



Polygon Global Partners LLP
4 Sloane Terrace
London SW1X 9DQ
United Kingdom

T +44 20 7901 8300
F +44 20 7901 8301

www.polygoninv.com

POLYGON

Dña. Carmen Iglesias Cano
Dña. María Antonia Linares Liébana
D. Juan Rodríguez Torres
Comité de Auditoría y Control del Consejo de Administración
REALIA BUSINESS, S.A.
Av. Del Camino de Santiago, 40
28050 Madrid

Por correo certificado y correo electrónico

10 de diciembre de 2018

Estimados señores:

Nos dirigimos a ustedes en nuestra calidad de gestor del fondo Polygon European Equity Opportunity Master Fund y de ciertas cuentas de clientes que en su conjunto poseen un interés económico superior al 10% del capital social de Realia Business, S.A. (“**Realia**”).

Nos gustaría reiterar nuestra preocupación, como hicimos ya públicamente en la Junta General de Accionistas de junio de 2018, y así consta en el acta de la misma, y en cartas dirigidas a Dña. Carmen Iglesias Cano y a Dña. María Antonia Linares Liébana en julio de 2018, acerca del uso que Realia hace de la Orden ECO 805/2003 de 27 de marzo (“**ECO**”) para valorar la cartera de terrenos de la compañía. Estamos particularmente preocupados por el uso de esta metodología como base de la preparación de las cuentas anuales consolidadas de Realia de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (“**NIIF**”) desde el año 2012.

Polygon considera que la aplicación del método ECO de valoración a la actividad de promoción residencial de Realia es impropio. Tiene como resultado una muy significativa infravaloración de la cartera de terrenos y, de ese modo, no refleja la verdadera imagen fiel de los activos de Realia, como requieren los principios contables y los estándares de auditoría internacionales.

Primero, el uso del método ECO no se puede justificar desde un punto de vista legal.

Como queda claro en el Artículo 2 de la Orden ECO, el uso del método ECO está prescrito para las siguientes cuatro circunstancias solamente:

“a) Garantía hipotecaria de créditos o préstamos que formen o vayan a formar parte de la cartera de cobertura de títulos hipotecarios emitidos por las entidades, promotores y constructores



POLYGON

a que se refiere el artículo segundo del Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario.

b) Determinación del valor razonable a efectos del apartado 4 de la norma de registro y valoración segunda de la segunda parte del Plan de contabilidad de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, aprobado por el Real Decreto 1317/2008, de 24 de julio, y determinación de la valoración de activos a efectos del artículo 68 de la Ley 20/2015, de 14 de julio de ordenación, supervisión y solvencia de entidades aseguradoras y reaseguradoras.

c) Determinación del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias reguladas en el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se regula el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

d) Determinación del patrimonio inmobiliario de los Fondos de Pensiones regulados en el Real Decreto 304/2004, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones.”

Es evidente que ninguna de estas circunstancias se puede aplicar a Realia o a sus cuentas anuales.

ECO es un método de “tasación” para circunstancias muy específicas, y no tanto de “valoración” de activos.

Por el contrario, los Estándares Globales de Valoración RICS de 2017 (el Libro Rojo RICS) (“**RICS**”) claramente contemplan en su Parte 5 *Usos de la Valoración* bajo el Uso 1 (VGPA1) que el método de valoración RICS es apropiado para su uso por aquellas compañías, como Realia, que hayan adoptado los estándares NIIF para la elaboración de sus cuentas. El párrafo 1.2 del VGPA1 explicita algo que es evidente:

“Las valoraciones realizadas para su inclusión en los estados contables requieren especial atención ya que deben ajustarse estrictamente a los estándares contables aplicables que hayan sido adoptados por la entidad.”

Segundo, el método de valoración ECO está solamente reconocido en España, y sólo para los usos explicitados en la Orden ECO. Consecuentemente, el método ECO no se puede utilizar como base para la elaboración de estados contables o para otro uso que no sea uno de los casos de la Orden ECO, y específicamente no puede ser usado por una compañía cotizada como Realia que está en la obligación de preparar sus cuentas de acuerdo con los estándares NIIF adoptados por la Unión Europea. Tal uso impide una correcta comparación de las cuentas de Realia con las de otras compañías del sector en la Unión Europea. Es un hecho que, de todas las compañías inmobiliarias cotizadas en España, Realia es la única que usa ECO para valorar parte de sus activos.



