

Esta edición (5ª) está compuesta por **59 capítulos**. Cada uno de ellos puede descargarse **gratuitamente** en el *link* que aparece a continuación.

Capítulo	Descargable en:
Índice, introducción y glosario	<a href="http://ssrn.com/abstract=2202141">http://ssrn.com/abstract=2202141</a>
C1 Métodos de valoración de empresas	<a href="http://ssrn.com/abstract=1267987">http://ssrn.com/abstract=1267987</a>
C2 Descuento de flujos: lo fundamental y las complicaciones innecesarias	<a href="http://ssrn.com/abstract=2089397">http://ssrn.com/abstract=2089397</a>
C3 Valoración de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías	<a href="http://ssrn.com/abstract=1266623">http://ssrn.com/abstract=1266623</a>
C4 WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores	<a href="http://ssrn.com/abstract=1633408">http://ssrn.com/abstract=1633408</a>
C5 Prima de riesgo del mercado: histórica, esperada, exigida e implícita	<a href="http://ssrn.com/abstract=897676">http://ssrn.com/abstract=897676</a>
C6 Prima de riesgo del mercado utilizada para España: encuesta 2011	<a href="http://ssrn.com/abstract=1822422">http://ssrn.com/abstract=1822422</a>
C7 La Prima de Riesgo del Mercado según 100 Libros	<a href="http://ssrn.com/abstract=1166703">http://ssrn.com/abstract=1166703</a>
C8 El peligro de utilizar betas calculadas	<a href="http://ssrn.com/abstract=897700">http://ssrn.com/abstract=897700</a>
C9 Betas utilizadas por directivos y profesores europeos	<a href="http://ssrn.com/abstract=1419919">http://ssrn.com/abstract=1419919</a>
C10 65 problemas sencillos de finanzas resueltos y 1462 respuestas erróneas	<a href="http://ssrn.com/abstract=2021345">http://ssrn.com/abstract=2021345</a>
C11 205 preguntas y respuestas sobre finanzas	<a href="http://ssrn.com/abstract=1617323">http://ssrn.com/abstract=1617323</a>
C12 145 errores en valoraciones de empresas	<a href="http://ssrn.com/abstract=962921">http://ssrn.com/abstract=962921</a>
C13 Endesa: valoraciones y OPA a €41/acción en 2007	<a href="http://ssrn.com/abstract=900333">http://ssrn.com/abstract=900333</a>
C14 Valoración de las acciones de ELECTRABUN. Un caso real	<a href="http://ssrn.com/abstract=2001450">http://ssrn.com/abstract=2001450</a>
C15 Una respuesta al caso <i>Valoración de las acciones de ELECTRABUN</i>	<a href="http://ssrn.com/abstract=2008276">http://ssrn.com/abstract=2008276</a>
C16 Tres sentencias judiciales con varios errores sobre valoración	<a href="http://ssrn.com/abstract=1538922">http://ssrn.com/abstract=1538922</a>
C17 Valoración de una expropiación: YPF y Repsol en Argentina	<a href="http://ssrn.com/abstract=2183603">http://ssrn.com/abstract=2183603</a>
C18 1.959 valoraciones de la expropiación del 51% de YPF	<a href="http://ssrn.com/abstract=2205050">http://ssrn.com/abstract=2205050</a>
C19 El valor de las acciones sin voto: un caso real	<a href="http://ssrn.com/abstract=1871827">http://ssrn.com/abstract=1871827</a>
C20 Valoración de marcas e intangibles	<a href="http://ssrn.com/abstract=975471">http://ssrn.com/abstract=975471</a>
C21 Valoración de opciones reales: dificultades, problemas y errores	<a href="http://ssrn.com/abstract=1159045">http://ssrn.com/abstract=1159045</a>
C22 Valoraciones de Amazon, Terra y empresas de internet	<a href="http://ssrn.com/abstract=934324">http://ssrn.com/abstract=934324</a>
C23 Ejemplos de burbujas: Telepizza y otras 6 empresas	<a href="http://ssrn.com/abstract=951174">http://ssrn.com/abstract=951174</a>
C24 Valoración de empresas estacionales por descuento de flujos	<a href="http://ssrn.com/abstract=1392146">http://ssrn.com/abstract=1392146</a>
C25 Valoración y compra de RJR Nabisco	<a href="http://ssrn.com/abstract=1121715">http://ssrn.com/abstract=1121715</a>
C26 Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos	<a href="http://ssrn.com/abstract=918469">http://ssrn.com/abstract=918469</a>
C27 Análisis del trabajo de los analistas y de los gestores de fondos	<a href="http://ssrn.com/abstract=568144">http://ssrn.com/abstract=568144</a>
C28 La inflación disminuye el valor de las empresas	<a href="http://ssrn.com/abstract=1125625">http://ssrn.com/abstract=1125625</a>
C29 Estructura óptima de capital y estructura de varias empresas	<a href="http://ssrn.com/abstract=1767898">http://ssrn.com/abstract=1767898</a>
C30 Balance y Cuenta de Resultados de la Familia Sanz	<a href="http://ssrn.com/abstract=2600866">http://ssrn.com/abstract=2600866</a>
C31 Balance y cuenta de resultados de Madera Inc: significado de las cuentas	<a href="http://ssrn.com/abstract=2441875">http://ssrn.com/abstract=2441875</a>
C32 Beneficio, flujos, balance reducido y RNC. Madera Inc	<a href="http://ssrn.com/abstract=895267">http://ssrn.com/abstract=895267</a>
C33 Significado de Fondos Propios y Beneficio. Madera Inc	<a href="http://ssrn.com/abstract=2252485">http://ssrn.com/abstract=2252485</a>
C34 Preguntas para consejeros sobre el dinero de la empresa	<a href="http://ssrn.com/abstract=1898186">http://ssrn.com/abstract=1898186</a>
C35 10 errores frecuentes de algunos abogados sobre finanzas y contabilidad	<a href="http://ssrn.com/abstract=2420478">http://ssrn.com/abstract=2420478</a>
C36 Análisis de una inversión: Iron West	<a href="http://ssrn.com/abstract=2439944">http://ssrn.com/abstract=2439944</a>
C37 El PER, la rentabilidad exigida y el crecimiento esperado	<a href="http://ssrn.com/abstract=2430662">http://ssrn.com/abstract=2430662</a>
C38 Valoración de empresas por descuento de flujos: Ejemplos sencillos	<a href="http://ssrn.com/abstract=2430335">http://ssrn.com/abstract=2430335</a>
C39 Bancos españoles en 1991-2013: Rentabilidad para los accionistas:	<a href="http://ssrn.com/abstract=2397314">http://ssrn.com/abstract=2397314</a>
C40 Liberbank y las preferentes de Caja Cantabria: derecho y sensatez	<a href="http://ssrn.com/abstract=2430346">http://ssrn.com/abstract=2430346</a>
C41 Bankia: 30 preguntas	<a href="http://ssrn.com/abstract=959197">http://ssrn.com/abstract=959197</a>
C42 Lehman: sobre la previsibilidad de su insolvencia	<a href="http://ssrn.com/abstract=2022212">http://ssrn.com/abstract=2022212</a>
C43 Swaps de tipos de interés	<a href="http://ssrn.com/abstract=2191702">http://ssrn.com/abstract=2191702</a>
C44 Valoración de bonos del Estado: valor actual y TIR	<a href="http://ssrn.com/abstract=2430342">http://ssrn.com/abstract=2430342</a>
C45 Análisis de bonos: duración y convexidad	<a href="http://ssrn.com/abstract=2439946">http://ssrn.com/abstract=2439946</a>
C46 Bonos singulares: perpetuos, "bella durmiente", "matusalén", basura...	<a href="http://ssrn.com/abstract=2439953">http://ssrn.com/abstract=2439953</a>
C47 21 bonos estructurados y 9 participaciones preferentes	<a href="http://ssrn.com/abstract=2027062">http://ssrn.com/abstract=2027062</a>
C48 Cinco reestructuraciones: Thorn EMI, UAL, Sealed Air, Florida P&L, Banesto.	<a href="http://ssrn.com/abstract=2430658">http://ssrn.com/abstract=2430658</a>
C49 Liberbank: expropiación ilegal de €484 millones.	<a href="http://ssrn.com/abstract=2458901">http://ssrn.com/abstract=2458901</a>
C50 Conceptos básicos sobre derivados: opciones, <i>forwards</i> y futuros	<a href="http://ssrn.com/abstract=2464077">http://ssrn.com/abstract=2464077</a>

