¿Puede utilizarse el EBITDA de forma oportunista?:

Desviaciones detectadas en la aplicación del EBITDA normalizado de AECA

Dr. Javier Pérez García

Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Alcalá

Experto Contable Acreditado AECA

ORCID: 0000-0002-3871-5680

javier.perez@uah.es

Pablo Piña Lozano

Máster en Contabilidad, Auditoría y Mercados de Capitales (UAM-UAH)

pablo.pinna@estudiante.uam.es

¿Puede utilizarse el EBITDA de forma oportunista?: Desviaciones detectadas en la aplicación del EBITDA normalizado de AECA

Resumen

En este estudio se analizan las desviaciones entre el EBITDA publicado y el EBITDA calculado en base a la recomendación recogida en la OE 4/2016 de AECA detectadas en una muestra de entidades compuesta por el total de las entidades no financieras pertenecientes al IBEX-35 durante el periodo 2012–2016. Como demuestra este estudio, un 60,7% de las entidades analizadas publican un EBITDA superior al EBITDA normalizado. La razón de la existencia de esta práctica generalizada se concreta en la ausencia de normativa respecto a esta variable alternativa de rendimiento no estandarizada que permite a los administradores de las compañías gestionarla, incluyendo o excluyendo ajustes de manera discrecional.

Palabras Clave: EBITDA, *Alternative Performance Measurement* (APM), Estado de resultados, OE 4/2016 AECA.

1. Introducción y objeto del estudio

Como consecuencia de la generalización del uso del EBITDA por parte de las empresas y la aceptación generalizada del EBITDA por parte de analistas e inversores como una variable alternativa de rendimiento (APM) relevante, han surgido numerosos estudios alertando de los sesgos que puede introducir la dirección en las APM.

En este sentido, y de acuerdo con Ibañez *et al* (2012), la inclusión o exclusión de aquellas partidas que la dirección considera recurrentes y no recurrentes, distorsionando la cifra real que representa conceptualmente, sesga la información emitida, conduciendo a interpretaciones erróneas a la vez que reduce la relevancia y fiabilidad de la información financiera. El CFA Institute (2016), expone ciertas preocupaciones entre las que se encuentran la exclusión de gastos recurrentes y la inclusión de ganancias de carácter no recurrente. Autores como Gonzalo y Pérez (2017) señalan que hay pocas expresiones, en el mundo financiero, más vagas y polivalentes que el EBITDA.

Por otra parte, de acuerdo con Cascino et al. (2016) y Li (2016), cabe destacar la amplia aceptación y utilización que se ha venido produciendo de variables de rendimiento no estandarizadas, incorporándolas como *covenants* de obligado cumplimiento por parte de los prestatarios en la firma de contratos de deuda, siendo el EBITDA una de las medidas de desempeño más utilizadas para analizar el riesgo de crédito, enfrentándola a la deuda financiera neta y a los gastos financieros para evaluar, respectivamente, la capacidad de repago teórica de la deuda así como, en última instancia, la viabilidad financiera de la entidad.

Ante la laguna existente en esta materia, la Comisión de Principios y Normas de Contabilidad de AECA emitió en Diciembre de 2016 la OE 04/2016 "Concepto y uso del EBITDA como recursos generados en la explotación".

En base a esta opinión, **el objeto del estudio se concreta en identificar las desviaciones significativas que pudieran producirse entre el EBITDA publicado y el calculado según la OE 4/2016, lo que podría derivar, a efectos prácticos y siempre que el EBITDA publicado fuera superior al normalizado, en un uso**

oportunista del EBITDA por parte de las entidades en aras a forzar dicha medida de forma artificial con el fin de mejorar su imagen ante inversores y analistas.

En línea con la Opinión Emitida desde AECA (2016), se considera necesario que la entidad defina fielmente las hipótesis empleadas en su cálculo, un detalle de las conciliaciones con aquellas partidas que figuren en las cuentas anuales de las que provienen los cálculos realizados y se muestren las cifras comparativas con ejercicios previos. Esta posición está también alineada con la Guía para la elaboración del informe de gestión en las empresas cotizadas de la CNMV (2013) y ESMA –véase *Guidelines on Alternative Performance Measures* (2015) –.