POLYGON

Más concretamente, el estándar NIIF 13 se refiere al concepto del “valor razonable” en estos términos:

“Una medición a valor razonable de un activo no financiero tendrá en cuenta la capacidad del participante de mercado para generar beneficios económicos mediante la utilización del activo en su máximo y mejor uso o mediante la venta de éste a otro participante de mercado que utilizaría el activo en su máximo y mejor uso”

Es evidente, a la vista de esta definición, que una simple “tasación” para supuestos muy específicos, como se describe en la Orden ECO, es incompatible con el estándar NIIF 13. Ninguna de las circunstancias recogidas en la Orden ECO representan el “máximo y mejor uso” de los activos de la compañía.

Hay dos principios contables aparentemente opuestos en estos casos: el principio de “prudencia” y el principio de “imagen fiel”. Pero tanto en el Plan General de Contabilidad español como en los estándares NIIF internacionales, ningún principio debe prevalecer sobre otro, de modo que el uso de una excesiva prudencia no puede impedir la representación fiel de los activos de la compañía.

Más específicamente, el Plan General de Contabilidad español requiere que los auditores se aseguren de que *“la información suministrada sea comprensible y útil para los usuarios al tomar sus decisiones económicas, debiendo mostrar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa”*.

Asimismo, los estándares NIIF también han dado pautas para la aplicación del principio de prudencia, de tal modo que:

“... el ejercicio del principio de prudencia no permite, por ejemplo, la creación de reservas ocultas o exceso de provisiones, la subestimación deliberada de activos o rendimientos, o la sobrestimación de pasivos o gastos, pues los estados financieros no serían neutros y, por lo tanto, carecerían de calidad y fiabilidad”.

La Consulta 7 del ICAC (BOICAC número 80/2009) “sobre el criterio aplicable para contabilizar el deterioro de las existencias y de las inversiones inmobiliarias por parte de una empresa inmobiliaria” describe que, en el caso de las existencias, es el “valor neto realizable” (VNR), establecido en el Marco Conceptual de la Contabilidad (MCC), el que debe prevalecer. Este concepto requiere una estimación adecuada del valor que puede ser extraído de un activo mediante su desarrollo, después de descontar los costes de venta o, si esta estimación no fuera posible, al menos el valor de mercado de reposición de dichas existencias. Este concepto es pues también contrario a los objetivos de la Orden ECO.



POLYGON

Esto mismo también es reconocido por TINSA, el valorador de las actividades de promoción inmobiliaria de Realia, en su Working Paper de 10 de diciembre de 2013¹, donde parece claramente pronunciarse en contra del uso de ECO para representar la “imagen fiel” de los activos de la compañía:

“Simplemente debe de prevalecer aquel principio o principios de cuya aplicación y concreción se derive que las cuentas anuales reflejen de la forma más fiel posible la imagen de la empresa. Esta cuestión es ciertamente relevante, ya que supone un claro punto de diferenciación con respecto a las tasaciones realizadas para garantía hipotecaria conforme a la Orden ECO 805/2003, de 27 de marzo.”

Tercero, con todo lo anterior en mente, nos gustaría tratar de la responsabilidad del Comité de Auditoría y Control del Consejo de Administración de Realia en general, y en particular en cuanto a la circunstancia de la potencial infravaloración de los activos de Realia.

De acuerdo al artículo 44 del Reglamento del Consejo de Realia, como parte de sus deberes, el Comité de Auditoría del Consejo de Administración:

1. Es el responsable último del proceso de selección de los auditores.
2. Debe recabar regularmente de los auditores información sobre el plan de auditoría y su ejecución.
3. Supervisa el proceso de elaboración y presentación de la información financiera preceptiva, y además supervisa el proceso de elaboración de las cuentas anuales.
4. Informa al Consejo acerca de la corrección y la fiabilidad de las cuentas anuales y el resto de información financiera de Realia.