C51 CAPM ( <i>capital asset pricing model</i> ): un modelo absurdo	<a href="http://ssrn.com/abstract=2499455">http://ssrn.com/abstract=2499455</a>
C52 Información adicional para saber algo de un banco	<a href="http://ssrn.com/abstract=2569067">http://ssrn.com/abstract=2569067</a>
C53 Beneficio y flujo: una decisión discutible y un hecho	<a href="http://ssrn.com/abstract=1182255">http://ssrn.com/abstract=1182255</a>
C54 IBEX 35: 1991-2014. Rentabilidad y creación de valor	<a href="http://ssrn.com/abstract=2569112">http://ssrn.com/abstract=2569112</a>
C55 Rentabilidad injustificable de los fondos de Pensiones	<a href="http://ssrn.com/abstract=2724056">http://ssrn.com/abstract=2724056</a>
C56 El Corte Inglés, Mercadona, Día y Amazon: Análisis de Balances y CR	<a href="http://ssrn.com/abstract=2701199">http://ssrn.com/abstract=2701199</a>
C57 Abengoa y su auditoría: algunas preguntas	<a href="http://ssrn.com/abstract=2704780">http://ssrn.com/abstract=2704780</a>
C58 Dilema familiar moral sobre impuestos y respuestas de lectores	<a href="http://ssrn.com/abstract=2721703">http://ssrn.com/abstract=2721703</a>
C59 Errores elementales de 4 Abogados del Estado	<a href="http://ssrn.com/abstract=2628803">http://ssrn.com/abstract=2628803</a>

Dedico este libro a mis padres y a Lucía, mi mujer, por estar siempre ahí y por su ejemplo constante de virtudes: esperanza, fortaleza, sensatez... Agradezco a mis hijos Isabel, Pablo, Paula, Juan, Lucía, Javier y Antonio el ser, además de muchas otras cosas, fuente de alegría, de vida y de sensatez.

El libro proporciona al lector a) los conocimientos necesarios para comprender y utilizar los distintos métodos de valoración; b) las herramientas necesarias para analizar y valorar cualquier empresa por compleja que sea; y c) criterios para enjuiciar cualquier valoración de una empresa. Para ayudar al lector en la asimilación de los conceptos, el libro contiene 394 figuras, 570 tablas, más de 100 ejemplos, más de 850 comentarios de lectores a los distintos capítulos y varios casos reales.

La valoración de las acciones de una empresa requiere "oficio", esto es, sensatez, experiencia y algunos conocimientos técnicos. La mayoría de los errores en valoraciones se deben a falta de "oficio".

Mediante casos reales, errores en valoraciones reales, ejemplos y comentarios de lectores, este libro pretende proporcionar al lector "oficio" para analizar y valorar empresas.

Este libro contiene material de los cursos que imparto a directivos de empresas y a los alumnos del Master en el IESE. También incluye material que he presentado en cursos y congresos especializados de valoración realizados en Alemania, Argentina, Austria, Bélgica, Brasil, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Grecia, Inglaterra, Irlanda, Italia, Méjico, Perú, Suecia, Suiza y Uruguay.

Los capítulos se han reformado varias veces como consecuencia de las sugerencias de los alumnos que he tenido desde 1989, de mi trabajo docente y de mi experiencia como consultor especializado en valoración, compra-venta y procesos judiciales de empresas.

Agradezco a mis sucesivos asistentes de investigación José Ramón Contreras, Teresa Modroño, Gabriel Rabasa, Laura Reinoso, Jose M<sup>a</sup> Carabias, Vicente Bermejo, Javier del Campo, Luis Corres, Pablo Linares y Alberto Ortiz su valiosísima ayuda para corregir y completar diversas versiones de este libro.

También agradezco a todos mis compañeros del IESE toda la ayuda que me han prestado a lo largo de estos más de 25 años. A Carlos Cavallé por haberme contratado y a Jordi Canals por no haberme despedido. Javier Aguirreamalloa, José Manuel Campa, Javier Estrada, Luis Palencia y M<sup>a</sup> Jesús Grandes realizaron valiosas aportaciones que contribuyeron a mejorar este trabajo. Hago mención especial de Vicente Font y de don Josep María Pujol por haber sido mis maestros de "sensatez" y por su ayuda en muchos otros ámbitos.

xiPppmLm510

IESE. Universidad de Navarra. Camino del Cerro del Águila 3. 28023 Madrid. Tel. 91-211 3000

**Cambio en el título del libro.** En las 2 primeras ediciones, el título del libro fue "Valoración de empresas y sentido común". A partir de la 3ª se titula "Valoración de empresas y sensatez".

**El motivo del cambio:** La RAE cambió la definición de "**sentido común**" (¿por qué?) en 2001:

- Hasta la 21ª edición (1992). **Sentido común:** facultad que la generalidad de las personas tiene de juzgar razonablemente de las cosas. (**Razonablemente:** conforme a la razón)
- Según la 22ª edición (2001). **Sentido común:** Modo de pensar y proceder tal como lo haría la generalidad de las personas.

**sensatez.** 1. f. Cualidad de sensato. [sensato, ta. (Del lat. *sensātus*). 1. adj. Prudente, cuerdo, de buen juicio].

**prudencia.** (Del lat. *prudētia*). 1. f. Templanza, cautela, moderación. 2. f. Sensatez, buen juicio. 3. f. Rel. Una de las cuatro virtudes cardinales, que consiste en discernir y distinguir lo que es bueno o malo, para seguirlo o huir de ello.

*Fuente: Diccionario de la RAE*

## ÍNDICE

### C1 Métodos de valoración de empresas

1. Valor y precio. ¿Para qué sirve una valoración?
2. Métodos basados en el balance (valor patrimonial)
  - 2.1. Valor contable. 2.2. Valor contable ajustado o valor del activo neto real. 2.3. Valor de liquidación.
  - 2.4. Valor substancial. 2.5. Valor contable y valor de mercado
3. Métodos basados en la cuenta de resultados
  - 3.1. Valor de los beneficios (PER). 3.2. Valor de los dividendos. 3.3. Múltiplo de las ventas.
  - 3.4. Otros múltiplos. 3.5. Múltiplos utilizados para valorar empresas de Internet.
4. Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o *goodwill*
5. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (*cash flows*)
  - 5.1. Método general para el descuento de flujos
  - 5.2. Determinación del cash flow adecuado para descontar y balance financiero de la empresa
    - 5.2.1. *Free cash flow*. 5.2.2. *Cash flow* para las acciones. 5.2.3. *Capital cash flow*
  - 5.3. Valor de la empresa a través del *free cash flow*
  - 5.4. Valor sin apalancamiento más valor de los ahorros fiscales debidos a la deuda
  - 5.5. Valor de las acciones a partir del cash flow para las acciones
  - 5.6. Valor de la empresa a partir del *capital cash flow*
  - 5.7. Etapas básicas de una valoración por descuento de flujos
6. ¿Qué método emplear?
7. La empresa como suma de valores de distintas divisiones. *Break-up value*
8. Las opiniones de los especialistas en valoración: los analistas
9. Factores clave que afectan al valor: crecimiento, rentabilidad, riesgo y tipos de interés.
10. Burbujas especulativas en la bolsa
11. El efecto del 11 de septiembre de 2001 en la bolsa fue pasajero
12. Comentarios sobre valoración
- Anexo 1. Ley 44/2002 y Ley de Sociedades Anónimas modificada (1564/1989)
- Anexo 2. Norma técnica del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) de 23 de octubre de 1991
- Anexo 3. Errores más habituales en valoración de empresas

### C2 Valoración de empresas por descuento de flujos: lo fundamental y las complicaciones innecesarias

1. Valoración de bonos del Estado
2. Aplicación de la valoración de los bonos del Estado a la valoración de empresas
  - 2.1 Valoración de la deuda. 2.2 Valoración de las acciones
3. Ejemplo numérico
4. Primera complicación innecesaria: la beta ( $\beta$ ) y la prima de riesgo del mercado
5. Segunda complicación innecesaria: el free cash flow y el WACC
6. Tercera complicación innecesaria: el capital cash flow y el WACC antes de impuestos
7. Cuarta complicación: el valor actual del ahorro de impuestos por el pago de intereses (VTS)
8. Quinta complicación: la empresa desapalancada,  $K_u$  y  $V_u$
9. Sexta complicación: distintas teorías sobre el VTS
10. Varias relaciones entre la beta desapalancada ( $\beta_u$ ) y la beta apalancada ( $\beta_l$ )
11. Más relaciones entre la beta desapalancada y la beta apalancada
12. Mezclando datos contables con la valoración: el beneficio económico
13. Otra mezcla de datos contables con la valoración: el EVA (*economic value added*)
14. Afirmar que la beta puede calcularse mediante una regresión de datos históricos
15. Afirmar que "*el mercado tiene una PRM*" y que puede calcularse
- Anexo 1. Conceptos y ecuaciones principales. Anexo 2. Resultados principales del ejemplo numérico

