



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI-763

Septiembre, 2008

## DOS SENTENCIAS CON TREMENDOS ERRORES SOBRE VALORACION

Pablo Fernández

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2008 IESE Business School.

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

# DOS SENTENCIAS CON TREMENDOS ERRORES SOBRE VALORACION

Pablo Fernández<sup>1</sup>

## Resumen

Este breve documento contiene más de 30 errores en la valoración de una empresa: la mayoría están más relacionados con la ausencia de sensatez que con la técnica.

El 14 de julio de 2008, un magistrado estableció que el valor razonable de las acciones de una admirada y rentable empresa española era su valor contable.

Otra sentencia de la Audiencia Provincial de 29 de julio de 2008 afirmó que la valoración debe hacerse según las «*Normas Técnicas de Auditoría*»; sostuvo que dichas normas son más relevantes que «*lo que la ciencia económica pueda considerar “conceptualmente correcto”*»; negó que las acciones de una empresa que invierte con sensatez tienen más valor que las de una que no invierte, y proclamó que «*las divergencias de unos y otros peritos sobre la corrección de la tasa de descuento aplicada... muestran la falta de fiabilidad del valor real determinado*» por descuento de flujos. Una sentencia anterior, más sensata (marzo de 2007), había valorado las acciones de la misma empresa en 2,4 veces su valor contable.

Este documento muestra los párrafos más relevantes de las tres sentencias y de los informes de los que disponían los magistrados. También contiene preguntas que agradeceré al lector que me ayude a contestar, por ejemplo: ¿cómo varios magistrados pudieron (con la información que tenían y en el siglo XXI) escribir semejantes errores?

El Anexo 6 incluye 62 comentarios de lectores a versiones previas de este documento.

Clasificación JEL: G12, G31, M21

**Palabras clave:** valor contable, valor razonable, descuento de flujos, activo neto real, auditor y valoración.

<sup>1</sup> Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

# DOS SENTENCIAS CON TREMENDOS ERRORES SOBRE VALORACION

## 1. Introducción

Las llamadas de varios alumnos en julio de 2008, perplejos e incrédulos, me animaron a escribir este documento.

Su perplejidad e incredulidad se debía a dos sentencias judiciales.

Una sentencia de 14 de julio de 2008, se refería a valorar las acciones de una admirada empresa española en su valor contable en los siguientes términos: *«la valoración... se sitúa y con mucho en los parámetros de la racionalidad»; «tanto el procedimiento de fijación del precio de las acciones como su ulterior concreción han sido correctos»*. El magistrado se basó en informes de dos catedráticos de contabilidad y auditores que afirmaron que *«el valor teórico contable de la acción (79,9 euros)... es el que consideramos como más representativo del valor real de la acción»*<sup>1</sup>, y que valorar las acciones en su valor contable es un *«diagnóstico certero»*<sup>2</sup>. El magistrado también sostuvo que *«el método denominado valor actual de los flujos monetarios netos entraña una pretensión sustitutiva de la valoración [a valor contable] que no resulta pertinente»*, y que valorar las acciones por descuento de flujos sólo *«sería plausible si el paquete accionarial objeto de venta permitiera ejercer facultades de control, que permitieran cambiar la política financiera y comercial de la entidad»*<sup>3</sup>.

Otra sentencia de 29 de julio de 2008 afirma que la valoración debe hacerse según las *«Normas Técnicas de Auditoría»*, no admite *«que el método del descuento de los flujos de fondos constituye el único método de valoración conceptualmente correcto»*, sostiene que *«lo relevante no es tanto lo que la ciencia económica pueda considerar “conceptualmente correcto” como lo que la normativa de auditoría establezca como adecuado»*, no comparte la idea de que las acciones de una empresa que invierte con sensatez tienen más valor que las de una que no invierte, ignora la existencia del valor residual, y termina diciendo que *«La Sala no encuentra...»*

---

<sup>1</sup> Publicaciones de este catedrático: *«El valor contable de una empresa... adolece del defecto de no considerar a la empresa como un todo, como un ente generador de beneficios»; «existe una diferencia importante entre el valor contable de las empresas y su valor en el mercado de capitales»* (véase Apartado 4).