Asimismo, de acuerdo con la Guía Técnica 3/2017 aprobada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores acerca de las comisiones de auditoría de entidades de interés público (i.e. entre otras, las sociedades cotizadas), el Comité de Auditoría y Control del consejo de Administración:

1. Debe evaluar, teniendo en cuenta las diferentes fuentes de información disponibles (incluyendo la auditoría externa), si la entidad ha aplicado correctamente las políticas contables.

¹ TINSA Research Working Paper “La valoración de inmuebles desde la perspectiva del Plan General Contable”(<https://www.tinsa.es/servicio-de-estudios/otros-informes/la-valoracion-de-inmuebles-a-efectos-contables/>)



POLYGON

2. Será responsable del proceso de selección del auditor externo, para lo cual debe considerar el alcance de la auditoría, la capacitación, experiencia y recursos del auditor, así como la efectividad y calidad de los servicios de auditoría a prestar.
3. Debe recabar regularmente del auditor información sobre el plan de auditoría y la ejecución del mismo.
4. Debe discutir con el auditor los juicios realizados acerca de la calidad y la aplicabilidad de los principios contables de la compañía.
5. Debe comentar con el auditor los métodos e hipótesis utilizadas por la dirección en las estimaciones contables significativas, así como el efecto de la consideración de métodos o hipótesis alternativas, y la consideración por el auditor de datos o información que pudieran ser contradictorios con las hipótesis de la dirección
6. Debe revisar con el auditor los hallazgos significativos derivados de su trabajo y el contenido del informe de auditoría y emitir un informe acerca de la actuación del auditor y cómo el auditor ha contribuido a la claridad de la auditoría y la integridad de la información financiera.
7. Debe informar al Consejo de Administración y, en su caso, a las autoridades supervisoras, si considera que hay aspectos preocupantes o sin resolver sobre la calidad de la auditoría.

Basado en lo anterior, como parte de sus deberes tendientes a asegurar la calidad de la auditoría externa y la exactitud de las cuentas anuales y el resto de información financiera de Realia, el Comité de Auditoría y Control del Consejo de Administración de Realia debería asegurarse de que los auditores externos de la compañía, Ernst & Young (“EY”), cumplan con sus deberes contractuales y estatutarios de modo que las cuentas anuales de Realia presenten la imagen fiel de los activos y pasivos de la compañía. En particular, el Comité de Auditoría y Control debe asegurarse de que EY cumpla con sus obligaciones que derivan de, entre otras fuentes:

1. Los artículos 1.2 y 4 de la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, y de los artículos 4 y 6 del Real Decreto 1517/2011, de 31 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento que desarrolla el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio.; y
2. Los principios de contabilidad generalmente aceptados bajo el Marco Conceptual de la Contabilidad del Plan General de Contabilidad, adoptado por el Real Decreto 1514/2007 de 16 de noviembre.

En este contexto, el Comité de Auditoría y Control de Realia debe revisar si EY, como auditores externos, está cumpliendo con su obligación de asegurarse que las cuentas anuales presentan la imagen fiel del desempeño financiero y la condición de Realia, y en



POLYGON

particular si los principios de prudencia y de imagen fiel han sido correctamente observados.

ECO es un método de valoración que es significativamente más conservador que RICS, por su propia naturaleza y objetivo legal explícito. Como resultado, el uso de ECO puede resultar en una infravaloración significativa de los activos de Realia, especialmente cuando se la compara a sus competidores directos en el mercado español.

Teniendo en cuenta que EY ha auditado los estados financieros de Realia, y dichos estados financieros incluyen una valoración de los activos en renta de Realia realizada de acuerdo al método RICS, y por lo tanto EY debe haber aceptado el Uso 1 de RICS (VGPA1), nos parece inexplicable que, en los mismos estados financieros, EY pueda también aprobar sin pegas el uso del método ECO para valorar los activos de promoción residencial. Esto es aún más sorprendente en tanto que EY es también el auditor de dos de las cinco otras compañías cotizadas en España dedicadas a la promoción residencial, Aedas y Quabit, las cuales usan el método RICS (como hacen, de hecho, todas las compañías inmobiliarias cotizadas excepto Realia).

