

El uso del EBITDA y sus limitaciones: reflexiones sobre la Opinión Emitida 4/2016 de la Comisión de Principios y Normas de Contabilidad de AECA



María Cristina Abad Navarro
Universidad de Sevilla

El EBITDA ('Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization') es una medida financiera no oficial, utilizada en muchos casos para aproximar la tesorería disponible para el pago de intereses y el servicio de la deuda. A pesar de las críticas que recibe, su uso se sigue generalizando.

La nueva Opinión Emitida por la Comisión de Principios y Normas de Contabilidad de AECA en diciembre de 2016 sobre 'Concepto y uso del EBITDA como recursos generados en la explotación' constituye una magnífica oportunidad para aclarar su significado, así como homogeneizar su uso entre las empresas españolas.

Introducción

El EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) es una medida alternativa de rendimiento no definida por la normativa contable, cuyo uso se ha generalizado en los últimos años. Esta medida se puso de moda en los Estados Unidos en los años 80 y 90 para determinar la capacidad de la empresa para atender sus deudas entre los promotores de las compras apalancadas, bajo el argumento de que las depreciaciones y amortizaciones son gastos que no suponen movimientos de tesorería, por lo que los fondos que generan deberían estar disponibles para atender la deuda. Posteriormente el EBITDA se empieza a utilizar para todo tipo de empresas, con independencia de sus circunstancias.

Desde entonces se han puesto de manifiesto numerosas críticas al uso del EBITDA como aproximación a los flujos de efectivo y, a pesar de ellas, su utilización se ha generalizado en el cálculo de los *covenants* financieros¹. Tal uso implica considerarlo equivalente a un flujo de efectivo y que está disponible para el pago de intereses y a servicio de la deuda, ignorando por tanto las necesidades de inversión en el capital corriente y de reinversión en activo fijo. Si la empresa utiliza tesorería generada internamente para financiar esas inversiones, entonces el EBITDA no está disponible para atender la deuda.

A pesar de las críticas, su uso se sigue generalizando, aunque en algunos casos pueda ofrecer una visión algo «azucarada» del rendimiento de la empresa. La falta de una definición estandarizada, además, pone en duda su comparabilidad. Por todo lo anterior, la nueva Opinión Emitida por la Comisión de Principios y Normas de Contabilidad de AECA en diciembre de 2016 sobre *Concepto y uso del EBITDA como recursos generados en la explotación* proporciona una excelente aclaración de la utilización del EBITDA como recursos generados en la explotación y no como aproximación a los flujos de efectivo.

¹ Entre los *covenants* financieros más utilizados se encuentran el ratio de gastos financieros / EBITDA o el de Deuda/EBITDA, o variaciones de los mismos.



OE 4/2016 de la Comisión de Principios y Normas de Contabilidad de AECA sobre *El concepto y uso del EBITDA como recursos generados en la explotación*

La nueva Opinión Emitida de la Comisión de Principios y Normas de Contabilidad de AECA constituye una magnífica oportunidad para aclarar el significado del EBITDA, así como homogeneizar su uso entre las empresas españolas.

El documento define el EBITDA como una medida de carácter económico, también denominada Resultado Bruto de la Explotación (RBE), que muestra «el excedente de los ingresos de la explotación sobre los gastos relativos a esos ingresos, que la entidad debe atender en el ejercicio considerado», lo que se aproximaría a una medida de recursos generados por la explotación², pero no a una medida de tesorería generada en la explotación, como bien se aclara en la Opinión Emitida. La propuesta de la Comisión es, además, que en la determinación de ese excedente, la empresa considere solamente los ingresos y gastos de carácter recurrente³, excluyendo todos los componentes de carácter excepcional o extraordinario. Para ello se propone el siguiente esquema para su cálculo de forma indirecta:

	Resultado del ejercicio (operaciones continuadas)
+/-	Impuesto sobre beneficios
-	Ingresos financieros
+	Gastos financieros
=	Resultado de la explotación
+	Depreciación y amortización (netas)
-	Ingresos de explotación no recurrentes
+	Gastos de explotación no recurrentes
=	Resultado bruto de la explotación (EBITDA)

Para que la publicación de esta medida resulte de utilidad para los analistas financieros y demás usuarios de la información, la Comisión indica que es necesario que este cálculo sea justificado a través de la publicación de un cuadro de conciliación que detalle su cálculo a partir de variables contables estandarizadas de acuerdo con el marco normativo que sea aplicable. De esta forma, los usuarios podrán valorar la razonabilidad de los ajustes considerados por la empresa, añadir otros o incluso revertir parte de los mismos, si lo consideran necesario.