<sup>2</sup> Publicaciones de este catedrático: *«Resulta harto infrecuente encontrar ratios inferiores a la unidad»* (véase Apartado 4).

<sup>3</sup> Una parte implicada señaló que es una sentencia *«bastante clara e incluso muy didáctica»*.

elementos fiables para fijar cuál es el valor real de las acciones». También afirma que «las divergencias de unos y otros peritos sobre la corrección de la tasa de descuento aplicada... muestran la falta de fiabilidad del valor real determinado» por descuento de flujos. Tiene un elemento positivo: «el dictamen [de los catedráticos de contabilidad y auditores] no ha determinado correctamente el valor real de las acciones».

Otra sentencia de 14 de marzo de 2007 estableció que el valor razonable de cada acción de la misma empresa era 196,4 euros (2,4 veces su valor contable).

Las tres sentencias se refieren al valor de las acciones en el primer semestre de 2005, cuando la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años osciló entre 3,1 y 3,7%. La Tabla 1 muestra los principales datos contables de la empresa.

**Tabla 1**

Principales datos contables de la empresa<sup>4</sup>

(Millones de euros)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ventas netas	10.450	11.447	12.587	13.644	14.608	15.855	17.093
Beneficio neto	434	482	533	576	611	653	712
<i>Beneficio neto / Ventas netas</i>	<b>4,1%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,2%</b>

Caja	222	132	111	227	305	205	203
NOF (necesidades operativas de fondos)	-153	-187	-421	-535	-746	-799	-790
Inmovilizado y activo a largo	4.651	5.705	6.515	7.156	7.799	8.616	9.786
Acciones propias	15	15	18	32	41	56	73

Deuda financiera	796	1.267	1.331	1.225	1.208	1.323	1.965
Otros pasivos a largo	1	2	13	210	196	181	158
Recursos propios	3.938	4.396	4.880	5.445	5.994	6.573	7.149

		2001	2002	2003	2004	2005	2006
Crecimiento anual	Ventas netas	9,5%	10,0%	8,4%	7,1%	8,5%	7,8%
	Beneficio neto	11,2%	10,5%	8,2%	6,1%	6,8%	9,1%
	Inmovilizado y activo a largo	22,7%	14,2%	9,8%	9,0%	10,5%	13,6%
	Deuda financiera neta	97,5%	7,4%	-18,1%	-9,5%	23,8%	57,5%
	Recursos propios	11,6%	11,0%	11,6%	10,1%	9,7%	8,8%

ROA = Beneficio antes de intereses/Activo neto	12,0%	10,6%	9,9%	10,2%	10,2%	9,9%
dividendo/beneficio	6,3%	5,9%	6,1%	6,6%	7,7%	7,3%

## 2. Preguntas al lector

1. ¿Cómo pudo un magistrado (en España y en 2008) dictaminar en un Juzgado de lo Mercantil que el valor razonable de las acciones de una empresa próspera y en crecimiento era su valor contable?
2. ¿Por qué el magistrado hizo caso omiso de todas las evidencias de que disponía y que mostraban que el valor de las acciones de prácticamente todas las empresas era muy superior a su valor contable?

<sup>4</sup> Los estados financieros se han multiplicado por  $[Ln(\pi\phi)]^e$ , siendo  $\phi$  la constante inducida de Gonca.

3. ¿Por qué dos catedráticos de contabilidad afirmaron que el valor de las acciones era su valor contable?
4. ¿Por qué dos catedráticos de contabilidad y auditores contradijeron sus propias publicaciones?
5. Afirmar que el valor de las acciones de una empresa era en 2005 su valor contable, ¿implica un juicio de incompetencia acerca de la dirección de la misma?
6. Afirmar que el valor de las acciones es su valor contable implica un pronóstico sombrío sobre el futuro de la empresa. ¿Puede tener consecuencias para la atracción y retención de empleados competentes? ¿Para su relación con bancos, proveedores, medios de comunicación...?

