
ENTREVISTA PABLO FERNANDEZ



En la actualidad Pablo Fernandez es Profesor Ordinario del Departamento de Dirección Financiera y Titular de la Catedra PriceWaterhouseCoopers de Finanzas del IESE. Además, tiene una extensa labor como consultor de numerosas empresas y bancos.

El Profesor Fernandez es Doctor en Business Economics y Master en Economía de la Empresa por la Universidad de Harvard. Es además ingeniero industrial de la Universidad de Navarra.

El Profesor Fernandez tiene amplia experiencia como autor de libros y numerosos papers, notas técnicas y artículos. Cabe destacar dentro de estos "The value of Tax Shields is not equal to the Present Value of Tax Shields" publicado en el Journal of financial Economics. También publicó el artículo "A New Formula For Value Creation" en el Financial Times.

El profesor Fernandez es el autor con mayor numero de artículos descargados (entre mas de 300.00 autores) desde 2016.

Su libro Valoración de Empresas y Sensatez es una de sus publicaciones mas conocidas y la razón de esta entrevista.

Para mi ha sido un gusto seguir la carrera de Pablo Fernandez y verlo hoy como uno de los principales consultores de empresa en Europa, tuve el privilegio de hacer el curso de opciones con el y guardo los mejores recuerdos, **Alfonso Bulnes, CFA.**

Después de leer tu libro Valoración de Empresas y Sensatez, me queda como sensación general que hay tantos valores para una misma empresa como expectativas de rentabilidad y riesgo tengan los diferentes inversionistas. Es decir, al igual que en el caso de la relatividad de las velocidades en la física de Einstein, aquí el valor de las empresas depende del observador, la única cota que tendría es que los supuestos sean sensatos. ¿Es correcta esta interpretación? Si la respuesta es afirmativa ¿qué valor tiene un trabajo realizado por un banco de inversión respecto de la valoración de una empresa?

Una valoración de una empresa es siempre una opinión.

Una empresa suele tener distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compra-venta de una empresa.

Esta diferencia en el valor de una empresa concreta se puede deber a múltiples razones. Por ejemplo, una gran empresa extranjera muy avanzada tecnológicamente desea comprar otra empresa nacional, ya conocida, para entrar en nuestro mercado aprovechando el renombre de la marca local. En este caso, el comprador extranjero tan sólo valorará el reconocimiento de la marca pero no valorará las instalaciones, maquinaria, etc., ya que él mismo dispone de unos activos más avanzados. Por el contrario, el vendedor sí que valorará muy bien sus recursos materiales ya que están en situación de continuar produciendo. De acuerdo con el punto de vista del primero, se trata de determinar el valor máximo que debería estar dispuesto a pagar por lo que le aportará la empresa a adquirir; desde el punto de vista del vendedor se trata de saber cuál será el valor mínimo al que debería aceptar la operación. Estas dos cifras son las que se confrontan en una negociación en la cual finalmente se acuerda un precio que está generalmente en algún punto intermedio entre ambas.

Una empresa también puede tener distinto valor para diferentes compradores por otras razones: distintas percepciones sobre el futuro del sector y de la empresa, distintas estrategias, economías de escala, economías de complementariedad...

Coincido contigo respecto de la visión crítica hacia el CAPM, sin embargo, aunque han aparecido muchos críticos importantes, se sigue usando bastante, ¿a qué crees se debe esto?

La razón fundamental es para que la valoración parezca más "científica", "seria", "intrigante", "impenetrable"... a pesar de utilizar una teoría (CAPM) que es absurda y los resultados de su aplicación son, lógicamente, ridículos. Realicé una encuesta entre profesores de finanzas (<http://ssrn.com/abstract=1419919>) y sus respuestas con muy ilustrativas.

Producto de la pandemia que estamos viviendo, ¿ves muchos activos desalineados entre lo que debiera ser su valor razonable y el valor de transacción actual? ¿Tienes un par de ejemplos?