2. Metodología del estudio.

En este estudio partimos de la estructura de cálculo contenida OE 04/2016 de AECA, desarrollada para normalizar el cálculo del EBITDA –véase CUADRO 1–, estableciendo los valores para cada una de las entidades de la muestra para, a continuación, compararlo con el EBITDA publicado por cada una de ellas en los últimos cinco ejercicios identificando, en su caso, la existencia de desviaciones significativas de uno u otro signo.

De esta forma, y una vez homogeneizado el cálculo del EBITDA para todas las entidades, trataremos de establecer conclusiones válidas sobre el uso de ésta medida alternativa de rendimiento, obteniendo evidencia sobre si las entidades fuerzan el EBITDA al alza con el fin de mejorar su imagen frente a los usuarios de la información financiera.

CUADRO 1. Propuesta de definición normalizada en el cálculo del EBITDA OE 4/2016 AECA.

Codificación	Concepto	Importe	
49500	Resultado del Ejercicio		´(1)
	Ajustes		´(2)
40800	Amortización de inmovilizado		
40900	Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras		
41100	Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado		
41200	Diferencia negativa de combinaciones de negocio		
41300	Otros resultados		
41400	Ingresos financieros		
41500	Gastos financieros		
41600	Variación de valor razonable en instrumentos financieros		
41700	Diferencias de cambio		
41800	Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros		
42100	Otros ingresos y gastos de carácter financiero		
41900	Impuestos sobre beneficios		
42000	Resultado del ejercicio procedentes de operaciones interrumpidas neto de impuestos		
	Otros ajustes incluidos por la empresa		´(3)
	Otros ingresos no recurrentes (-) Otros gastos no recurrentes (+)		
	EBITDA		´(1)+´(2)+´(3)

Una vez obtenidos los datos de la muestra, constituida por el 100% de la población total –todas las entidades no financieras del IBEX 35 para los últimos cinco años–, hemos utilizado la aplicación desarrollada por la Comisión, en colaboración con la Central de Balances de Cuentas de España, que figura como anexo en la OE 4/2016, de libre acceso en la página web de AECA –*http://aeca.es/oe4–ebitda/–*.

2.1. Especificación de las hipótesis.

Ante la falta de normalización, en este experimento nos cuestionamos si una medida alternativa de rendimiento no estandarizada como el EBITDA, tan utilizada en términos prácticos por los usuarios de la información financiera, puede ser objeto de manipulación en su cálculo en función de los intereses de la compañía y, si este fuera el caso, si tal manipulación del resultado se mantiene en el tiempo. En consecuencia, dos son las hipótesis a contrastar:

- H1: *"Al tratarse el EBITDA de una medida alternativa de rendimiento no estandarizada, la mayor parte de las entidades lo publican manipulándolo al alza con el fin de ofrecer una mejor imagen a analistas e inversores".*

- H2: *"Aquellas entidades en las que se observa que publican el EBITDA manipulado al alza, mantienen tal comportamiento en el tiempo".*

Distintos autores como Graham *et al.* (2005), Dechow *et al.* (2000), Gisbert y Garcia (2016), Teoh *et al* (1998), Burgstahler & Dichev (1997) y Degeorge (1999), han demostrado que la manipulación del resultado es una práctica habitual realizada por diferentes motivos que pueden responder a motivaciones contractuales o a la búsqueda de la aproximación a las estimaciones de los analistas.

2.2. Obtención de la información.

Las magnitudes definidas en la OE 04/2016 de AECA han sido obtenidas de las cuentas anuales que las entidades. Por otra parte, se ha revisado el informe de gestión de cada una de las entidades con el fin de obtener la cifra del EBITDA publicada a efectos comparativos. En aquellos casos en los que la entidad no publica su EBITDA en dicho informe, se ha acudido a la información que hacen pública en los informes financieros disponibles en su web corporativa o en la presentación de resultados.