### C3 Valoración de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías

1. Diez métodos de valoración de empresas por descuento de flujos
  1. *Cash flow* para las acciones (CFac) y rentabilidad exigida a las acciones ( $K_e$ ).
  2. *Free cash flow* (FCF) y WACC (coste ponderado de los recursos). Definición de WACC.
  3. *Capital cash flow* (CCF) y  $WACC_{BT}$  (coste ponderado de los recursos, antes de impuestos).
  4. Valor actual ajustado (APV)
  5. *Free cash flow ajustado al riesgo del negocio* y  $K_u$  (rentabilidad exigida a los activos).
  6. *Cash flow* para las acciones *ajustado al riesgo del negocio* y  $K_u$  (rentabilidad exigida a los activos).
  7. Beneficio económico y de  $K_e$  (rentabilidad exigida a las acciones).
  8. EVA (*economic value added*) y del WACC (coste ponderado de los recursos).
  9. *Free cash flow ajustado a la tasa sin riesgo* y de la tasa libre de riesgo

10. *Cash flow* para las acciones *ajustado a la tasa sin riesgo* y de la tasa libre de riesgo
2. Teorías sobre el valor del ahorro de impuestos debido a los intereses (VTS)
  - Modigliani y Miller (1963), Myers (1974), Miles y Ezzell (1980), Harris y Pringle (1985), Ruback (1995), Damodaran (1994), el método de los prácticos y Fernández (2007).
3. Un ejemplo. Valoración de la empresa Delta Inc.
  - Previsiones de balances, cuentas de resultados y flujos. Valoración según los 10 métodos y las 7 teorías
4. Diferencias en la valoración según las 7 teorías
- Anexo 1. Fórmulas de valoración según las principales teorías. Valor de la deuda (D) = Nominal (N)
- Anexo 2. Fórmulas de valoración cuando el valor de la deuda (D) no coincide con el nominal o valor contable (N)
- Anexo 3. Algunas referencias. Anexo 4. Comentarios de lectores

#### C4 WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores

1. Definición de WACC
2. Algunos errores debidos a no recordar la definición del WACC
3. Un ejemplo de una valoración con un WACC mal calculado
4. Otra valoración con un WACC mal calculado
5. El WACC y el ahorro de impuestos debido al pago de intereses o *value of tax shields* (VTS)
6. Conclusiones
- Anexo 1. Cálculo del WACC

#### C5 La prima de riesgo del mercado: histórica, esperada, exigida e implícita

0. Introducción
1. Métodos propuestos para calcular la prima de riesgo del mercado
  - 1.1. Diferencia entre las rentabilidades históricas de la bolsa y de la renta fija
  - 1.2. A partir de la ecuación de Gordon y Shapiro. 1.3. Encuesta a los analistas y a los inversores
  - 1.4. A partir de la TIR de los dividendos esperados. 1.5. A partir del inverso del PER
  - 1.6. Como la diferencia de las volatilidades de la bolsa y de los bonos a largo
  - 1.7. Estudios más recientes
2. Evolución de la bolsa y de la inflación en España
3. Rentabilidad de la bolsa sobre la renta fija en España
4. Rentabilidad de las acciones y de la renta fija en USA
  - 4.1. Rentabilidad. 4.2. Volatilidad
5. Rentabilidad de la bolsa sobre la renta fija en USA
  - 5.1. Periodo 1926-2004
  - 5.2. Periodo 1802 -1925
6. Comparación de la bolsas española y norteamericana
  - 6.1. Evolución de los índices bursátiles. 6.2. Correlación entre las bolsas ambos países
  - 6.3. El efecto de la inflación en ambos países. 6.4. Volatilidad
7. Rentabilidad diferencial sobre la renta fija en distintos países
8. Prima de riesgo norteamericana y española a partir de la ecuación de Gordon y Shapiro
9. Comparación reciente de la evolución de la bolsa en España, Alemania, Japón y USA
10. Conclusión: ¿Existe "la" prima de riesgo del mercado?

#### C6 Prima de riesgo del mercado utilizada para España: encuesta 2011

1. Resultados más relevantes de la encuesta
2. Comentarios de las contestaciones
  - 2.1. 24 comentarios de personas que utilizan la prima de riesgo
  - 2.2. 15 comentarios de personas que no utilizan la prima de riesgo
3. Diferencias con otras encuestas
4. Lo que dicen la CNE y la CMT sobre la prima de riesgo
5. Prima de Riesgo del Mercado: Histórica, Esperada, Exigida e Implícita

#### C7 La Prima de Riesgo del Mercado según 100 Libros

1. Introducción
2. La prima de riesgo del mercado en los 100 libros
3. Cuatro conceptos diferentes: Prima de Riesgo Histórica, Esperada, Exigida e Implícita
4. Conclusión
- Anexo 1. Prima de Riesgo del Mercado recomendada y utilizada en 100 libros
- Comentarios de lectores a ediciones anteriores

#### C8 El peligro de utilizar betas calculadas

1. Las betas calculadas con datos históricos cambian mucho de un día para otro
2. Las betas calculadas dependen de qué índice bursátil se tome como referencia

3. Las betas calculadas dependen de qué periodo histórico se utilice.
4. Las betas calculadas dependen de qué rentabilidades (mensuales, anuales,...) se utilicen.
5. Es difícil poder afirmar que la beta de una empresa es superior o inferior a la beta de otra
6. Las betas calculadas tienen muy poca relación con la rentabilidad de las acciones
7. Cálculo cualitativo (con sensatez) de la beta
8. Betas de Telefónica en diciembre de 2006
9. Regalo de cumpleaños del profesor Termes.
- Anexo 1. Betas históricas de 106 empresas del mercado continuo en diciembre de 2001.
- Anexo 2. Otros datos sobre las betas del anexo 1
- Anexo 3. Betas históricas de sectores en USA en diciembre de 2001. Anexo 4. Betas de Telefónica (diciembre de 2006) respecto al IBEX 35. Anexo 5. respecto al Euro Stoxx 50. Anexo 6. respecto al S&P 500.

### C9 Betas utilizadas por directivos y profesores europeos en 2009

1. Diferencias entre directivos y profesores
2. Dispersión de las betas proporcionadas por webs y bases de datos
3. Esquizofrenia en valoración de empresas
4. ¿Sirven para algo las betas calculadas?
5. Cálculo de la rentabilidad exigida sin hacer regresiones
6. Conclusión
- Anexos. 1. Resultados de la encuesta a profesores por países. 2. 85 comentarios de directivos que sí utilizan betas
3. 117 comentarios de directivos que NO utilizan betas. 4. 33 comentarios de profesores españoles
- Comentarios de lectores a versiones anteriores

### C10 65 problemas sencillos de finanzas resueltos y 1462 respuestas erróneas

#### C11 205 preguntas y respuestas sobre finanzas

- |   |                      |                        |
|---|----------------------|------------------------|
| 1. Contabilidad y finanzas  | 5. Valoración        | 9. Intangibles         |
| 2. Flujos   | 6. Transacciones     | 10. Creación de valor  |
| 3. Endeudamiento  | 7. Divisas           | 11. Noticias de prensa |
| 4. Tasas de descuento   | 8. Bolsa e inversión | 12. Crisis de 2007-... |
| Anexos. 1 Índice de términos. 2 Preguntas de autoevaluación. 3 Comentarios de lectores. |                      |                        |

