

Los múltiplos tienden a la baja a la espera de una mayor visibilidad sobre la evolución del Covid-19



De izda. a dcha, Juan Vega de Seoane y Silvia de la Cuesta, Directores de M&A en BDO; Francisco Duato, Socio de ONEtoONE Corporate Finance; César García, Director Responsable del área de Valoraciones de Mazars; y Javier Zoido, Managing Director y Líder de Valoraciones de Duff & Phelps y miembro del IVSC Europe Board.

El parón de la actividad de muchas compañías y la incertidumbre que genera la evolución del Covid-19 en los próximos meses se ha traducido en un inevitable ajuste a la baja de precios y múltiplos de valoración. Aunque aún es pronto para evaluar el impacto de la pandemia en las valoraciones, las últimas operaciones muestran leves caídas en el precio de los activos. Para evitar posibles errores, los asesores dibujan diferentes escenarios que permitan valoraciones dinámicas en torno a la evolución futura de la compañía, a través de earn-outs u opciones de compra.

El mercado de M&A se enfrenta a momentos de cambio. La incertidumbre derivada del Covid-19 está obligando al sector a adaptarse de forma ágil y rápida a la nueva realidad tras años de ciclo alcista, pero si hay un aspecto que preocupa especialmente a todos los players es el inevitable ajuste a la baja de precios y múltiplos de valoración. La calidad de los activos, la liquidez existente, el buen flujo de financiación disponible y los numerosos procesos competitivos impulsados por la competencia entre inversores nacionales y extranjeros, fruto de la alegría inversora de los últimos años, habían elevado los múltiplos EV/Ebitda hasta el doble dígito, algo impensable en el contexto actual. Aunque aún es pronto para conocer el verdadero alcance que el Covid-19 va a tener en la valoración de las compañías (la mayor parte de las operaciones cerradas tras el confinamiento son deals preCovid o sobre compañías en las que el impacto de la pandemia ha sido limitado), parece claro que, en líneas generales, el virus provocará ajustes en el valor de los activos. Para **Javier Zoido, Managing Director y líder de Valoraciones de Duff & Phelps**, "el Covid-19 ha tenido un efecto paralizador en casi todos los sectores, muy pocos players han salido ilesos. Los resultados publicados por las compañías cotizadas para el primer semestre de 2020 evidencian una caída de su actividad económica y, potencialmente, los resultados a medio y largo plazo también se verán afectados de manera significativa. Además, el brote de este virus ha contribuido a la volatilidad

de los mercados causando disminuciones sustanciales en la capitalización de mercado de la gran mayoría de las compañías cotizadas a nivel global en el primer trimestre, seguidas de una rápida recuperación tras las medidas de reactivación económica". En consecuencia, el valor de las compañías ha experimentado una evolución negativa en línea con el recorrido de la pandemia. "La situación de confinamiento o "lockdown" en la mayoría de los países y el parón industrial asociado tuvo un impacto inmediato sobre el consumo de muchos bienes y servicios a corto plazo. A esto se unen las incertidumbres que generan el desconocimiento de la evolución de la pandemia y el plazo de desarrollo de una vacuna que determinan, sin duda, ajustes en la valoración de cualquier tipo de activo. En un primer momento, los mercados reaccionaron a la baja con descensos de entre el 25% y el 35% de media, fruto de la incertidumbre generada por la situación. Posteriormente, a medida que la información ha fluido y se han ido conociendo las consecuencias e impactos reales en las empresas, los precios se han ido ajustando en mayor o menor medida", apunta **César García, Director Responsable del área de Valoraciones de Mazars**. En general, según **Silvia de la Cuesta, Directora del área de M&A de BDO**, "los principales factores que han provocado una reducción del valor de las compañías han sido la revisión a la baja de los planes de negocio a 3 o 5 años, base de la valoración de las empresas; el continuo empeoramiento de la

previsión de la evolución de la economía en España y a nivel global (caída del PIB, incremento de la tasa de paro, nivel de endeudamiento, etc.); el menor acceso a la financiación bancaria como consecuencia del mayor endeudamiento de las compañías (tanto las targets como los vendedores); el empeoramiento de la visibilidad sobre la evolución de la pandemia y la situación en otoño de 2020 por los actuales rebotes; y, en general, el menor apetito de los comités de inversión y los consejos de administración por aprobar operaciones "caras" en un entorno de elevada incertidumbre tanto nacional como internacional, en el que, en muchas ocasiones, los compradores también han visto empeorar sus resultados económicos y su liquidez".

