment property, development property held for investment or other non-current investments as this would only become payable if the assets were sold. Deferred tax assets or liabilities in respect of these items are included in calculating the Epra Triple Net asset Value (NNNAV)*"; EPRA (2011).
 - 16.- "*Where goodwill is included on the balance sheet as a result of a deferred tax liability that is eliminated as a result of this adjustment, the goodwill should be excluded.*"; EPRA (2011).