En Europa casi todos los activos de renta fija y renta variable están sobrevalorados debido a la compra masiva de bonos por parte del Banco Central Europeo. Pero esta compra masiva (que no sé por qué se suele llamar "quantitative easing") empezó en 2015, mucho antes de la pandemia. La pandemia produjo un descenso de cotizaciones en marzo (menos pronunciado que en crisis anteriores) seguido de un ascenso notable en abril y mayo. No es razonable pagar por un bono del Estado a 10 años más que la suma de los flujos que pagará el bono (IRR negativa).

Debiésemos esperar un crecimiento en el volumen de transacciones de fusiones y adquisiciones en aquellas empresas que se han visto afectadas por la pandemia del Covid-19, la mayor dispersión tanto en las estimaciones de crecimiento futuro como en las tasas de descuentos a utilizar en los distintos negocios, ¿abrirá mayores opciones de transacción?

No soy profeta, pero creo que sí habrá bastantes compra-ventas de empresas, sobre todo de empresas no cotizadas en bolsa. Eso se deberá en parte a la pandemia, pero fundamentalmente al desbarajuste de precios (y alternativas de inversión) debido al "quantitative easing" del Banco Central Europeo. ¿Invertiría usted en un bono del Estado a 10 años con IRR negativa?

En el pasado hemos visto un gran número de empresas que han falseado la contabilidad, muchas de ellas terminaron muy mal. En tu experiencia, ¿cuáles son las partidas contables predilectas? y con las que hay que tener mucho cuidado a la hora de hacer la valoración de una empresa.

Conviene recordar que la contabilidad es una opinión. En 35 años de docencia y práctica profesional he detectado mucha confusión en la **interpretación** de la contabilidad por distintos usuarios de la misma: estudiantes, directivos, consejeros, periodistas, jueces, economistas, abogados, profesores... Proviene de ignorar que:

a) el balance y la cuenta de resultados de una empresa son "**una versión**" (entre varias posibles) de la historia de la empresa,

b) **sólo dos cifras** son indiscutibles: la caja y la deuda financiera (en balances consolidados también son discutibles), y

c) **sólo hay dinero en la caja**. Todas las demás cuentas son números estirables y encogibles, pero no dinero.

Las partidas más "estiradas y encogidas" que he visto son provisiones, incobrables, valor de la marca y fondo de comercio. Y falsedades en facturas a cobrar por ventas o servicios inexistentes y facturas a pagar por ventas o servicios (o pagos) que no se registran en la contabilidad.

Al revisar muchos casos de valoración de empresas como es tu caso, en que también te ha tocado ver innumerables errores en dichas valoraciones, ¿principalmente estos se deben a una falta de sensatez o de sencillez?

Siempre a falta de sensatez y a inexperiencia. A veces ignorancia sobre qué es una valoración. Muchas veces aderezadas por el "hay que acabar y cobrar por la valoración cuanto antes".

Me hace mucho sentido tu afirmación que cada inversor hará una valoración distinta de una misma empresa acorde a sus expectativas de desarrollo y a su percepción de riesgo y que, por lo tanto, aunque el valor es objetivo, es distinto para cada inversor. Visto así el mayor "arte" de un banco de inversión está en exponer el negocio al cliente adecuado y exponer el potencial adecuado del mismo y no en la metodología de valoración, en la medida que esta esté correcta. Favor comentar.

Yo creo que la valoración de una empresa no es sólo ni arte ni ciencia: es un oficio. La valoración de una empresa es un ejercicio de sensatez que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Sensatez y conocimientos técnicos son necesarios para no perder de vista: ¿**qué** se está haciendo?, ¿**por qué** se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿**para qué** y **para quién** se está haciendo la valoración? Casi todos los errores en valoración se deben a no contestar adecuadamente a alguna de estas preguntas, esto es, a falta de conocimientos o a falta de sensatez (o a la falta de ambos).

Si se dispone de 10 días para realizar una valoración, mi consejo es dedicar un máximo de 1 hora a la tasa de descuento y el resto de ese día y los otros nueve a los escenarios de flujos (competencia, ventajas competitivas, reguladores, análisis de los directores...)

*"La **experiencia** no consiste en el número de cosas que se han visto, sino en el número de cosas que se han reflexionado". José María de Pereda, escritor. 1833-1906.*