Otro aspecto importante que se señala en el documento es la necesidad de ser coherente en la clasificación de los ingresos y gastos como recurrentes, para asegurar la necesaria comparabilidad en el tiempo. Ello implica que la

2 Las actividades de explotación se definen en la Opinión Emitida como aquellas «de las que proceden los ingresos habituales de la empresa».

3 Las actividades recurrentes se definen en la Opinión Emitida como aquellas «que se repiten o pueden repetirse periodo tras periodo, a consecuencia de los esfuerzos y actuaciones de gestión habituales de los responsables de las operaciones de la entidad».

El documento define el EBITDA como una medida de carácter económico, también denominada Resultado Bruto de la Explotación (RBE), que muestra «el excedente de los ingresos de la explotación sobre los gastos relativos a esos ingresos, que la entidad debe atender en el ejercicio considerado»

empresa debería mantener el criterio de clasificación, y cualquier cambio ser tratado como un cambio de criterio contable, con la necesaria justificación de las razones y los ajustes retroactivos pertinentes a las cifras comparativas, incluyendo los ratios u otras magnitudes que se hayan basado en el EBITDA.

Por último, una aportación clave de la Comisión (en colaboración con la Central de Balances del Banco de España) es la puesta a disposición de las empresas y analistas financieros de una hoja Excel que permite automatizar su cálculo a través de la carga de datos en formato XBRL. Además, esta hoja de cálculo incorpora la posibilidad de comparar la empresa con las medias disponibles para el sector de referencia en la base de datos BACH.

La necesaria conciliación del EBITDA con la variable contable estandarizada más próxima

El EBITDA es una magnitud clave para valorar la rentabilidad y riesgo con una popularidad más que extendida. Sin embargo, una crítica habitual al EBITDA como medida de rendimiento económico es el hecho de que pueda estar sujeto al mismo riesgo de manipulación que los resultados calculados en base a normativa contable, o incluso a un riesgo mayor⁴. Así, podríamos pensar que el EBITDA se puede manipular más fácilmente a través de la selección de ajustes a realizar.

En lo que respecta a la propuesta de cálculo de acuerdo con la OE 4/2016, la clasificación de una partida como de explotación y recurrente requerirá en algunos casos un juicio por parte de la entidad. Por tanto, el riesgo de manipulación de la medida se puede ver aumentado si es el propio preparador de la información el que elige cuáles son los ingresos y gastos de explotación no recurrentes. Coincidimos plenamente por ello con la Opinión de la Comisión al indicar la necesidad de justificar el cálculo efectuado a partir de variables contables estandarizadas. Para que la información divulgada sea realmente útil será necesario que la empresa ofrezca el detalle de los ingresos y gastos que han sido calificados como no recurrentes, con objeto de que el analista pueda valorar la adecuación de la reclasificación realizada por la empresa y realizar su propia reformulación en caso de que lo considere necesario.

4 En los países anglosajones se ha acuñado un equivalente jocoso de las siglas en el que EBITDA equivaldría a «Earnings Before I Tricked the Dumb Auditors».

De hecho, como muestra un estudio reciente realizado por el CFA Institute, lo habitual es que los analistas reajusten el EBITDA, matizando el cálculo realizado o, incluso, revertiendo ajustes dudosos realizados por la empresa. Muchos de ellos consideran esta medida como un punto de partida que les permite desarrollar su propia medida de resultados, pero no como una magnitud que puedan utilizar de forma directa (CFA Institute, 2016).

La preocupación sobre el posible uso oportunista por parte de la empresa, que puede realizar ajustes selectivos en lo que se refiere a los componentes no recurrentes, se pone de manifiesto, por ejemplo, en la recomendación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, 2015), en sus directrices sobre medidas alternativas de rendimiento. Así, se recomienda que no se denominen «erróneamente partidas como no recurrentes, infrecuentes o inusuales. Por ejemplo, las partidas que han afectado a períodos pasados y que afectarán a períodos futuros, raras veces se considerarán como no recurrentes, infrecuentes o inusuales (como los costes de reestructuración o las pérdidas por deterioro del valor)». Otro requerimiento en la misma línea puede ser encontrado en la normativa relativa a publicación de medidas financieras no-oficiales de la Securities and Exchange Commission (SEC, 2002). En esta normativa se prohíbe a las compañías ajustar las medias financieras no oficiales para eliminar beneficios o pérdidas no recurrentes, infrecuentes o inusuales, si la compañía ha tenido una partida similar en los dos últimos años o espera de forma razonable una partida similar en los dos próximos años. Esto permite limitar la discrecionalidad de la compañía en la selección de los componentes no recurrentes del resultado. No cabe duda de que cuando una empresa introduce demasiados ajustes por ingresos y gastos no recurrentes puede dar a pensar que está tratando de «maquillar» unos resultados recurrentes bajos.