Reconocemos que EY ha incluido en los estados financieros más recientes de Realia una lista de “*cuestiones clave de la auditoría*”. Estas incluyen la valoración de las existencias e inversiones inmobiliarias de Realia en vista de (1) los importes tan significativos de que se trata, y (2) el alto grado de sensibilidad de estas valoraciones cuando se alteran las hipótesis subyacentes a dichas valoraciones. Sin embargo, en circunstancias en las cuales no se puede justificar el uso del método ECO ni desde el punto de vista legal ni desde un punto de vista contable, EY debería haber ido más allá en su cualificación de los estados financieros de Realia. Nos parece sorprendente que, en el informe anual del auditor, EY no haga ningún comentario acerca de si los métodos de valoración usados por Realia son correctos, en particular en relación a: (1) si es correcto que Realia mezcle dos métodos de valoración diferentes en sus cuentas anuales (cuando antes usaba sólo RICS), y (2) si ECO es, en definitiva, un método apropiado de valoración.

En conclusión, en nuestra opinión, el uso de ECO para valorar los activos de promoción residencial de Realia es incorrecto. Es nuestra impresión que el Comité de Auditoría y Control del Consejo de Administración no ha tomado los pasos suficientes para asegurarse la calidad del trabajo de auditoría y de que EY certifique razonablemente las cuentas anuales individuales y consolidadas de Realia con arreglo a sus deberes contractuales y estatutarios.

Nos gustaría recordar a los miembros del Comité de Auditoría y Control que las cuentas anuales de Realia publicadas desde el año 2012 han servido como la información principal con base en la cual los accionistas de la compañía han tomado sus decisiones de compra o venta de acciones, incluyendo las tres ampliaciones de capital (en 2015, 2016 y la que está ahora en curso en 2018) además de las dos ofertas de adquisición de acciones (OPAs) lanzadas por Inversora Carso S.A. de C.V. (en 2015 y 2016). Como tal, las consecuencias de un potencial uso impropio del método ECO de valoración afectan a todos los accionistas.



POLYGON

En el comunicado de prensa de Realia de 3 de diciembre de 2018, la compañía afirma que *“cabe señalar que fue en 2012 cuando se estableció en Realia la valoración ECO, decisión que fue ajena de la administración actual que comenzó en 2015”*. Incluso si fueron otro equipo gestor o consejeros quienes inicialmente tomaron una decisión inadecuada, esto no exoneraría a los presentes miembros del Comité de Auditoría y Control si el uso de un método de valoración es incorrecto. Los miembros actuales, en su puesto desde al menos el año 2015 (y dos de ellos ejerciendo como consejeros desde el año 2007), han tenido multitud de oportunidades de corregir este asunto. Asimismo, nos gustaría resaltar que la razón aducida por Realia en el año 2012 para justificar el cambio del método de valoración de sus actividades de promoción residencial de RICS a ECO (el *“proceso de negociación para reestructurar la deuda de su negocio residencial con el sindicato de bancos acreedores”*) es, en todo caso, irrelevante tras la refinanciación de la deuda de Realia que ocurrió en el año 2016.

Esperamos recibir la respuesta razonada tanto del Comité de Auditoría y Control de Realia, como de EY, acerca de este tema, **dentro de los próximos 7 días naturales**. En ausencia de una respuesta completa y satisfactoria que aborde adecuadamente nuestras preocupaciones, nos reservamos el derecho a tomar cuantas acciones nos aconsejen adoptar. Estas acciones podrían incluir, sin carácter limitativo, la solicitud de una consulta o una investigación formal al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) acerca del uso del método ECO en el contexto de la preparación de estados financieros de acuerdo a los estándares NIIF como corresponde a una compañía cotizada en la Unión Europea, de acuerdo con los artículos 49 y 50 de la Ley 22/2005, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas.

Una copia de esta carta ha sido enviada a TINSA en vista de la opinión que expresan en su Working Paper al que nos referimos con anterioridad.

Le enviamos copia también a EY, en su capacidad de auditor externo de Realia.

Atentamente,

Polygon Global Partners LLP

Cc:

TINSA

Mr. Francisco V. Fernández Romero, EY

Mr. Gerardo Kuri-Kaufmann

Mr. Juan Antonio Franco