#### C12 145 errores en valoraciones de empresas

1. Errores acerca de la tasa de descuento y del riesgo de la empresa
  - A. ... en la tasa sin riesgo utilizada en la valoración. B. ... en la beta utilizada en la valoración. C. ... en la prima de riesgo del mercado utilizada en la valoración. D. ... en el cálculo del WACC. E. ... en el cálculo del valor actual del ahorro de impuestos debido a la utilización de deuda (VTS). F. ... en el tratamiento del riesgo país. G. Incluir premiums cuando no se debe. H. Calcular la rentabilidad exigida a las acciones mediante fórmulas sorprendentes. J. Utilizar el WACC de una empresa para descontar flujos esperados de una subsidiaria
2. Errores al calcular o prever los flujos esperados
  - A. Definición errónea de los flujos. B. ... al valorar empresas estacionales. C. ... debidos a no hacer una previsión del balance de la empresa. D. Exagerado optimismo en la previsión de flujos.
3. ... al calcular el valor terminal
4. Inconsistencias y errores conceptuales
  - A. ... sobre el free cash flow y el cash flow para las acciones. B. ... al utilizar múltiplos. C. Inconsistencias temporales. D. ... al valorar opciones reales. E. Otros ... conceptuales
5. Errores al interpretar la valoración.
  - A. Confundir Valor con Precio. B. Afirmar que "la valoración es un resultado científico, no una opinión". C. Afirmar que una valoración es válida para todo el mundo. D. Afirmar que una empresa tiene igual valor para todos los compradores. E. Confundir valor estratégico con valor razonable (fair market value). F. Considerar que el fondo de comercio (goodwill) incluye el valor de la marca y el capital intelectual. G. Olvidar que una valoración depende de un conjunto de hipótesis sobre la generación futura de flujos y sobre su riesgo. H. Afirmar que "la valoración es el punto de partida de la negociación". I. Afirmar que "la valoración es arte y ciencia a partes iguales". J. Afirmar que el valor de las acciones de una empresa en funcionamiento es negativo.
6. Errores al interpretar la contabilidad
7. Errores de organización
  - A. Valoración sin ninguna revisión de las hipótesis del cliente. B. Encargar una valoración a un investment bank y no involucrarse en ella en absoluto. C. Asignar la valoración de una empresa objetivo sólo al departamento de finanzas y contabilidad. D. Asignar la valoración de una empresa a un auditor.
- Anexos. 1. Lista de errores. 2. Valor contable ajustado de las acciones de El Corte Inglés según un catedrático de contabilidad. 3. Documento nº 7 de una asociación de expertos contables. 4. Valoración de Contec, S.A. 5. Valoración de Dogi realizada por una prestigiosa Sociedad de Bolsa. 6. Valoración de una empresa realizada por una prestigiosa firma de auditoría. 7. Sobre el "valor razonable". 8. Metodología para el cálculo del WACC de los operadores según una Comisión Nacional

**C13 Endesa: valoraciones y OPA a €11/acción en 2007**

- |  |                                 |
|--|---------------------------------|
| 1. Cronología de la adquisición de Endesa          | 2. Evolución bursátil de Endesa |
| 3. Estados contables de Endesa tras la adquisición | 4. Endesa y sus accionistas     |
| 5. Una valoración de Endesa                        | 6. Las OPAs sobre Endesa        |
| 7. Informaciones adicionales sobre Endesa          |                                 |

Anexos. 1. Resultados históricos de Endesa. 1987-2005. 2. Proyección de balance y cuenta de resultados  
3. Proyección de flujos. 4. Valoración por descuento de flujos por 8 métodos distintos. 5. Análisis de sensibilidad  
6. Comparación de los múltiplos resultantes de la valoración a 28,5 €/acción. 7. Sensibilidad de la valoración a la rentabilidad exigida y al crecimiento residual. 8. Otros parámetros de Endesa y empresas de su sector

**C14 Valoración de las acciones de ELECTRABUN. Un caso real****C15 Una respuesta al caso *Valoración de las acciones de ELECTRABUN***

1. Análisis preliminar (lógico) de la “*Valoración Veraval*”
  - 1.1. Comparación de la valoración con los dividendos de ELECTRABUN
  - 1.2. Comparación de la “*Valoración Veraval*” con los beneficios esperados por la propia “*Valoración Veraval*”
  - 1.3. Comparación de la “*Valoración Veraval*” con múltiplos de otras empresas de sectores similares
2. Valoración utilizando todos los datos que contiene la “*Valoración Veraval*”
  - 2.1. Datos principales de la “*Valoración Veraval*”
  - 2.2. Valoración utilizando el método “*Adjusted Present Value*” (APV)
  - 2.3. Valoración utilizando el WACC
  - 2.4. Valoración teniendo en cuenta que las proyecciones se han realizado en dólares constantes de 2010
  - 2.5. Comparación de la valoración con múltiplos de empresas similares
3. Valoración con todos los datos que contiene la “*Valoración Veraval*” excepto la prima de riesgo país
4. Errores conceptuales de la “*Valoración Veraval*”
  - 4.1. El valor actual de los flujos está mal calculado.
  - 4.2. Ke está mal calculada
  - 4.3. El WACC está mal calculado
  - 4.4. No tiene en cuenta que las previsiones las ha realizado en dólares constantes de 2010
  - 4.5. El riesgo país utilizado es demasiado grande.
  - 4.6. El valor contable de las acciones está mal calculado
  - 4.7. La beta de las acciones está mal calculada
5. Resumen

**C16 Tres sentencias judiciales con varios errores sobre valoración**

1. Introducción
- Preguntas al lector
2. Sucesivas valoraciones de las acciones de la empresa y 3 sentencias
3. La sorprendente sentencia del Magistrado G del 14 de julio de 2008
4. Algunas publicaciones de los catedráticos y auditores de cuentas A y D
5. Cálculo del valor de las acciones (activo neto real) por el catedrático D
6. Algunos párrafos de los informes de los dos profesores de finanzas B y C
7. Valoración por descuento de flujos de los profesores de finanzas B y C
8. Críticas del catedrático D a la valoración por descuento de flujos de los profesores B y C
9. Sentencia de la Magistrada E de 14 de marzo de 2007
10. Sentencia de la Audiencia Provincial de 29 de julio de 2008.
11. Sentencia de la Audiencia Provincial de 23 de diciembre de 2009.

Anexos. 1. Norma técnica del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) de 23 de octubre de 1991  
2. Ley 44/2002 y Ley de Sociedades Anónimas modificada (1564/1989). 3. Sentencia de la sección 6ª de la sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional. 4. Listado de algunos errores contenidos en las sentencias y en los informes periciales. 5. Valor de las mayores inversiones. 6. 74 comentarios de lectores a versiones previas de este documento. 7. Balance y cuenta de resultados de la empresa (El Corte Inglés) 2004-2012

**C17 Valoración de una expropiación: YPF y Repsol en Argentina**

- |   |   |
|---|---|
| 1. Breve historia de Repsol en YPF  | 2. Los meses anteriores a la expropiación             |
| 3. Transacciones anteriores de acciones de YPF                                      | 4. Informes de analistas sobre YPF                    |
| 5. Vaca Muerta: una enorme cantidad de recursos no convencionales de petróleo y gas |   |
| 6. Valoración según los estatutos de YPF  | 7. Cash Flows de Repsol debidos a su inversión en YPF |

Anexo 1. Las mayores empresas de Argentina. Anexo 2. Argentina: algunos indicadores  
Anexo 3. Algunas reacciones a la expropiación. Anexo 4. Balances y cuentas de resultados de YPF. 1999-2011  
Anexo 5. Información adicional sobre YPF  
Anexo 6. 85 informes de analistas sobre YPF en el periodo Abril 2011- Abril 2012 con “*precio objetivo*”  
Anexo 7. Expectativas sobre YPF de los analistas. Anexo 8. Sobre Repsol  
Anexo 9. Vaca Muerta: recursos no-convencionales

**C18 1.959 valoraciones de la expropiación del 51% de YPF**

1. 2.043 respuestas hasta el 23 de Febrero de 2013
2. Distribución de las respuestas
3. Respuestas por países
4. Respuestas por tipo de ocupación
5. Comentarios de algunas respuestas

**C19 El valor de las acciones sin voto: un caso real**

Cuatro preguntas al lector

1. Antecedentes
2. Valoración de Investbank 1 de octubre de 2006
3. Valoración de Investbank 2 de octubre de 2006
4. Valoración de Consultx realizada en marzo de 2011
  - 4.1. Revisión de la literatura financiera sobre el valor del voto

Anexo 1. Volumen de negociación de acciones. Anexo 2. Párrafos relevantes de los estatutos de la empresa  
Comentarios

**C20 Valoración de marcas e intangibles**

1. **Métodos** utilizados para valorar marcas
  2. Valoración de la marca “**para quién**” y “**para qué**”
  3. Valoración de la marca a partir de la diferencia en los ratios capitalización sobre ventas
  4. Valoraciones de las marcas **Kellogg y Coca-Cola** realizadas por **Damodaran**
  5. Análisis de las valoraciones de Damodaran
  6. Método de valoración de **Interbrand**
  7. Comentario al método de Interbrand
  8. Método de valoración de **Financial World**
  9. Método de **Houlihan Valuation Advisors**
  10. Otros métodos propuestos por consultoras
  11. **Brand value drivers**. Parámetros que influyen en el valor de la marca
  12. ¿**Para qué sirve** valorar las marcas?
  13. El valor de la marca como un conjunto de opciones reales
  14. Contabilización de las marcas
  15. Valoración del **Capital Intelectual**
- Anexo 1. Valor de las marcas según Interbrand en 1999, 2000, 2002, 2003 y 2006  
Anexo 2. Tomado de Interbrand. Frequently Asked Questions. World's Most Valuable Brands 2002  
Anexo 3. Citas de libros y artículos sobre el valor de las marcas y el valor de los clientes  
Anexo 4. Valor en 2010 de las principales marcas según Interbrand, Milward Brown y Brand Finance  
Anexo 5. Valor en 2014 de las principales marcas según Forbes