2.3 Obtención de la muestra.

Las empresas seleccionadas para el análisis han sido aquellas que componían el IBEX-35 a 30 de junio de 2017. Debido a la heterogeneidad de los sectores en los que las empresas operan, hemos eliminado de la muestra a las entidades financieras y aseguradoras. En consecuencia y como ya se ha advertido en apartados anteriores, la muestra constituye el 100% de la población de las entidades no financieras del IBEX 35 al presentar un formato de ingresos y gastos homogéneo –en el CUADRO 2 se muestran las 35 entidades, identificando en color verde las 28 entidades, no financieras, que constituyen la muestra–.

CUADRO 2. ENTIDADES IBEX–35 A 30.06.2017

SOCIEDADES IBEX-35 A 30.06.2017		
ABERTIS	ABE	
ACCIONA	ANA	
ACERINOX	ACX	
ACS	ACS	
AENA	AENA	
AMADEUS	AMS	
ARCELOR MITTAL	MTS	
BANKIA	BKIA	
BANKINTER	BKT	
BBVA	BBVA	
CAIXABANK	CABK	
CELLNEX	CLNX	
DIA	DIA	
ENAGÁS	ENG	
ENDESA	ELE	
FERROVIAL	FER	
GAMESA	GAM	
GAS NATURAL	GAS	
GRIFOLS	GRF	
IAG	IAG	
IBERDROLA	IBE	
INDITEX	ITX	
INDRA	IDR	
INMOBILIARIA COLONIAL	COL	
MAPFRE	MAP	
MEDIASET	TL5	
MELIÁ HOTELS	MEL	
MERLIN PROPERTIES	MRL	
REE	REE	
REPSOL	REP	
SABADELL	SAB	
SANTANDER	SAN	
TEC. REUNIDAS	TRE	
TELEFÓNICA	TEF	
VISCOFAN	VIS	

ENTIDADES ANALIZADAS

ENTIDADES NO ANALIZADAS

2.4 El experimento.

Con el objetivo de validar las hipótesis descritas, en el CUADRO 3 se muestra una síntesis de las desviaciones obtenidas, en términos porcentuales, entre el EBITDA publicado por las entidades y el EBITDA calculado en base a la definición de AECA, todo ello para cada uno de últimos cinco años disponibles, lo que constituye el manejo de 280 variables. De esta forma, si el EBITDA normalizado superase al EBITDA publicado por la entidad lo consideraremos una diferencia positiva, resaltándose en color verde en el CUADRO 3. En sentido contrario, aparece sombreado en rojo en aquellos casos en los que el EBITDA publicado por la entidad superase al EBITDA normalizado en el porcentaje señalado, identificando una diferencia negativa, lo que podría considerarse un indicio de manipulación al alza de la variable alternativa de rendimiento consecuencia de la falta de normalización.

CUADRO 3. Diferencia EBITDA publicado y EBITDA normalizado OE 4/2016 AECA (en %).