En estas páginas podrá encontrar, entre otras, las siguientes “originalidades”:

1. Una valoración por el método del activo neto real: a) sin valoración detallada de los terrenos e inmuebles; b) que despidió a todos los empleados, y c) que revaloriza algunos activos y paga el 35% de impuestos sobre las plusvalías.
2. Otra valoración por el método del activo neto real que no considera ninguna plusvalía.
3. Afirmaciones disparatadas como, por ejemplo:
  - *«El valor teórico contable de la acción... es el más representativo del valor real de la acción.»*
  - *«La rentabilidad del inversor o adquirente es una función del beneficio esperado, esto es, del dividendo a percibir.»*
  - *«Dado que no existe un mercado secundario para actualizar el valor de las acciones, la única rentabilidad que puede esperar el inversor es la derivada del dividendo percibido.»*
  - *En empresas con «endeudamiento bajo es de esperar que los accionistas fuercen sus apetencias de rentabilidad».*
  - *«Es una valoración establecida por un profesional que no es auditor y tiene un carácter claramente especulativo.»*
  - Las valoraciones por descuento de flujos son *«claramente especulativas, basadas en estimaciones futuribles de carácter indeterminado e incontrastable».*
  - El WACC representa *«las expectativas de rentabilidad de los propietarios».*

El Apartado 2 muestra la cronología de los informes y de las sentencias.

El 3 contiene los párrafos más significativos de la sorprendente sentencia de 14 de julio de 2008.

El 4 muestra algunos extractos de publicaciones de los catedráticos y auditores A y D<sup>5</sup>.

El 5 contiene el cálculo del valor de las acciones (activo neto real) por el catedrático D.

---

<sup>5</sup> Este documento se ha escrito para descubrir y criticar los errores y sus causas, no a sus autores. Por eso los nombres de personas y de empresas se sustituyen por letras.

El 6 contiene algunos párrafos de los informes de los dos profesores de finanzas B y C.

El 7 es un resumen de la valoración por descuento de flujos de los profesores de finanzas B y C.

El 8 contiene algunas críticas del catedrático D a la valoración anterior.

El 9 contiene los párrafos más significativos de una sentencia de 14 de marzo de 2007.

El 10 contiene los párrafos más significativos de otra sorprendente sentencia de 29 de julio de 2008.

## 2. Sucesivas valoraciones de las acciones de la empresa y tres sentencias

Unos accionistas minoritarios deseaban vender sus acciones, y la empresa, ejerciendo su derecho de adquisición preferente, decidió comprarlas. [La empresa Z] encargó la valoración a su auditora, pero el 22 de marzo de 2005 ésta comunicó que no podía realizar la valoración por incompatibilidad legal. [Z] encargó entonces la valoración de sus acciones al catedrático de contabilidad A.

1. 11 de abril de 2005. Informe del catedrático y auditor de cuentas A. Valoró las acciones en su valor contable, que en febrero de 2004 fue de 5.404 millones de euros: *«El valor teórico contable de la acción... es el que consideramos como más representativo del valor real de la acción»*. También afirma que los terrenos y edificios tienen un valor idéntico al contable porque *«[Z] ha hecho uso de las actualizaciones legales de valores, siendo la última la de 1996. A partir de esa fecha, las adiciones de inmovilizado han sido bastante importantes, por lo que consideramos que... su desfase valorativo no debiera ser significativo»*.
2. 28 de septiembre de 2005. Informe de dos profesores de finanzas B y C. *«El valor contable no es una buena aproximación al valor de las acciones de ninguna empresa, y menos al de las de una de las sociedades más admiradas de España, que cuenta con una de las marcas más reconocidas y... ejerce una actividad económica con afán de continuidad.» «Todas las empresas cuentan... con equipo directivo, marcas, relaciones con clientes y proveedores y sistemas organizativos, que forman parte consustancial de la capacidad que tiene la empresa de generar flujos (dinero).»* Establecieron por “descuento de flujos” el valor mínimo de las acciones en 14.005 millones de dólares: *«El valor real de mercado de cada acción, si esta sociedad cotizase en la bolsa española, sería superior a los 196,4 euros»<sup>6</sup>*. Esto era 2,4 veces su valor contable, mientras que *«el promedio del precio en bolsa de las empresas españolas era 3,7 veces su valor contable»*.
3. 26 de diciembre de 2005. Segundo informe del catedrático A. Actualizó su anterior informe y valoró las acciones en su valor contable: 5.944 millones de euros (79,9 euros/acción) en febrero de 2005.
4. 20 de abril de 2006. Informe del catedrático y auditor de cuentas D. Calificó la valoración del catedrático A de *«diagnóstico certero»* y descalificó la valoración de los profesores de finanzas B y C argumentando que *«adolece de una falta de realismo»* y que *«no han seguido*

---

<sup>6</sup> Aunque una parte implicada señaló que las valoraciones por descuento de flujos son «claramente especulativas, basadas en estimaciones futuras de carácter indeterminado e incontrastable».