**C21 Valoración de opciones reales: dificultades, problemas y errores**

1. Opciones reales
  2. Explotación de reservas petrolíferas a) Con obligación de extraer. b) Con la opción de extraer
  3. La fórmula de Black y Scholes para valorar opciones financieras
  4. Factores que determinan el valor de una opción financiera.
  5. Replicación de la call
  6. Las expectativas sobre el precio de la acción no influyen en el valor de una call que se puede replicar
  7. Valor de una call si no se puede replicar.
  8. Diferencias entre una opción financiera y una opción real
  9. Cómo aplicar la teoría de opciones en una empresa
  10. Uso del método binomial para valorar las opciones reales
    - 10.1 Valoración de un proyecto.
    - 10.2 Valoración de la opción de ampliar el proyecto.
    - 10.3. Valoración de la opción de aplazar la inversión.
    - 10.4. Valoración de la opción de utilizar la inversión para usos alternativos
  11. Errores frecuentes al valorar opciones reales.
  12. Métodos de valoración de opciones reales
- Anexo 1. Una derivación de la fórmula de Black y Scholes. Valoración de una opción de compra

**C22 Valoraciones de Amazon, Terra y empresas de internet**

1. Algunos ejemplos de burbujas.
2. Valoración de empresas de internet y descuento de flujos
3. Doce valoraciones de Terra. Distintas expectativas
  - 3.1. Algunas comparaciones entre las proyecciones y las valoraciones
  - 3.2. Valoración realizada por un banco euroamericano en abril de 2000: 104 euros
  - 3.3. Valoración realizada por un banco español en mayo de 2000: 84,4 euros
  - 3.4. ¿Cómo valorar Terra?
4. Amazon
  - 4.1. Crecimiento espectacular de ventas y pérdidas.
  - 4.2. Barnes & Noble vs. Amazon
5. Valoraciones de Amazon
  - 5.1. Valoración de un analista por descuento de flujos: 87,3\$/acción
  - 5.2. Valoración de Damodaran por descuento de flujos: 35\$/acción
  - 5.3. Valoración de Copeland por escenarios y descuento de flujos: 66\$/acción
  - 5.4. Nuestra valoración de 2000 por simulación y descuento de flujos: 21\$/acción
  - 5.5. Diferencias entre nuestra valoración y las de Copeland y Damodaran

- |  |   |
|--|---|
| 6. America Online                          | 7. Brokers Online: ConSors, Ameritrade, E*Trade, Charles Schwab y Merrill Lynch |
| 8. Yahoo                                   | 9. Microsoft  |
| 10. Una anécdota sobre la "nueva economía" | Conceptos clave   |

### C23 Ejemplos de burbujas: Telepizza y otras 6 empresas

1. Levitz Furniture Corporation. Crecimiento y gran rentabilidad. Descenso de la cotización. 20 años después
  2. Home Shopping Network. Gran crecimiento. Descenso de la cotización. Competencia.
  3. O.M. Scott & Sons. Gran crecimiento. Descenso vertiginoso de la cotización a partir de 1961.
  4. MCI. Gran crecimiento. Caída de la cotización en 1986.
  5. Long Term Capital Management (LTCM)
  6. Boston Chicken. Crecimiento espectacular. Historia. Suspensión de pagos. Volatilidad de la acción
  7. TelePizza. Crecimiento espectacular. Historia y estrategia. Similitudes con Boston Chicken. Venta de las acciones del fundador. Comportamiento del precio de la acción.
- Anexo 1. Cuenta de Resultados de Boston Chicken. Anexo 2. Balances de Boston Chicken  
 Anexo 3. Cuentas de resultados, balances y evolución de la cotización de Einstein/Noah  
 Anexo 4. Cuentas de resultados de TelePizza. Anexo 5. Balances de TelePizza

### C24 Valoración de empresas estacionales por descuento de flujos

1. Descripción de Maroil, una empresa estacional.
  2. Valoración de Maroil utilizando datos mensuales
  3. Valoración de la empresa usando datos anuales
    - 3.1. Ajustes necesarios para valorar la empresa utilizando datos anuales
    - 3.2. Cálculo del valor del ahorro de impuestos utilizando datos anuales
  4. Error al valorar con datos anuales, deuda media y NOF medias (en lugar de con datos mensuales)
  5. Valoración cuando los inventarios son una materia prima con liquidez
  6. Conclusión
- Anexo 1. Flujos mensuales vs. un flujo anual. Anexo 2. Flujo en un mes vs. flujo a fin de año

### C25 Valoración y compra de RJR Nabisco

- |  |   |
|--|---|
| 1. Evolución de la empresa                               | 2. Estrategia anterior a la oferta                    |
| 3. La oferta del grupo de dirección                      | 4. Valoración de la estrategia del grupo de dirección |
| 5. La oferta de KKR                                      | 6. Valoración de la estrategia de KKR                 |
| 7. Comparación de los FCF y CCF de las tres alternativas |   |
| 8. Valor de las dos alternativas                         | 9. Ofertas finales y desenlace                        |
| 10. Valoración según Fernández                           | 11. Valoración según Damodaran                        |
| 12. Valoración a partir del CCF según Ruback             | 13. Valoración a partir del APV según Myers           |
| 14. Diferencias en las valoraciones. Resumen             |   |

### C26 Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos

1. Múltiplos más utilizados
  - 1.1. Múltiplos basados en la capitalización
    1. *Price Earnings Ratio* (PER). 2. Capitalización / cash flow contable. 3. Capitalización / ventas. 4. Capitalización / cash flow para las acciones recurrente. 5. Capitalización /valor contable de las acciones. 6. Capitalización / cliente. *Price to Customer*. 7. Capitalización / ventas en unidades físicas. 8. Capitalización / capacidad productiva. 9. Capitalización / habitante.
  - 1.2. Múltiplos basados en el valor de la empresa
    1. Valor de la empresa/Ebitda. 2. Valor de la empresa/Ventas. 3. Valor de la empresa/Free Cash Flow.
  - 1.3. Múltiplos relativos al crecimiento
    1. PER / crecimiento del BPA (PER/g o PEG). 2. [Valor de la empresa/EBITDA] / crecimiento del EBITDA en los próximos años. En inglés EV/EG.
2. Múltiplos relativos
  1. Con respecto a la historia de la empresa. 2. Con respecto al mercado. 3. Con respecto al sector
3. El problema de los múltiplos: su gran dispersión.
  - 3.1. Es un error usar múltiplos de distintos años y con una alta dispersión
  - 3.2. Dispersión de los múltiplos de *utilities*, constructoras, bancos, transportes, telecomunicaciones, Internet
4. Múltiplos que producen menos errores

### C27 Análisis del trabajo de los analistas y de los gestores de fondos

1. Métodos de valoración utilizados por los analistas
2. Recomendaciones de los analistas: casi nunca vender
3. Sesgos y errores en las previsiones de beneficios por acción de los analistas
4. Rentabilidad de las recomendaciones de los analistas
5. ¿Influyen los analistas en el precio de las acciones?

6. Comparación de la rentabilidad conseguida por "expertos" y por una niña de tres años
  7. Rentabilidad exigida a las acciones implícita en las previsiones de los analistas
  8. Rentabilidad de los Fondos de Inversión Españoles: 1992-2001
  9. Rentabilidad de los Fondos de Pensiones Españoles: 2002-2011
  10. Rentabilidad de los Fondos de Inversión Españoles: 2002-2011
  11. Investigaciones sobre fondos de inversión: resultados decepcionantes
  12. Algunos gestores de fondos sí baten al mercado
  13. Fiabilidad de las bases de datos
  14. Hedge funds
  15. Muchos partícipes de los fondos no son muy racionales
- Anexo 1. Frases de la publicidad de algunos fondos. Anexo 2. 92 comentarios de lectores

### C28 La inflación disminuye el valor de las empresas

1. Empresas Estrada.
  2. Análisis de las diferencias entre Estrada España y Estrada Argentina
  3. Ajustes para corregir los efectos de la inflación
  4. Diferencias entre Estrada España y Estrada Argentina según la inflación
  5. Inflación 1970-2012: España, Argentina, Perú, Chile y Méjico
- Anexo 1. Historia de la calificación de la deuda del Estado de Argentina y España