“ **Los mercados reaccionaron a la baja con descensos de entre el 25% y el 35% de media, fruto de la incertidumbre. A medida que se han ido conociendo el impacto real del Covid-19 en las empresas, los precios se han ido ajustando en mayor o menor medida** ”

Como resultado de todo esto, las valoraciones están evolucionando de manera dispar en función de la compañía, del sector y de su exposición al riesgo generado por el Covid-19. Por sectores, los más afectados por el ajuste de precios han sido los más castigados durante la pandemia, especialmente todos los relacionados directamente o indirectamente con el turismo y servicios, pero también las SOCIMIs, que curiosamente "están atrayendo a muchos inversores por la brecha existente entre el valor liquidativo de los activos y la cotización de las acciones que, en algunos casos, supera el 50%", indica **Francisco Duato, Socio de ONEtoONE Corporate Finance**. Aún así, tampoco son todas iguales, la calidad y la ponderación de sus activos subyacentes (landmark, flagship o best, entre otros) marcará la diferencia. Entre los sectores que han conseguido mantener o, incluso, incrementar su valor durante estos meses destacan el tecnológico, convertido en la herramienta que ha permitido acelerar la digitalización de las empresas y el consumo, y todos los relacionados con servicios de primera necesidad, como alimentación y salud. Según **Duato**, "en un primer momento los inversores hicieron un paréntesis para reflexionar sobre qué sectores son de interés en este nuevo escenario. No obstante, este análisis debe incluir un segundo nivel, en la situación actual no sólo hay que preguntarse en qué sector opera una compañía sino cuáles son sus sectores tractores, es decir, a quien le vende. No es lo mismo una empresa del sector plástico focalizada en el sector farmacéutico que una focalizada en el sector automoción". Por ello, según el **Socio de ONEtoONE**, "las proyecciones de cualquier compañía buscan cuantificar su futuro en base a hipótesis de mercado razonables. En estos momentos, el manejo de escenarios es clave, si el inversor tiene experiencia en un sector será capaz de dibujar escenarios pesimistas, optimistas y probables".

AJUSTES DE PRECIOS EN DEALS EN MARCHA

Sin duda, la irrupción de la pandemia en el mercado ha marcado un antes y un después en las negociaciones de los procesos en marcha, en los que una modificación en el precio acordado o la falta de visibilidad del proyecto a futuro puede evitar en que la operación llegue a buen puerto. Según **Juan Vega de Seoane, Director del área de M&A en BDO**, "el Covid-19 ha supuesto una situación inédita que ha paralizado o ralentizado la mayoría de procesos de M&A en marcha, ya que ha obligado a los vendedores a reajustar las previsiones de cierre de 2020 y las estimaciones de evolución futura y ha llevado a los compradores a tener que centrarse en su actividad principal, paralizando o retrasando las inversiones en un contexto de incertidumbre global". En consecuencia, actualmente se están negociando deals en los que se manejan valoraciones pre-coronavirus y post-coronavirus y ambas partes deben alcanzar un nuevo acuerdo gestionando una normalización de los resultados para este ejercicio 2020. En opinión de **Duato**, "el problema en estos momentos es cuantificar el impacto de la pandemia en el ejercicio en curso y en el modelo de negocio de cada compañía. El M&A es un trabajo muy financiero, pero no debemos olvidar que se trata de una herramienta estratégica de primer nivel. Por tanto, más que nunca hay que poner el foco en el sentido estratégico de las operaciones. El momento es el que es, pero las decisiones corporativas que tomen ahora las compañías propiciarán que puedan salir fortalecidas, debilitadas o, incluso, que no salgan de esta situación. Dependiendo del sector habrá operaciones que se caerán y otras se redefinirán. Por ejemplo, en sectores afectados, veremos muchas fusiones de compañías con apalancamientos operativos altos". La conclusión principal es que las valoraciones y múltiplos han caído especialmente en sectores concretos como restauración, residencias de la tercera edad, clínicas privadas o fitness, por ejemplo, que estaban experimentando una elevada actividad de M&A y en los que el impacto del Covid-19 se ha traducido en la paralización de las operaciones de M&A a consecuencia de la incertidumbre sobre la evolución de esta situación a largo plazo. A esto se une el retraso adicional por el tiempo necesario para que las expectativas de los vendedores se ajusten a los nuevos precios ofertados por los compradores. Con todo, es muy probable que la mayoría de las operaciones previstas en estos sectores para 2020 se retrasen entre seis y dieciocho meses. "Es difícil generalizar, pero, en aquellos procesos de inversión donde los fundamentales de las compañías sean sólidos y exista la capacidad financiera para afrontar la crisis generada por la pandemia, deberán buscarse mecanismos de ajuste de precio imaginativos si la voluntad de los compradores y vendedores sigue latente. La gran dificultad para llegar a acuerdos vuelve a ser la incertidumbre existente, en este caso, en relación con el tiempo que deberá transcurrir para que los flujos de caja se normalicen, ya no necesariamente a la situación preCovid, pero sí a un escenario que permita valorar las compañías en un contexto de continuidad", apunta **García**.