En cualquier caso, las medidas financieras no oficiales pueden ser muy útiles cuando se utilizan de forma apropiada. Asumiendo la buena fe de las compañías en la gran mayoría de los casos, la publicación del cuadro de conciliación tiene el valor añadido fundamental de proporcionar la visión de los gestores sobre lo que para ellos es el rendimiento económico recurrente de la empresa. De hecho, existe evidencia empírica reciente que muestra que, en la mayoría de los casos, las empresas utilizan las medidas financieras no oficiales para proporcionar una medida de resultados más informativa (Black *et al.*, 2017).

Coincidimos plenamente con la Opinión de la Comisión al indicar la necesidad de justificar el cálculo efectuado a partir de variables contables estandarizadas, lo que permitirá valorar la razonabilidad de los ajustes realizados por la empresa

Precauciones en el uso del EBITDA para la evaluación del rendimiento económico y la valoración

El atractivo del EBITDA en su consideración de una medida útil para la evaluación del rendimiento económico y la valoración reside en la posibilidad de comparar empresas con diferentes legislaciones contables, sistemas impositivos y correcciones de valor (Martínez Conesa y García Meca, 2005). Lo habitual es utilizarlo para la valoración por múltiplos en base al ratio Valor de la Empresa (EV)/EBITDA.

Sin embargo, existen voces que argumentan que el uso del EBITDA como *input* para la valoración tiene sus limitaciones. Como señalan Whalen *et al.* (2011, p. 182-183), el EBITDA excluye gastos que son relevantes para la valoración de empresas rentables, intensivas en capital o con un nivel de endeudamiento significativo. Además, excluye las variaciones en los activos y pasivos corrientes de explotación, elementos que pueden fluctuar en función del crecimiento, el ciclo de operaciones y la discrecionalidad de la dirección, aspectos todos ellos que son relevantes para el análisis de la rentabilidad y el valor de la empresa.

La exclusión del gasto de amortización del inmovilizado material, por ejemplo, tiene sus detractores. En las empresas intensivas en capital, la amortización puede suponer un alto porcentaje del EBITDA, y es de esperar que tales empresas tengan la necesidad de reinvertir al menos al mismo nivel que las amortizaciones, o más si se encuentran en fase de crecimiento. Es por ello que el múltiplo EV/EBITDA sí está afectado por la intensidad de capital de la empresa (gasto de amortización/EBITDA), de tal forma que mayor intensidad de capital da lugar a un menor múltiplo. El múltiplo sirve para comparar empresas con los mismos niveles de intensidad de capital, pero si se compara con el mercado o entre sectores es poco probable que tenga sentido.

Como señala el CFA Institute (2016, p. 43), el gasto de amortización no debería ser excluido de las medidas de rendimiento económico bajo el argumento de que se refiere al coste de adquisición del inmovilizado material en ejercicios pasados. El objetivo del gasto por amortización es «correlacionar la realización de los beneficios económicos del uso de los activos con el consumo de su coste de adquisición y ayuda a alinear el resultado contable con el resultado económico. Si el gasto de amortización contable es igual a la ‘amortización económica’ habría una correlación entre el beneficio contable y el beneficio económico». Por ello, el CFA Institute argumenta que un ajuste alternativo en el cálculo de medidas de rendimiento no-

El uso del EBITDA como ‘input’ para la valoración tiene sus limitaciones





oficiales sería ajustar la amortización contable para hacerla igual a la amortización económica⁵.

Así, la encuesta realizada por Brown *et al.* (2015) a una muestra de 365 analistas pone de manifiesto que un porcentaje significativo de ellos nunca ajusta el gasto de amortización de los activos (70,8 %) cuando desarrolla sus propias medidas de resultados alternativas a las definidas por la normativa contable.

Otro aspecto a considerar es la inadecuada utilización del EBITDA como medida de rendimiento en determinados sectores. Como señala Moody's Investors Service (2000), el EBITDA no resulta apropiado en determinados sectores, porque ignora sus características específicas. Por ejemplo, en sectores como la restauración, el gasto de amortización no debería ser ajustado, porque será necesario reinvertir constantemente en la modernización o renovación de la decoración de los restaurantes. Algo similar sucede en el sector de transporte por carretera, donde los camiones deben ser mantenidos en condiciones óptimas. En definitiva, el EBITDA no es apropiado en aquellos sectores donde los activos tienen una vida útil corta y se necesita la reinversión continua para mantener el nivel de activos operativos.

En cualquier caso, teniendo en cuenta estas precauciones para asegurar su empleo adecuado, el uso del EBITDA está más que generalizado. Para una muestra de inversores institucionales europeos, Cascino *et al.* (2016) encuentran que el EBITDA es considerado la segunda medida de rendimiento más relevante, solo por detrás de los ingresos de explotación. Para los miembros del CFA Institute, la medida de rendimiento no-oficial más utilizada es el *Free Cash Flow*, pero seguida en segundo lugar por el EBITDA y, en tercer lugar, por el EBITDA ajustado (CFA Institute, 2016).