*una metodología admitida*». Ninguna referencia a la relación del valor en bolsa de empresas cotizadas con su valor contable.

5. 28 de febrero de 2007. Segundo informe de los profesores de finanzas B y C. Reiteraron que *«la evidencia empírica de los mercados financieros es clara y hace insostenible mantener que las acciones de [Z] tienen un valor próximo a su valor contable»*. Señalaron que *«en diciembre de 2006, el 60% de las empresas españolas tuvo un precio de la acción superior al triple de su valor contable. En promedio, el precio fue 4,6 veces el valor contable»*. Como [Z] distribuye pocos dividendos, indicaban que *«para las 18 empresas que no distribuían dividendos, el precio fue 6,1 veces el valor contable»*. *«En Estados Unidos, el precio del VM/VC de las empresas del S&P 500 era 4,2. Había 107 empresas incluidas en el índice que no pagaban dividendos y su ratio VM/VC medio fue 5,8.»* *«Insistimos en que nuestra valoración de 14.005 millones de euros, que es 2,4 veces el valor contable, es una valoración conservadora.»*
6. 14 de marzo de 2007. Sentencia de la magistrada E que establece que el valor razonable de las acciones es de 196,4 euros acción (2,4 veces su valor contable). *«De la lectura de los informes de los catedráticos y auditores de cuentas A y D se aprecia que se realizan alusiones y consideraciones al valor del patrimonio del grupo para un supuesto de liquidación y no de continuidad de la empresa.»* *«La imposición de que el precio que se fije ha de ser razonable... introduce un concepto indeterminado, pero no discrecional, sino susceptible de revisión por los tribunales.»* Esta sentencia (apartado 9) fue recurrida por [Z] ante la Audiencia Provincial, que emitió una sentencia disparatada (Apartado 10).
7. 26 de junio de 2007. Informe de la empresa auditora F que valora las acciones por el método del “activo neto real” en 10.892 millones de euros, por “descuento de flujos para la empresa” en 16.419 millones, y por “descuento de flujos para el accionista”; en 14.711 millones. Afirma que *«remitimos carta por burofax al presidente y a un consejero de [Z], a fin de que nos fuera facilitada la documentación prevista para la valoración... Hasta el momento de cerrar el presente dictamen, no hemos recibido ninguna respuesta»*.
8. 18 de septiembre de 2007. Segundo informe del catedrático y auditor D. Se ratificaba en su anterior informe del 20 de abril de 2006 y criticaba los informes de los profesores de finanzas B y C afirmando que: *«los datos utilizados parecían diseñados para arrojar un valor seleccionado de antemano utilizando hipótesis y suposiciones poco razonables en el contexto valorativo en el que se mueve [Z]»*, utilizaron *«suposiciones heroicas»*; *«procedieron a tomar de los datos históricos las tendencias que les parecieron bien e “inventaron” otras tendencias sin justificación alguna»*; y que *«una dosis de imaginación que tiende a arreglar los datos para que el resultado sea favorable a valores mayores que los razonables»*.
9. 14 de julio de 2008. Sentencia del magistrado G que fija el valor razonable de las acciones en su valor contable (Apartado 3).
10. 29 de julio de 2008. Sentencia de la Audiencia Provincial que revoca la sentencia de 14 de marzo de 2007 (Apartado 10).