En algunos casos, hablamos de escenarios donde se ralentizan los procesos hasta finales de 2020, pero, en otros, ha significado la paralización completa o abandono de la

“ La irrupción de la pandemia en el mercado ha marcado un antes y un después en las negociaciones de los procesos en marcha, en los que una modificación en el precio acordado o la falta de visibilidad del proyecto a futuro puede derivar en que la operación nunca llegue a buen puerto ”

operación. “Los deals en marcha se empezaron a retomar cuando se conoció la fecha probable del levantamiento del Estado de Alarma. El reto de las autoridades sanitarias era evitar una segunda oleada en otoño, pero en agosto hemos visto una evolución en el número de contagios preocupante. Ya hemos visto algunos cierres, pero generalizar en una situación como la actual es arriesgado. El empresario tiene que hacer sus máximos esfuerzos para preservar el valor de su compañía y los asesores en M&A tenemos que agudizar nuestra imaginación para transferir la mayor parte del valor al precio de la transacción”, comenta **Duato**. A esto se suma que hay una alta probabilidad de que las operaciones anteriores a la pandemia que se hayan hecho a valoraciones muy altas o con excesivo apalancamiento no sean capaces alcanzar sus objetivos de retorno o ni siquiera recuperar su valor inicial, algo esencial especialmente para los fondos de private equity, los más agresivos en valoraciones en las últimas operaciones preCovid. “En el corto plazo, las valoraciones actuales de compañías adquiridas recientemente en sectores muy afectados por el Covid-19 se van a ver penalizadas (restauración colectiva, movilidad, etc.). Dicho esto, entendemos que los fondos de capital riesgo no van a necesitar desinvertir en el corto plazo y, por tanto, se abre una oportunidad para llevar a cabo estrategias de crecimiento inorgánico a valoraciones inferiores que permitan a los private equity desinvertir en el medio o largo plazo y en un entorno económico más favorable”, señala **Vega de Seoane**. La mayor o menor velocidad en la recuperación de la economía afectará al periodo de permanencia en sus participadas, que suele establecerse en torno a los cinco años. “Si miramos el pasado, a partir del año 2011 los periodos de permanencia empezaron a aumentar llegando al punto máximo en el 2013 con 6,8 años. Ahora mismo los fondos están volcados dando soporte a la gestión de sus participadas, implicándose en las decisiones que permitan sortear la situación de la forma más favorable o menos lesiva. Afortunadamente el sector cuenta con importantes recursos pendientes de inversión, pero la gestión del *dry powder* de cada fondo es una decisión que dependerá de sus respectivas preferencias”, opina el **Socio de ONEtoONE**. En consecuencia, los equipos gestores están implementando las medidas operativas y financieras necesarias para hacer frente a las desviaciones, sobre todo, aquellas que están expuestas a las industrias más perjudicadas por la pandemia.