RANKING	ENTIDAD / AÑO	2012	2013	2014	2015	2016	Variación media	Años rojo
1	REPSOL	–3,23%	–15,62%	–41,84%	–18,04%	–28,01%	–21,35%	**5**
2	IAG	–24,08%	–14,95%	–25,56%	–1,70%	–3,95%	–14,05%	**5**
3	GAS NATURAL	–5,30%	–5,23%	–7,13%	–6,12%	–7,61%	–6,28%	**5**
4	ARCELOR MITTAL	–6,30%	–8,01%	0,00%	–27,45%	13,30%	–5,69%	**3**
5	INMOBILIARIA COLONIAL	–0,25%	–3,99%	–16,57%	–1,94%	–0,60%	–4,67%	**5**
6	ENDESA	–2,57%	–2,41%	–5,60%	–5,59%	–5,13%	–4,26%	**5**
7	ACS	–1,40%	–1,78%	–0,43%	–7,79%	–7,01%	–3,68%	**5**
8	ACERINOX	–2,91%	–4,46%	–2,97%	–3,46%	–3,39%	–3,44%	**5**
9	MEDIASET	–5,08%	–4,40%	–2,82%	–1,55%	1,68%	–2,43%	4
10	GRIFOLS	–4,54%	–7,00%	4,12%	0,34%	–3,42%	–2,10%	3
11	ENAGÁS	–0,03%	–7,30%	–0,41%	–0,06%	–0,03%	–1,57%	**5**
12	VISCOFAN	–0,75%	–1,34%	–0,05%	–0,56%	–3,44%	–1,23%	**5**
13	AENA	–0,57%	0,33%	–2,05%	–2,08%	–1,55%	–1,19%	4
14	FERROVIAL	–0,11%	0,00%	–0,20%	–0,10%	–0,21%	–0,12%	4
15	ACCIONA	–0,03%	0,02%	0,00%	0,01%	–0,04%	–0,01%	2
16	IBERDROLA	–0,01%	0,00%	–0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	3
17	REE	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3
18	MELIÁ HOTELS	0,00%	–1,65%	1,78%	0,00%	0,00%	0,03%	4
19	TÉCNICAS REUNIDAS	–0,05%	–0,01%	0,12%	0,11%	0,02%	0,04%	2
20	ABERTIS	0,43%	0,65%	0,57%	0,26%	–0,36%	0,31%	1
21	INDITEX	1,49%	–0,03%	0,20%	–0,04%	0,38%	0,40%	2
22	AMADEUS	–0,27%	0,32%	2,59%	0,70%	–0,97%	0,47%	2
23	DIA	2,98%	0,00%	0,00%	0,01%	0,09%	0,62%	0

24	MERLIN PROPERTIES			1,45%	0,25%	0,32%	0,67%	0
25	CELLNEX		3,05%	1,71%	–0,83%	–0,92%	0,75%	2
26	GAMESA	1,47%	1,71%	1,96%	3,10%	0,41%	1,73%	0
27	TELEFÓNICA	2,63%	–4,31%	2,44%	4,20%	4,81%	1,95%	1
28	INDRA	1,76%	6,75%	201,44%	–21,73%	0,66%	37,78%	1
	MUESTRA TOTAL	–1,63%	–5,07%	–5,21%	–5,78%	–2,41%	–4,02%	
	Años Rojo	21	18	15	18	17	17	
	Años verde	5	8	12	10	11	11	

	EBITDA publicado (Entidad) > EBITDA definido (AECA)
	EBITDA publicado (Entidad) < EBITDA definido (AECA)

Empresas con EBITDA superior a EBITDA AECA	17
Empresas con EBITDA Inferior a EBITDA AECA	11

La columna "variación media" establece la diferencia media entre ambas variables en el quinquenio considerado 2012–2016. El ranking de las entidades se ha establecido precisamente en base a tal variación media, observándose una desviación negativa en todos los ejercicios que arroja un valor medio para los cinco ejercicios que supera el –4,0%.

3. Conclusiones.

El análisis de los resultados del estudio para el quinquenio 2012–2016, nos permiten alcanzar las siguientes conclusiones:

- **La mayor parte de la muestra analizada publica un EBITDA superior al normalizado.** Más concretamente, el 60,7% de las entidades objeto de análisis publican un EBITDA superior al EBITDA normalizado, mientras el 39,3% restante publican un EBITDA inferior al definido por AECA.

- Si ponemos el foco exclusivamente en las entidades que presentan una variación media negativa, observamos que **el 52,9% mantienen este comportamiento de forma permanente durante los cinco años** –porcentaje que se amplía hasta superar el 94% si consideramos 3 años o más de permanencia–.

- **Tales desviaciones se deben, principalmente, a la inclusión de resultados no recurrentes que permiten gestionar la variable ante la ausencia de normalización de medidas alternativas de rendimiento como el EBITDA**.

- **Por último, y en nuestra opinión, hasta que no exista una normativa de obligado cumplimento al respecto, la inclusión de resultados positivos no recurrentes o ajenos a la explotación permitirán gestionar el EBITDA de forma oportunista.**

En síntesis, y **con carácter general, podemos concluir que el EBITDA publicado por las entidades no guarda homogeneidad de criterio en su cálculo siendo, en la mayoría de los casos, superior al EBITDA normalizado definido por AECA, circunstancia que se mantiene en el tiempo para el periodo analizado. En consecuencia, queda puesto de manifiesto el uso oportunista del EBITDA**, utilización que podría extenderse en futuras investigaciones a otras variables alternativas de rendimiento no estandarizadas.