Reflexiones finales

No cabe duda de que las medidas financieras no oficiales –como el EBITDA– han venido para quedarse, y de ello son conscientes también los organismos reguladores. El propio IASB ha incorporado el tema a su agenda de trabajo en el reciente proyecto iniciado en diciembre de 2016 titulado *Primary Financial Statements*. Uno de los objetivos del proyecto es, precisamente, mejorar la cuenta de resultados y el estado de flujos de efectivo, con especial atención a la posible incorporación de las medidas financieras no oficiales como nuevos subtotales en la cuenta de pérdidas y ganancias. El desafío es cómo definir esas medidas, y decidir si deben ser obligatorias o simplemente permitidas (Kabureck, 2017).

Ante este escenario, la Opinión Emitida por AECA llega en un momento más que oportuno para aclarar la utiliza-

⁵ La amortización contable puede ser diferente de la amortización económica si por ejemplo la empresa ha registrado un deterioro del activo. En estos casos la empresa debe reinvertir por encima del gasto de amortización para mantener su nivel de activos, es decir, al menos al precio original del activo. El riesgo de no mantener el nivel de reinversión es especialmente acusado en empresas cuyos activos tienen vidas útiles cortas.

Confiamos en que la Opinión Emitida servirá para homogeneizar el uso del EBITDA entre las empresas españolas, reduciendo la discrecionalidad en la selección de ajustes y contribuyendo a la deseada comparabilidad de la medida, de forma que se empiece a hacer un empleo más adecuado de esta magnitud en nuestro contexto más cercano

ción del EBITDA como recursos generados por la explotación. Confiamos en que servirá para homogeneizar su uso entre las empresas españolas, reduciendo la discrecionalidad en la selección de ajustes y contribuyendo a la deseada comparabilidad de la medida, de forma que se empiece a hacer un empleo más adecuado de esta magnitud en nuestro contexto más cercano.

La iniciativa de AECA puede servir además como paso previo a la necesaria regulación de la publicación de las medidas financieras no oficiales por parte de la CNMV, en línea con lo imperante en otros mercados de capitales o por parte del propio ICAC, de forma paralela al desarrollo del proyecto del IASB. ▽

Referencias

- Black, D.E.; Christensen, T.E.; Ciesielski, J.T; Whipple, B.C.** (2017): *Non-GAAP earnings: a consistency and comparability crisis?*, Tuck School of Business Working Paper No. 2759312. Disponible en [<https://ssrn.com/abstract=2759312>] (Acceso el 15 de marzo de 2017).
- Brown, L.D.; Call, A.C.; Clement, M.B.; Sharp, N.Y.** (2015). "Inside the "Black Box" of Sell-Side Financial Analysts". *Journal of Accounting Research*, 53, 1-47.
- Cascino, S.; Clatworthy, M.; García-Osma B.; Gassen, J.; Imam, S.; Jeanjean, T.** (2016): *Professional investors and the decision usefulness of financial reporting*. European Financial Reporting Advisory Group, Scottish Accountancy Trust for Education & Research, and Institute of Chartered Accountants of Scotland, December.
- CFA Institute** (2016): *Investor uses, expectations, and concerns on non-GAAP financial measures*. CFA Institute, September.
- Comisión de Principios y Normas de Contabilidad de AECA** (2016): Opinión nº 4 de la Comisión de Principios y Normas de Contabilidad de AECA sobre *Concepto y uso del EBITDA como recursos generados en la explotación*. Diciembre.
- ESMA** (2015): *Directrices sobre medidas alternativas de rendimiento*. European Securities and Markets Authority. Disponible en [<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/10/2015-esma-1415es.pdf>] (Acceso el 15 de marzo de 2017).
- Kabureck, G.** (2017): *Accounting for non-GAAP earnings measures*. Disponible en [<http://www.ifrs.org/Features/Pages/article-accounting-for-non-gaap-earnings-measures.aspx>] (Acceso el 30 de marzo de 2017).
- Martínez Conesa, I.; García Meca, E.** (2005): *Valoración de empresas cotizadas*. Ed. AECA.
- Moody's Investors Service** (2000): *Putting EBITDA in perspective*. June.
- SEC** (2002): *Final rule: conditions for use of non-GAAP financial measures*. Securities and Exchange Commission. Disponible en [<https://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm>] (Acceso el 15 de marzo de 2017).
- Wahlen, J.M.; Baginski, S.P.; Bradshaw M.T.** (2011): *Financial reporting, financial statement analysis, and valuation: a strategic perspective*. Ed. South-Western, Cengage Learning. 7th ed.