FÓRMULAS MÁS FLEXIBLES

Respecto a los mecanismos que pueden emplear compradores y vendedores para evitar posibles problemas, el tratamiento de los sucesos adversos en la fase de cierre de una operación está suponiendo un reto jurídico de primer orden. Los compradores se protegen con las habituales cláusulas de cambios adversos relevantes (MAC) cuya redacción adquiere una complejidad importante. Además, buscarán el encaje de la doctrina jurisprudencial *rebus sic stantibus*, de aplicación bastante restrictiva en España, hasta la fecha. Y es que, si en situaciones normales la diferencia en la percepción de valor entre comprador y vendedor suele tensionar las negociaciones, en estos momentos esas posturas se mantienen algo más rígidas. “Nuestro trabajo como negociadores debe permitir acercar posturas para llegar a una situación razonablemente satisfactoria para todos. El precio siempre es una cuestión muy delicada, pero si los fundamentales de una compañía eran interesantes antes de la pandemia, y lo siguen siendo en el nuevo escenario, deberíamos tratar el año 2020 como una excepción y no penalizar valoraciones y precios. En este sentido, más que caídas en los múltiplos estamos viendo planteamientos basados en valoraciones dinámicas construidos en torno a la evolución futura de la compañía, a través de earn-outs u opciones de compra, así como esquemas de pagos aplazados sobre precios calculados en base a magnitudes de 2019, pero condicionadas al desempeño del business plan”, explica **Duato**. Una percepción que comparten desde **BDO**. “Nuestra experiencia nos indica que la mayor parte de los compradores han ajustado a la baja las valoraciones o están renegociando los términos de valoración acordados inicialmente. En muchas ocasiones, estamos viendo revisiones de estructuras de pago que implican un menor pago inicial y fórmulas de precio variable sujeto a resultados futuros (earn-out), como vía que permite adaptar la situación actual a las expectativas de precio de los vendedores. Un caso más drástico es la posible compra de Air Europa por Iberia por la mitad de la valoración anterior de la compañía”, expone **De la Cuesta**. En general, los planes de negocio y previsión de crecimiento de los sectores son la base de las valoraciones de las compañías. “Ante una situación de incertidumbre económica futura como la actual, cobran más relevancia la estimación de diferentes escenarios de evolución futura y de manera que se analicen valoraciones mínimas ante escenarios de caída futura aún mayor o ralentización de la recuperación económica. A partir de estas valoraciones sobre escenarios mínimos, se podrán articular fórmulas de pagos variables ante cumplimientos de planes de negocio más agresivos. Los asesores financieros deberemos apoyar a los inversores en justificar y validar los planes de negocio y elaborar análisis de sensibilidades para poder cuantificar posibles desviaciones en la valoración ante cambios en la evolución financiera futura de las compañías”, concluye **Vega de Seoane**. Por su parte, **Zoido** señala la importancia de dimensionar y cuantificar correctamente los impactos tras una crisis como la actual para dar confort a los socios en estos momentos de incertidumbre: “Se acentúa la necesidad de información, de cómo afectan a la valoración de las compañías del portfolio las repercusiones operativas, regulatorias, financieras y la realidad de los mercados bursátiles. Dada la naturaleza sin precedentes de la situación actual,

las proyecciones deben actualizarse para reflejar los riesgos e incertidumbre a los que se enfrenta el negocio. Reflejar los impactos de la realidad de una economía más debilitada en el corto medio plazo y considerar aspectos del largo plazo, teniendo en cuenta la industria en la que se participe y la solidez de los modelos de negocio de cada empresa en particular”.

ADAPTANDO LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN TRADICIONALES

Ante estos factores disruptivos, algunas de las instituciones que recomiendan seguir el marco de las mejores prácticas de valoración, como el International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines Board (“IPEV Board”) y el International Valuation Standards Council (“IVSC”), han publicado una guía con reflexiones de cara a realizar las valoraciones en tiempos de incertidumbre. “Algunas sugerencias incluyen que las proyecciones deben actualizarse para tratar de reflejar la situación actual, y dada la incertidumbre puede tener más sentido que nunca plantearse distintos escenarios. Vemos que ha habido un repunte en la prima de riesgo de mercado requerida por los inversores, lo que debería plasmarse en el análisis de coste de capital dentro de una valoración por flujos de caja descontados bajo los distintos escenarios mencionados”, explica **Zoido**. Pese a todo, los fundamentos de valoración no han cambiado, el valor de un negocio sigue estando determinado por las expectativas de los players del mercado. Lo que sí ha cambiado es el entorno macroeconómico, y al valorar una compañía, un potencial inversor, sin duda considerará el riesgo existente, la incertidumbre, la volatilidad y las perspectivas de recuperación. Por tanto, los métodos tradicionales de valoración siguen siendo válidos, siempre que se ajusten para abordar la incertidumbre de la situación actual. “Si utilizamos el Descuento de Flujos de Caja (DCF), ahora hay que proyectar en un entorno de mayor incertidumbre económica, por lo que nuestra recomendación es analizar diferentes escenarios futuros posibles y asignar probabilidades de consecución a cada uno de los escenarios. En la medida en que las proyecciones no se hayan actualizado en función de la coyuntura actual, el player consideraría que los flujos llevan asociado un mayor riesgo y probablemente aumentaría la tasa de descuento utilizada para estimar la cantidad que pagaría en una transacción ordinaria. Es decir, esto significaría ajustar la tasa de descuento añadiéndole un factor de riesgo (Alpha) de cara a reflejar la incertidumbre existente en este momento”, indica **Zoido**. En lo que respecta al enfoque de mercado, la coherencia de los inputs utilizados en el proceso de valoración, es clave para la razonabilidad del análisis. “Los múltiplos derivados de las compañías cotizables comparables deberán ser congruentes con la magnitud a la que se va a aplicar. Es decir, si se han ajustado las ventas, ebitda, etc. de la compañía como reflejo de menores expectativas de rentabilidad, se deberá aplicar un múltiplo de mercado apropiado que también refleje un ajuste. Existe el riesgo de duplicar el efecto en la valoración (double dip), por lo que hay que evaluar cuidadosamente si dichos inputs reflejan las condiciones actuales del mercado”, continúa el **Managing Partner de Duff & Phelps**. Y es que, en el caso concreto de las cotizadas, los múltiplos han estado