A modo de avance de resultados, derivado de la ampliación de éste estudio, cabe resaltar que la mayoría de las entidades analizadas mantienen su propio esquema de cálculo en el tiempo sin que existan indicios de manipulación de la APM en función del momento. En consecuencia, y aunque como se ha demostrado la mayoría de las entidades publican un EBITDA superior al normalizado, no existen evidencias significativas de cambio de criterio temporal en el cálculo del EBITDA publicado, alcanzando una puntuación media de 9,86 sobre 10 en "uniformidad de cálculo".

En la misma línea de avance de resultados, y en relación a la definición del EBITDA mediante el detalle de las conciliaciones con aquellas partidas que figuren en las cuentas anuales de las que provienen los cálculos realizados, el conjunto de las entidades analizadas obtiene una puntuación media de tan sólo un 5,86 sobre 10 en "definición del EBITDA", superando esta prueba el 54% de la entidades, lo que revela una escasa información de la APM en el quinquenio considerado si bien, como aspecto positivo, observamos una mejora notable en la información aportada en los últimos dos años.

4. Bibliografía.

AECA, Comisión de Principios y Normas de Contabilidad, Opinión Emitida 04.2016: *"Concepto y uso del EBITDA como recursos generados en la explotación",* Diciembre 2016.

Albring, S.M.; Cabán–García M. T.[; Reck, J.L. (2010): *"The value Relevance of a Non–GAAP Performance Metric to the Capital Markets".* Review of Accounting and Finance, Vol. 9, Nº 3, 2010.

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.

Burgstahler, D.; Dichev, I. (1997): *"Earnings Management to Avoid Earning Decreases and Losses"*. Journal of Accounting Economics, 24, 99–126.

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 Nacional del Mercado de Valores (CNMV), (2013): *Guía para la elaboración del informe de gestión en las empresas cotizadas.*

Committee of European Securities Regulators (*CESR)*, (2005): *Recommendation on* Alternative Performance Measures.

Dechow, P.M.; Skinner, D.J. (2010): *"Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practicioners, and Regulators"*. Accounting Horyzons, June 2000, Vol. 14, Nº 2, pág. 235–250.

Degeorge, F. (1999); *"Earnings Management to exceed Thresholds"*. The Journal of Business, 1999, Vol. 72, 1–33.

European Securities and Markets Authority (ESMA), (2015): "Guidelines on Alternative *Performance Measures"*.

Ghosh, D.; Wu, A. (2012): "*The Effect of Positive and Negative Financial and Nonfinancial Performance Measures on Analysts´ Recommendations"*. Behavioral Research in Accounting, Vol. 24, Nº 2, pág. 47–64.

Gonzalo Angulo, J.A. y Pérez García, J. (2017): Reflexiones en torno al concepto y uso del EBITDA como recursos generados en la explotación (Revista AECA nº 117, Madrid, marzo 2017)

Gonzalo Angulo, J.A. y Pérez García, J.; *¿Es el ebitda la mejor medida de rendimiento?* [web] www.cincodias.com, 17 May 2017

Graham, J.R.; Harvey, C. R.; Rajgopal, S. (2005): *"The Economic Implications of Corporate Financial Reporting"*. Journal of Accounting & Economics.

Gisbert Clemente, A., García Osma, B.: *"La Investigación sobre Gestión del Resultado"*. Métodos Cuantitativos de la Investigación, Tema 3, 2016.

Li, N. (2016): *"Performance Measure in Earnings–Based Financial Covenants in Debts Contracts"*. London Business School. [Publicado en Journal of Accounting Research, Vol. 54, Nº 4, 2016].

Teoh, S.H.; Welch, I.; Wong, T.J. (1998): *"Earnings Management and the Under–performance of Seasoned Equity Offering"*. Journal of Financial Economics, 53, 63–99.

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.