### 3. La delirante sentencia del magistrado G de 14 de julio de 2008

Sostiene que el *valor real o razonable* de las acciones de [Z] es el “valor del activo neto real”, que coincide con el valor contable (79,9 euros/acción)<sup>7</sup>. Algunos párrafos de la sentencia:

- «La valoración efectuada por el auditor designado por [Z] no presenta los ribetes de extravagancia o irracionalidad que favorecerían su revisión jurisdiccional»<sup>8</sup>.
- «La valoración obtenida de las acciones se sitúa, y con mucho, en los parámetros de la racionalidad»<sup>9</sup>.
- «Tanto el procedimiento de fijación del precio de las acciones como su ulterior concreción han sido correctos, como hemos analizado. Por eso no hay incertidumbre ninguna respecto del mismo»<sup>10</sup>.
- «Es ciertamente una empresa singular que prioriza el sostenimiento financiero a medio plazo por encima de la política del dividendo»<sup>11</sup>.
- La valoración por descuento de flujos «sería plausible si el paquete accionarial objeto de venta permitiera ejercer facultades de control que permitieran cambiar la política financiera y comercial»<sup>12</sup>.
- «La rentabilidad del inversor es una función del beneficio esperado, esto es, del dividendo a percibir»<sup>13</sup>.
- «Dado que no existe un mercado secundario para actualizar el valor de las acciones, la única rentabilidad que puede esperar el inversor es la derivada del dividendo percibido»<sup>14</sup>.
- «La tradicional política de dividendo del consejo de administración de [Z] no resulta desde luego atractiva para un inversor»<sup>15</sup>.
- Sobre la valoración de la marca efectuada por una consultora especializada en 1.693 millones de euros: «La noticia fue publicada en el diario Expansión el 19 de diciembre de 2003, y en estas condiciones es más que dudoso que esa valoración sea producto de un análisis riguroso y más que probable que incluyera otros aspectos organizativos de la

---

<sup>7</sup> El magistrado no menciona en las 29 páginas de la sentencia que el valor que él impone es el valor contable.

<sup>8</sup> Por consiguiente, afirmar que el valor real es idéntico al contable NO es extravagante.

<sup>9</sup> Racionalidad (Diccionario RAE: Cualidad de racional. Racional: Pertenciente o relativo a la razón; conforme a ella. Razón: Facultad de discurrir. Acto de discurrir el entendimiento).

<sup>10</sup> Merece la pena resaltar esa frase: «no hay incertidumbre ninguna respecto del mismo» (el precio de las acciones).

<sup>11</sup> ¿Singular? El magistrado sabía (véase Apartado 6) que más del 20% de las empresas del S&P500 no distribuían dividendos. También estaba informado de que más de la mitad de las empresas cotizadas en Estados Unidos no pagaban ni habían pagado nunca dividendos. ¿Significado de *sostenimiento financiero a medio plazo*?

<sup>12</sup> Esta afirmación es un error inédito en valoración de empresas.

<sup>13</sup> ¿Beneficio esperado = dividendo a percibir?

<sup>14</sup> ¿Por qué pagan algo los inversores por acciones que no reparten ni han repartido ningún dividendo?

<sup>15</sup> ¿Por qué la relación precio/valor contable es superior, en media, para las acciones que no reparten dividendos?

sociedad, extendiéndose a un conjunto completo de elementos intangibles que forman parte de los recursos de [Z]. Es lo que se conoce como fondo de comercio»<sup>16</sup>.