sujetos a un alto grado de volatilidad. El desplome de los mercados de renta variable en el primer trimestre hizo que se los múltiplos cayeran al disminuir la capitalización bursátil de las compañías. Desde abril, los mercados han mostrado una recuperación visible, y las valoraciones de los activos no cotizados también se han movido en esta línea. “No obstante, hay que tratar la subida en los múltiplos con cautela, ya que sin hacer los ajustes necesarios podría producirse un incremento en múltiplo distorsionado por el efecto denominador ya que la mayoría de las empresas han revisado sus estimaciones de 2020 para intentar que refleje la nueva realidad. A la hora de valorar utilizando dichos múltiplos, la coherencia de los inputs utilizados en el enfoque de mercado es clave para la razonabilidad del análisis. Hay que evaluar cuidadosamente que la magnitud sobre la que se apliquen dichos múltiplos refleje también las condiciones actuales del mercado”, señala **Zoido**.

“ **El método de descuento de flujos de caja cobra aún más relevancia a día de hoy ya que permite incorporar las especiales características de cada compañía y previsión de evolución de la compañía según su plan de negocio** ”

Por su parte, para **Vega de Seoane**, “el método de descuento de flujos de caja cobra aún más relevancia a día de hoy ya que permite incorporar las especiales características de cada compañía y las previsiones de evolución de la compañía según su plan de negocio. Los múltiplos de transacciones y de cotizadas comparables, estimamos que quedarán como referencia de valoración, pero serán de aplicación limitada ya que ni la evolución de cotizadas globales ni las magnitudes financieras de 2020, van a permitir presumiblemente una estimación de valoración por múltiplos”. Una opinión que comparte el **Director de Mazars**, para quien los múltiplos en estos momentos son una medida de valor que se ha de analizar y utilizar con mucha precaución, pues ponen en comparación un precio de un determinado momento con una magnitud de resultado (ebitda, beneficio neto, etc.), real o estimada. “Si comparamos los precios ajustados por la pandemia con las magnitudes disponibles de 2019 o las previsiones pre-Covid para 2020, sin duda, obtendremos unos múltiplos menores. Sin embargo, la actualización de las previsiones para 2020, con toda probabilidad mostrarán unos resultados a la baja, que impactarían los múltiplos al alza. La utilización de múltiplos comparables de compañías cotizadas requiere de un análisis muy riguroso y de una actualización continua, que en la actual situación de volatilidad e incertidumbre puede llevar a errores importantes en la valoración de empresas. Por ello, es recomendable la utilización de metodologías basadas en el “*income approach*”, como el DCF, mediante la implementación de modelos de proyecciones con distintos escenarios que permitan capturar el impacto del Covid-19 en el valor de la compañía y definir

la situación postCovid prevista”, afirma **García**, que recuerda que los asesores y valoradores se están viendo obligados a ser aún más rigurosos en los procesos de valoración, mientras trabajan con mayores niveles de creatividad y analizan todas las posibles variables en un contexto de mayores escenarios de ocurrencia. Sin embargo, según la experiencia de **Duato**, “el comprador suele huir de la lógica de los flujos de caja, porque las proyecciones financieras recogen sus propios planteamientos a futuro para la compañía. Normalmente suelen ver el valor desde la óptica de los múltiplos de transacciones comparables. Esta situación no ha cambiado, la discusión ahora mismo es definir sobre qué magnitud aplicamos el múltiplo: año 2019, presupuestado 2020, esperado 2020, real 2020, previsto 2021, ... La elección de uno u otro determinará el esquema de negociación para llegar al precio”.