### C29 Estructura óptima de capital y estructura de varias empresas

1. Estructura óptima según nota técnica de Harvard Business School
  2. Análisis crítico de la nota técnica de Harvard Business School
    - 2.1. Los costes del apalancamiento.
    - 2.2. Coste de la deuda por tramos
    - 2.3. Rentabilidad exigida a los flujos incrementales de las acciones.
    - 2.4. Diferencia entre  $K_e$  y  $K_d$
    - 2.5. Precio de la acción para cada nivel de endeudamiento
    - 2.6. Incorporando la posibilidad de quiebra en el modelo.
    - 2.7.  $K_e$  y  $K_d$  si no hay costes del apalancamiento
    - 2.8.  $K_e$  y  $K_d$  con costes del apalancamiento.
    - 2.9. Influencia del crecimiento en la estructura óptima
  3. Estructura óptima de capital de Boeing según Damodaran.
  4. Estructura de capital de varias empresas
- Anexo 1. Tratamiento analítico de la estructura óptima de capital

### C30 Balance y cuenta de resultados de la familia Sanz

1. La cena del 14 de febrero. Cobros y pagos. "Visión incompleta", "diagnóstico certero"...
  2. Balance y cuenta de resultados de la familia Sanz.
  3. Más balances y cuentas de resultados de la familia Sanz
  4. Cobros y pagos ordenados de otra manera.
  5. Preguntas para ayudar a la familia Sanz
- Anexo 1. Cuenta de resultados y balances. Realizados por Raúl (valorador y posicionador de marcas)
- Anexo 2. Cuenta de resultados y balances. Realizados por Diana (ex auditora y consultora financiera)
- Anexo 3. Cuenta de resultados y balances. Realizados por Yago (ex "investment banker" y asesor de inversiones)
- Anexo 4. 18 definiciones de beneficio y 9 de fondos propios que ha recibido la familia Sanz
- Anexo 5. 14 Sinónimos de beneficio y 21 de fondos propios que ha recibido la familia Sanz

### C31 Balance y cuenta de resultados de Madera Inc: significado de las cuentas

1. Cuenta de resultados y Balances de Madera Inc..
2. Significado de los números de la cuenta de resultados
3. Significado de los números del Balance .
4. Analogía con las cuentas anuales de una familia
5. Evolución de la cuenta "fondos propios"

### C32 Beneficio, flujos, balance reducido y RNC. Madera Inc

1. Estados contables de Madera Inc
  2. Cash flow contable, cash flow para las acciones, para la deuda, free cash flow y capital cash flow
  3. Transformación de la contabilidad en cobros y pagos
  4. Análisis de cobros, de pagos a proveedores y de stocks
    - 4.1. Plazo medio de cobro.
    - 4.2. Plazo medio de pago a proveedores.
    - 4.3. Días de stock
    - 4.4. Margen bruto de la empresa.
    - 4.5. Relacionando cobros, pagos, stocks y margen bruto
  5. Balance reducido. La RNC (Resta Negociada de Cuadre)
- Anexo 1. Balance reducido de 12 empresas USA. Anexo 2. Sinónimos y confusión de términos

### C33 Significado de Fondos Propios y Beneficio. Madera Inc.

1. Historia de Madera Inc.
  2. Balances reducidos de Madera Inc.
  3. Impacto del cambio accionarial en Madera Inc.
  4. Algunos temas que pueden afectar al beneficio de 2012
  5. Distintas cifras de beneficio y de fondos propios que podría haber reportado Madera Inc en 2012
  6. Estos cambios contables NO cambian NI la caja NI la deuda financiera NI los flujos
  7. Preguntas para el lector
- Anexo 1. Evolución del balance reducido de Madera Inc

**C34 Preguntas para consejeros sobre el dinero de la empresa**

1. ¿Qué debe saber de los números de la empresa, como mínimo, un consejero? 24 preguntas
2. ¿Qué información debo pedir para sentirme razonablemente informado?
3. Conviene no olvidar
  - Anexo 1. Algunas definiciones de la RAE. Anexo 2. Estados contables y sus correspondientes cobros y pagos

**C35 10 errores frecuentes de algunos abogados sobre finanzas y contabilidad**

1. *“El beneficio de un año es el dinero que la empresa ha ganado en ese año”.*
2. *“El dividendo es la parte del beneficio que la empresa reparte a los accionistas”.*
3. *“Los fondos propios son el dinero que proviene de: a) el ahorro que la empresa ha acumulado a lo largo de los años (los beneficios no distribuidos) y b) las aportaciones de los accionistas”.*
4. *“La amortización es la pérdida de valor de los activos inmovilizados”.*
5. *“Las provisiones son dinero que la empresa aparta para atender posibles pagos (contingencias) futuras”.*
6. *“El fondo de comercio es la suma del valor de la marca y de otros intangibles de la empresa”.*
7. *“Los swaps de tipos de interés son muy difíciles de entender”.*
8. *“Los bancos tienen departamentos que prevén con bastante fiabilidad la evolución futura de los tipos de interés, de los tipos de cambio, de las cotizaciones,…”*
9. *“El valor de una empresa es la suma del valor de su activo y de las provisiones de sus beneficios”.*
10. Argumentar que el valor contable o el valor nominal de las acciones afectan a su valor razonable o valor de mercado cuando no es el caso
11. Resumen
12. Otras “originalidades” sobre contabilidad y finanzas
13. Comentarios de lectores

**C36 Análisis de una inversión: Iron West****C37 El PER, la rentabilidad exigida y el crecimiento esperado**

1. Evolución del PER en la bolsa española y en las bolsas internacionales.
2. Factores que afectan al PER
  - 2.1. Influencia del crecimiento (g) en el PER
  - 2.2. Influencia del ROE de las nuevas inversiones en el PER
  - 2.3. Influencia de la rentabilidad exigida a las acciones en el PER
  - 2.4. Influencia de los tipos de interés en el PER
3. Valor del crecimiento y PER debido al crecimiento

**C38 Valoración de empresas por descuento de flujos: Ejemplos sencillos**

1. Cuatro ejemplos sencillos de valoración de empresas sin crecimiento
  - 1.1. Empresa sin deuda y sin crecimiento
  - 1.2. Empresa con deuda y sin crecimiento
  - 1.3. Empresa con deuda con coste superior al de mercado
  - 1.4. Empresa con mayor endeudamiento
2. Ejemplos sencillos de valoración de empresas con crecimiento
3. Valoración de la empresa Font, S.A.

**C39 Bancos españoles en 1991-2013: Rentabilidad para los accionistas**

1. Algunas diferencias cuantitativas entre los bancos
  2. Evolución de las cotizaciones ajustadas
  3. Evolución de la capitalización
  4. Evolución del beneficio reportado
  5. Rentabilidad simple y rentabilidad ponderada en 253 periodos
- Anexos. 1. Concepto de rentabilidad ponderada para los accionistas o TIR de los accionistas
2. Bancos españoles. Dic. 1991-Dic. 2013. Principales magnitudes. 3. Rentabilidades ponderadas en 253 periodos.
  4. Rentabilidades simples en 253 periodos. 5. Rentabilidad ponderada - rentabilidades simples.
  6. Bancos con rentabilidad ponderada máxima y mínima en cada periodo
  7. Bancos con rentabilidad simple máxima y mínima en cada periodo
  8. Principales fusiones, compras y ventas de bancos en España. 9. Bancos españoles cotizados en 1986
  10. Evolución del IBEX 35 y de los tipos de interés. 1991-2013

**C40 Liberbank y las preferentes de Caja Cantabria: derecho y sensatez**

1. Evolución en 2000-2010 de las 3 cajas y de Liberbank en 2011-2013
  2. Emisiones de participaciones preferentes de Caja Cantabria
  3. Razonabilidad de la fusión
  4. Más preguntas
  5. Sentencias contra Liberbank por las preferentes
  6. Para cuantificar la “expropiación”
- Anexos. 1. Caja Cantabria. Cuenta de resultados y Balance. 2001-2010. 2. Cuenta de resultados y Balance de Liberbank. 2011-13. 3. Breve historia de Caja Cantabria y Liberbank. 4. Resumen de la Resolución de 5 de abril de

2013 del FROB. 5. "Obligaciones convertibles obligatorias" emitidas en 2013 para minoristas de Liberbank con el beneplácito de la CNMV. 6. Resumen de las valoraciones del FROB, de AFI y de IMValora Anexos 7 a 15. Correspondencia con Liberbank, CNMV, FROB y Banco de España

#### C41 Bankia y Caja Madrid: 30 preguntas

1. Algunos datos de Caja Madrid y Bankia
2. La salida a Bolsa de Bankia
3. La evolución del precio de la acción de Bankia
4. Posibles explicaciones del enorme descenso del precio de la acción de Bankia
5. Otros hechos de Bankia hasta la dimisión de Rodrigo Rato (mayo 2012)
6. Algunos hechos de Bankia bajo la presidencia de José Ignacio Goirigolzarri (mayo 2012- )
7. 30 preguntas