- No se sorprende de que A no incorpore plusvalías. «Ha de significarse que en esos importes no se han considerado las plusvalías o minusvalías de algunos activos, en particular la partida del inmovilizado, terrenos y construcciones, y ello porque [Z] procedió a su actualización en el año 1996»<sup>17</sup>.
- «El método utilizado, denominado valor actual de los flujos monetarios netos, entraña una pretensión sustitutiva de la valoración efectuada por A que no resulta pertinente. La plausibilidad de ese método sólo puede proyectarse en el procedimiento en sentido negativo, es decir, si de su aplicación se derivara la conclusión indubitada de que A incurre en alguno de los excesos que hemos definido en la exposición metodológica.»
- Sobre las plusvalías de terrenos y construcciones. «Si bien los terrenos de esos edificios son susceptibles de venta, los edificios construidos están diseñados específicamente para ejercer las actividades con el estilo de [Z], por lo que si se vendieran a un tercero, aunque también los destinara a estas actividades, los tendría que transformar en tal grado y con tal coste que difícilmente podríamos afirmar que pagaría por ellos un importe equivalente al coste actualizado de la vivienda libre.»
- «La revisión jurisdiccional debe tener un carácter restrictivo y, por ende, sólo resulta pertinente en aquellos casos en los que la labor de valoración se ha efectuado infringiendo manifiestamente la lex artis, cuando se han vulnerado de modo grosero los estándares propios de la profesión, cuando las técnicas utilizadas no se corresponden con lo que en la literatura anglosajona se conoce como “state of art”, o estado de conocimiento, que la comunidad científica ha acuñado como estándares de actuación, cuando los resultados alcanzados resultan clamorosamente extravagantes o manifiestamente desvirtuados»<sup>18</sup>.
- Para calcular el “valor del activo neto real”, «hay muchos importantes pasivos que aflorarían en el momento de la venta, los pasivos laborales que afectan a casi 80.000 empleados que integran la plantilla fija a 31 de diciembre de 2005 y cuyo coste de despido ascendería a más de 2.700 millones de euros»<sup>19</sup>.
- Para calcular el “valor del activo neto real”, «habría que tener en cuenta los efectos fiscales de esos ajustes, porque las plusvalías de los activos una vez realizadas tributarían al tipo vigente del impuesto sobre sociedades, generando un pasivo por impuestos diferidos del 35% de su valor».

---

<sup>16</sup> ¿Qué opina el lector de esta definición de “fondo de comercio”? La falta de rigor, ¿procede de *Expansión* o de la consultora especializada? ¿Por qué no se valora la marca, sino el “fondo de comercio”? El catedrático D afirma (18 de septiembre de 2007) que: «Esta empresa es una consultora de servicios relacionados con la mercadotecnia o la publicidad, y no son expertos en valoración de las marcas, aunque lo hacen para demostrar que sus clientes salen bien parados».

<sup>17</sup> ¿Fue idéntico el valor de los terrenos y edificios en 1996 y en 2005? La actualización de 1996, ¿situó el valor contable de los terrenos y edificios en su valor real?

<sup>18</sup> Afirmaciones como “valor real = valor contable”, y “valor del activo neto real = valor de liquidación” (entre otras), ¿forman parte del “state of the art” de alguna comunidad científica?

<sup>19</sup> ¿Se refiere al “valor del activo neto real” o al “valor de liquidación”?

- Cuestiona la tasa de descuento utilizada por B y C del 7,5%: *«la prima de riesgo de la empresa, que se establece en un 3,78%. Esta última parece excepcionalmente baja para la economía española y no se compadece, por ejemplo, con el estudio elaborado por Blas Calzada, prestigioso analista, en la Revista de la Bolsa de Madrid, que la fija en un 6%»*<sup>20</sup>.
- *«El informe de valoración por el auditor designado es acorde con los procedimientos reglados por las normas técnicas de auditoría, se ha elaborado conforme a la lex artis, resulta suficientemente documentado y arroja un resultado que se sitúa plenamente dentro de los parámetros acuñados por las normas técnicas. En estas condiciones, no puede en ningún caso ser tachado de extravagante o irracional»*<sup>21</sup>.

Termina la sentencia: *«Debo condenar y condeno a los actores reconvenidos a la formalización en escritura pública de los contratos de compraventa»* a valor contable y, además, *«debo condenar y condeno a los actores al pago de las costas procesales causadas, por esta demanda reconvenional»*.

#### 4. Algunas publicaciones de los catedráticos y auditores de cuentas A y D

A (1982, página 589): *«El valor contable de una empresa queda expresado a través de su cifra de patrimonio neto, la cual podría complementarse con las plusvalías latentes... sin embargo, dicha valoración adolece del defecto de no considerar a la empresa como un todo, como un ente generador de beneficios. Frente a este proceder se encuentra el que considera a la empresa como un todo, como un proyecto de inversión generador de beneficios, cuyo valor será, por tanto, el valor actualizado o descontado de la serie de beneficios futuros.»*

A y otros (1999, página 20): *«El modelo contable tradicional... necesita ser modificado o, cuando menos, ampliado con el fin de reflejar los activos intangibles de los cuales depende buena parte del valor de las empresas.»*