“ **De cara a los próximos meses, la incertidumbre que ha generado los nuevos rebrotes del virus y el deterioro de la economía a nivel macro marcarán los tiempos de recuperación de la actividad de M&A y, con ella, la evolución alcista de precios y múltiplos** ”

PREVISIONES AÚN INCIERTAS

De cara a los próximos meses, la incertidumbre que ha generado los nuevos rebrotes del virus y el deterioro de la economía a nivel macro marcarán los tiempos de recuperación de la actividad de M&A y, con ella, la evolución alcista de precios y múltiplos. Lo cierto es que la paralización de la actividad transaccional de los dos primeros meses se debió más a los retrasos derivados del confinamiento y la necesidad de centrar la atención en la cartera de fondos y corporates, que a cancelaciones definitivas de las operaciones. En consecuencia, la desescalada se tradujo en el cierre de varios deals de calado, que han ido aumentando en número y volumen a lo largo del verano, impulsados especialmente por la intensa actividad de los private equities. A todos esos deals en stand by desde marzo, se sumarán nuevos procesos más propios de momentos de crisis, como reestructuraciones, compras oportunistas o

fusiones por problemas de liquidez, lo que, previsiblemente, incrementará aún más el número de deals. En palabras de **César García**, “en estos momentos, es muy difícil, por no decir imposible, vaticinar una fecha o rango razonable. Las noticias inmediatas en cuanto al control de la pandemia tampoco son optimistas, por lo que posibles retrocesos podrían ralentizar el proceso de recuperación de la economía y los precios de los activos”. Es importante recordar que España ha sufrido el confinamiento más drástico de nuestro entorno y el reto ahora es volver a poner la maquinaria a velocidad de crucero, lo que dependerá de la evolución de la economía y de la capacidad de adaptación de los sectores. Según los datos del segundo trimestre del año, mientras el PIB de la zona Euro cayó un 12,1%, en España cayó un 18,5%, es decir, un diferencial de 6,4 puntos cuando se esperaba una diferencia de 3,5. “La respuesta europea a la crisis materializada en el Fondo de Recuperación, de la que España es uno de los principales beneficiarios, es una gran noticia, pero ahora toca ser muy efectivos con las políticas públicas. El servicio de estudios del BBVA ha revisado a la baja la caída prevista del PIB español para 2020 (11,5%) y al alza la previsión de crecimiento para 2021 (7,0%). En nuestro país, la mayor o menor velocidad de salida dependerá de los sectores que no presentan un esquema en forma de “V” y por el comportamiento del empleo. La gran pregunta en estos momentos es ¿cuándo recuperaremos los niveles precrisis? En la Eurozona, la diferencia entre las previsiones de crecimiento precrisis para 2021 y las revisadas hay una brecha negativa del 4%. Con todo esto, pronunciarse ahora, de forma genérica, sobre cuándo se recuperarán las inversiones o cómo evolucionarán los Net Asset Value (NAV) es muy aventurado”, indica **Duato**. Para conocer las estimaciones de recuperación, **Duff & Phelps** realizó en la primera mitad del año, una encuesta a más de 100 fondos de private equity a nivel mundial. Los resultados reflejaban que el 36% de los gestores preveían que el NAV disminuiría entre un 6% y un 10% en el primer trimestre de 2020. Otro 30% de los encuestados creía que el NAV podría disminuir entre un 11% y un 20%, indicando bajadas significativas, pero algo menos drásticas que la caída bursátil. Cuando se les preguntó sobre el valor razonable de sus inversiones para finales de 2020, la mayoría de los encuestados se mostraron optimistas de que valdrían más que el 31 de marzo de 2020 (57%), pero solo el 11% espera que sus inversiones valgan más después de la crisis que antes, y el 26% espera que los valores sean menores en general. Mirando hacia 2021, casi la mitad (47%) estaba de acuerdo en que el valor razonable de sus inversiones no habrá recuperado los niveles anteriores al Covid-19 y sitúan la recuperación más allá de 2021.