Anexos. 1. Directivos y consejeros de Caja Madrid en 2003-10. 2. Informaciones de prensa sobre Caja Madrid. 3. Fechas clave en Caja Madrid, Bankia y BFA. 4. Balance consolidado del Grupo BFA y del Grupo Bankia a 1/enero/2011. 5. Dos versiones de las cuentas de Bankia de 2011: feb2012 y may2012: ¡sólo coincide una cifra entre 50! 6. Balances al 31 de diciembre de 2012 y 2011. 7. Cuenta de resultados de 2012 y 2011. 8. Bankia. Cambios en el Patrimonio Neto: 2010, 2011 y 2012. 9. Algunas informaciones de prensa e Internet sobre Bankia. 10. Información sobre retribuciones de consejeros y directivos de Bankia y BFA

#### C42 Lehman: sobre la previsibilidad de su insolvencia

1. Introducción y resumen
2. Los informes de analistas sobre Lehman Brothers en 2008
3. Los CDS de Lehman Brothers hasta septiembre de 2008
4. Algunas afirmaciones de "profetas a posteriori" sobre Lehman

Anexos. 1. Recomendaciones contenidas en 106 Informes de analistas financieros sobre la acción de Lehman 2. Evolución de la cotización de Lehman y de otros bancos. 3. Ratings de la deuda de los bancos de inversión y otros bancos. 4. Evolución de los CDS de varios bancos. 5. Noticias y documentos que hablan sobre la IMPREVISIBLE quiebra de Lehman. 6. Balance y cuenta de resultados de Lehman en 2002-2007. 7. Beneficios y ratios bursátiles de Lehman y de otros bancos. 8. Crisis Bancaria Mundial. Algunos datos de los mayores bancos

#### C43 Algunos swaps de tipos de interés

1. Introducción. 2. Swap de Empresa A con Banco B. 3. ¿Son razonables los términos del swap de la Empresa A?
4. Evolución de los tipos de interés con posterioridad a la firma del swap
5. 30 Afirmaciones de algunas personas sobre estas operaciones [crédito + swap]
6. Conclusiones

Anexos. 1. Dos ejemplos de Swaps más difíciles de entender que el de Empresa A. 2. Euribor entre enero de 2005 y octubre de 2008. 3. Euribor entre enero de 2005 y junio de 2010. 4. Euribor y rentabilidad exigida al bono español a 10 años entre diciembre de 2004 y el 28-febrero-2008. 5. Otros datos de la crisis financiera de 2008 y años sucesivos. 6. Normas aplicables a instalaciones de energía solar fotovoltaica. 7. Fórmulas de la Energía Solar Fotovoltaica. 8. Un swap ('collar coste cero') más difícil de entender y muy perjudicial para el cliente. 9. Comentarios de lectores de este documento a las objeciones del apartado 5

#### C44 Valoración de bonos del Estado: valor actual y TIR

0. ¿Qué es un bono?
1. Valoración de un bono.
2. TIR de un bono (*yield to maturity*).
3. Precio de un punto básico.
4. La estructura temporal de los tipos de interés y el precio de los bonos. 5. Riesgo de tipo de interés de un bono
6. Ejercicios sobre el valor actual neto (VAN) y la tasa interna de rentabilidad (TIR): Cuatro bonos con distintas características.

Anexo 1. Cálculo de la estructura temporal del tipo de interés. Anexo 2. Evolución de los tipos de interés

#### C45 Análisis de bonos: duración y convexidad

1. Duración. 1.1. Duración de Macaulay. 1.2. Duración modificada. 1.3. Duración monetaria. 1.4. Factores que afectan a la duración. 1.5. Cambio en las unidades de medida de la duración. 1.6. Inmunización
2. Convexidad. 2.1. Convexidad monetaria. 2.2. Convexidad. 2.3. Precio de un bono en función de la duración y la convexidad. 2.4. Factores que afectan a la convexidad
3. Duración de una acción
4. Correlación entre la renta variable y los tipos de interés: cambio de signo

Anexo 1. Tipos de interés en España 1992-2015. 1 mes, 3 años y 10 años

#### C46 Bonos singulares: perpetuos, "bella durmiente", "matusalén", basura...

1. Bonos a 100 años. Bonos "la bella durmiente" de Walt Disney Co. emitidos en 1993
2. Antecedentes de bonos a muy largo plazo: bonos Matusalén, perpetuos...
3. Análisis de los bonos
4. Los bonos basura

**C47 21 bonos estructurados y 9 participaciones preferentes**

1. Introducción
  2. 21 ejemplos de bonos estructurados. 2.1. B. 60-60. 2.2. B. Semestre x 5. 2.3. B. 50-50. 2.4. B. Climber. 2.5. B. IBEX suma absoluta. 2.6. B. escalera. 2.7. B. autocancelable 1. 2.8. B. autocancelable 2. 2.9. B. autocancelable 3. 2.10. B. autocancelable 4. 2.11. B.s 7,25%. 2.12. B.s Digital Tarn 12%. 2.13. *Variable Coupon Notes due 2009 linked to an inflation index and an equity index in Spain*. 2.14. B.s 100% Participación sobre Eurostoxx-50. 2.15. B. autocancelable acciones (BBVA y Telefónica) a 3 años (cupón 7%) capital garantizado. 2.16. B. autocancelable Renovables (Iberdrola, Solarworld y Veolia) 22%. 2.17. B. autocancelable (Ferrovial y Telefónica) 10%. 2.18. B. autocancelable acciones (Santander, Telefónica y Gamesa) 14% min 6%. 2.19. B. autocancelable acciones (BBVA y Popular) 9,25%. 2.20. B. autocancelable Sector Financiero Europeo (Societe Generale, Credit Agricole y BNP). 2.21. Bono autocancelable FTEL, BNP cupón 20%.
  3. Participaciones preferentes. 3.1. P.p. 5,125%. 3.2. P.p. 5,75%. 3.3. P.p. de Endesa en 2003. 3.4. P.p. de Repsol en 2001. 3.5. P.p. BNP Paribas 4,875%. 3.6. P.p. RBS (Royal Bank of Scotland) 5,5%. 3.7. P.p. Main Capital Funding 5,5%. 3.8. P.p. Lehman 5,125%. 3.9. P.p. Furstenberg 5,625%.
  4. Bonos estructurados: muchos precedentes en España, vendidos habitualmente a clientes minoristas
  5. Los bonos estructurados del apartado 2 y las preferentes del ap. 3 tienen menos riesgo que una acción
  6. Algunos catedráticos sobre los bonos estructurados del apartado 2
- Anexo 1. Algunas emisiones de b. estructurados en España. 1. B.bolsa BBV de 1993. 2. B. bolsa de Argentaria de 1994. 3. B. bolsa Caixa Cat en 1995. 4. Emisiones anteriores. 5. Otros: Bankinter, Banif, Société Generale, BBVA...
- Anexo 2. Emisiones de bonos convertibles en España. 3. Propiedad de las acciones de las empresas cotizadas en España. 4. Fondos de inversión y fondos de pensiones españoles en 2008. 5. Calificaciones de riesgo crediticio de emisión según Standard & Poor's. 6. Participaciones preferentes emitidas en España y con cotización oficial

**C48 Cinco reestructuraciones: Thorn EMI, UAL, Sealed Air Corp., Florida Power & L. y Banesto**

0. Resumen
1. Thorn EMI. Reestructuración de los negocios
  - 1.1. Antecedentes históricos; 1.2. Valor de mercado y evolución de la empresa; 1.3. Proceso de reestructuración; 1.4. Costes y beneficios asociados a una reestructuración gradual; 1.5. Escisión y valor de mercado; 1.6. Thorn PLC y EMI Group
2. United Air Lines. Reestructuración accionarial con los empleados
  - 2.1. Antecedentes históricos; 2.2. El acuerdo; 2.3. Reacción de la bolsa; 2.4. Respuesta de la dirección; 2.5. Innovación contable; 2.6. Impacto de las iniciativas de la dirección en el valor de mercado de UAL.
3. Sealed Air Corporation. Reestructuración de la estructura financiera
  - 3.1. La empresa; 3.2. Cambios de prioridades e incentivos; 3.3. Respuesta de los inversores; 3.4. Otras operaciones similares
4. Recorte de dividendos y recompra de acciones: el caso de Florida Power & Light
  - 4.1. Reacción de los inversores; 4.2. Política de dividendos.; 4.3 Evolución de la empresa.
5. BANESTO
  - 5.1.Comportamiento del precio de la acción; 5.2. Banesto en Agosto de 1993 ; 5.3. Recomendaciones de los analistas en 1993; 5.4.Intervención del Banco de España; 5.5.Nueva etapa de Banesto; 5.6. Evolución del periodo 1994-1998; 5.7.Conclusión

**C49 Liberbank: expropiación ilegal de €484 millones**

0. La expropiación de Liberbank en marzo de 2013
1. Historia breve de la expropiación
2. Errores de las valoraciones con que se fundamentó el "canje"
3.  C mo se repara el daño causado en la expropiación de €484 millones?
4.  Qu  dice el FROB?
5. Un caso particular
6. Correspondencia con Liberbank, CNMV, Banco de España, FROB, Ministerio de Economía...
7. Conclusión

Anexos. 1. Liberbank. "Gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada", "canje",... 2. Evolución comparada de la cotización de Liberbank con la de otros bancos. 3. Un resumen de Liberbank, las cajas y la expropiación. 4. Comentarios de lectores

**C50 Conceptos básicos sobre derivados: opciones, forwards y futuros**

1. Opción de compra ("call")
2. Opción de venta ("put")
3. Contrato "forward" (contrato a plazo)
4. Arbitraje
5. Contrato de futuros
6. Mercados de opciones y futuros
7. Productos derivados y redistribución del riesgo
8. Instrumentos financieros derivados

**C51 CAPM (*capital asset pricing model*): un modelo absurdo**

- 1 Hipótesis fundamentales del CAPM. 2 Consecuencias fundamentales del CAPM. 3  Por qué es absurdo el CAPM?  Por qué muchas personas siguen utilizándolo? 4 Esquizofrenia en valoración. 5 Consecuencias de utilizar el CAPM 6 Derivación del CAPM. 7 Fórmulas para el cálculo de la beta. 8 Relación entre beta y volatilidad.

9 Relaciones a partir del CAPM. 10 Tests del CAPM. 11 Volatilidad ( $\sigma$ ) y diversificación. 12 Diferencia entre beta y volatilidad. 13 Cómo utilizar betas y no ser un insensato. 14 Conclusión  
 Anexo 1. Ejemplo de poca sensatez: la CNE sobre la beta y el WACC (dic 2007). Comentarios de lectores

### C52 Información adicional para saber algo de un banco

0. Motivación
    1. Información adicional propuesta
      - 1.1. Activo
      - 1.2. Cuenta de resultados. Desglose de los intereses cobrados
      - 1.3. Flujo de caja (cobros y pagos) en el periodo por productos del activo
      - 1.4. Flujo de caja (cobros y pagos) en el periodo por productos del pasivo
      - 1.5. Flujo de caja (cobros y pagos) en el periodo por clientes
      - 1.6. Compra-venta de acciones del propio banco
      - 1.7. Flujo para los accionistas
      - 1.8. Transformaciones de deudas a cobrar en acciones u otros instrumentos financieros
      - 1.9. Compras de activos no financieros a clientes con créditos
  2. Conclusión
  3. Comentarios de lectores
- Anexo 1. ¿Qué banco de estos 6 le parece que "va" mejor?  
 Anexo 2. Identificación y evolución posterior de los 6 bancos      Anexo 3. Más características de los bancos  
 Anexo 4. Información que aparece en una base de datos sobre un banco: BBVA

### C53 Beneficio y flujo: una decisión discutible y un hecho

1. El beneficio es sólo una opinión, pero el cash flow es un hecho
  2. Cash flow contable, cash flow para las acciones, *free cash flow* y *capital cash flow*
  3. Cálculo de los cash flows.
  4. Una empresa con beneficio positivo y cash flows negativos
  5. ¿Cuándo el beneficio es un cash flow?.
  6. ¿Cuándo el cash flow contable es un cash flow?
  7. Cash flow para las acciones y dividendos
  8. Cash flows recurrentes
  9. Atención a la contabilidad: métodos de consolidación y cargos directos a reservas
  10. Métodos más habituales para alterar los beneficios.
  11. Los auditores son los controladores de la contabilidad
  12. El caso de Enron
- Anexo 1. Principales salvedades que aparecen en los informes de auditoría de los clubes de fútbol españoles

### C54 IBEX 35: 1991-2014. Rentabilidad y creación de valor

1. El IBEX 35. Evolución, composición y volumen
  2. Rentabilidad y creación de valor para los accionistas
  3. Influencia de los tipos de interés en el IBEX 35
  4. Volatilidad del IBEX 35
  5. Comparación del IBEX 35 con el IGBM
  6. Nivel del IBEX 35 necesario para obtener la rentabilidad exigida por los accionistas
  7. Impacto de la entrada y salida del IBEX en la rentabilidad de las empresas
  8. Crisis bursátiles históricas y plazos de recuperación
- Anexo 1. Cambios en el IBEX 35 entre diciembre de 1991 y febrero de 2015  
 Anexo 2. Empresas que entraron y salieron en las 85 revisiones del IBEX 35 con cambios. 1991-2014  
 Anexo 3. Rentabilidad para los accionistas del IBEX 35 en distintos periodos. 1991-2014  
 Anexo 4. Creación de valor para los accionistas del IBEX 35. 1991-2014

### C55 Rentabilidad de los Fondos de Pensiones en España. 2000-2015

1. Rentabilidad de los fondos de pensiones en los últimos 15 años
  2. Fondos con mayor y menor rentabilidad
  3. Rentabilidad de los mayores fondos
  4. Análisis de la rentabilidad por categorías de fondos (Sistema individual)
  5. Comisiones explícitas de los fondos de pensiones
  6. Comparación de la rentabilidad obtenida por escolares y la rentabilidad de los fondos de pensiones
  7. Otros estudios sobre fondos
  8. Discriminación fiscal a favor de los fondos y en contra del inversor particular
  9. Conclusiones      Referencias
- Anexos. 1. Categorías de fondos de pensiones y glosario. 2. Frases de la publicidad de algunos fondos de pensiones.  
 3. Información adicional sobre los fondos de pensiones: 10 años de historia. 4. Comentarios de lectores  
 5. Si tienes menos de 45 o 50 preocúpate mucho de tu pensión de la SS

### C56 El Corte Inglés, Mercadona, Dia y Amazon: Análisis de Balances y Cuentas de Resultados

1. Identificación de las cuatro empresas por sus diferencias
  2. Preguntas adicionales
- Anexos 1 a 4: Balances y Cuentas de Resultados de: 1) El Corte Inglés 2000-14; 2) Mercadona 2007-14; 3) DIA 2009-14; 4) Amazon 1997-2014. Anexos 5 a 8: Algunos datos públicos de 5) El Corte Inglés; 6) Mercadona; 7) DIA; 8) Amazon. Anexo 9. Fondos Propios de Amazon. Evolución 1997-2014

**C57 Abengoa y su auditoría: algunas preguntas**

1. ¿Se podía ver venir lo sucedido mirando los estados contables?
2. ¿Reflejan los estados contables la verdad de la empresa? 3. ¿Qué decían los auditores de Abengoa?
4. ¿Son poco fiables los auditores? 5. ¿Cuánto cobraron los auditores a Abengoa?
6. ¿Cuándo se va a arreglar el evidente conflicto de intereses de algunas auditoras?
7. ¿Anticiparon esto los inversores en Bolsa? 8. Preguntas para el lector

Anexos 1. Balance y cuenta de resultados de Abengoa 1996-2014 (inglés). 2. Balance y cuenta de res. 2008-14 (español)  
 3. Influencia en algunas cuentas de los "cambios en el perímetro de consolidación" según el Informe anual 2014.  
 4. Un párrafo del Informe anual 2014. 5. Estados de cambios en el patrimonio neto consolidados a 31/12/2014 y 2013  
 6. Estados de resultados globales consolidados correspondientes a los ejercicios 2014 y 2013  
 7. Estados de flujos de efectivo consolidados. 8. Cuenta de resultados de Abengoa en los 9 primeros meses de 2015.  
 9. Informaciones de prensa sobre auditoras 10. Comentarios de lectores

**C58 Dilema familiar moral sobre impuestos y respuestas de lectores**

1. Una historia real: Luis y Ana
2. Una clasificación de las 496 respuestas de los lectores

Anexos. 1. Declaraciones IRPF de Luis y Ana. Resumen. 2. N° de declaraciones en 2013 por tramos. 3. Tramos del IRPF (€). 4. Recaudación tributaria bruta total. 5. Promedios de las declaraciones del IRPF en 2013. 6. Respuestas de lectores

**C59 Errores elementales de 4 Abogados del Estado**

1. "El valor de la empresa es la suma del valor de sus activos fijos y de las previsiones de sus beneficios".
2. Argumentar que el valor contable o el valor nominal de las acciones afectan a su valor razonable o valor de mercado cuando no es el caso.
3. Un párrafo de 218 palabras sin ningún punto intermedio y algún error
4. "Los swaps de divisas que cubren el riesgo de divisas deben pagar IVA"

Anexo 1. Algunos comentarios de lectores.