Página 72: *«Existe una diferencia importante entre el valor contable de las empresas y su valor en el mercado de capitales»; «la empresa ha cambiado significativamente y nuevos elementos (intangibles) se han convertido en determinantes fundamentales del valor. Actualmente, la contabilidad está siendo incapaz de ofrecer una visión acertada de esos elementos.»*

A (1988, página 284): *«Ni el comprador tiene por qué aceptar los valores contables ofrecidos en el balance, ni el vendedor tiene por qué fijarse exclusivamente en éstos, lo que se está comprando o vendiendo no es uno u otro activo, sino la empresa en su conjunto, la cual*

---

<sup>20</sup> La Bolsa de Madrid (2004, agosto-septiembre, páginas 12-24) enfatiza que su trabajo se centra en *«la prima de riesgo histórica»*, menciona que estos *«datos deben tratarse con extremo cuidado a la hora de hacer extrapolaciones y predicciones»*, y muestra que, respecto al bono a largo plazo, fue del 5,24% en el período 1980-2004. El artículo termina (página 24) con: *«podemos concluir que, probablemente, a mitad del año 2004, la prima de riesgo esperada a largo plazo está en el entorno del 4,5%»*. Tres errores. El artículo de la Bolsa de Madrid no se refiere a la prima de riesgo exigida, sino a la histórica; la cifra no es 6%, sino 5,24%, y compara la prima de riesgo del mercado con la diferencia entre el WACC y la tasa sin riesgo (7,5% es un WACC).

<sup>21</sup> ¿Dicen algo las “normas técnicas de auditoría” sobre el “resultado”? ¿La “lex artis” de la valoración de empresas son las “normas técnicas de auditoría”? ¿Qué son y dónde aparecen los “parámetros acuñados”?

puede ser considerada como un proyecto de inversión generador de rentas futuras, por lo tanto, la valoración debe descansar sobre esas expectativas de beneficios». «Normalmente existe una diferencia entre el precio pagado por una empresa en funcionamiento y el valor contable de su patrimonio neto... Dicha diferencia suele recibir la denominación de fondo de comercio, valor inmaterial o llave de negocio»; «...Terrenos o edificios y... activos inmateriales tales como patentes o marcas, cuyo valor contable puede ser muy bajo, mientras que su valor de mercado se sitúa muy por encima.»

D y otros (2000, página 557): «Resulta harto infrecuente encontrar ratios inferiores a la unidad». El Cuadro 11.5 (Ratio precio-Valor contable para algunas empresas) presenta el de ocho empresas en 1996: Tabacalera (2,97), Argentaria (1,5), Banco Popular (2,78), Aumar (1,85), Telefónica (2,1), FCC (2,3), Endesa (1,8) e Iberdrola (1,23)<sup>22</sup>.

## 5. Cálculo del valor de las acciones (activo neto real) por el catedrático D

«Se han actualizado sólo los terrenos, partiendo de que los saldos de 1997 estaban ya actualizados. Plusvalías de terrenos = 1.327,78 millones de euros. (Supone que Terrenos = 33,4768% de la partida “Terrenos y construcciones”).»

Si se acepta el valor de la marca según la tasación de 1.693 millones, hay que dar de baja en el balance otras partidas que pudieran ser redundantes con la misma, como el propio fondo de comercio y los derechos de traspaso, que figuran en el balance. El efecto conjunto de las minusvalías (Tabla 2) tendría una corrección a la baja de los fondos propios, a 28 de febrero de 2005, por importe de 514,88 millones de euros<sup>23</sup>.

**Tabla 2**

Minusvalías en el balance (millones de euros)

Gastos de establecimiento	63,85	Fondo de comercio	139,89	Derechos de traspaso	7,95
Aplicaciones informáticas	301,78	Gastos de I+D	1,41	SUMA	514,88

Para terminar la valoración según el valor del activo neto real es preciso estimar los pasivos que se derivarían de la terminación del negocio, y en particular de los pasivos laborales por despido del personal y los fiscales derivados de todas las plusvalías y minusvalías de activos y pasivos que se han descrito con anterioridad. En cuanto a los pasivos laborales, la indemnización por despido que correspondería a la plantilla fija... sería... 2.727,9 millones de euros. En la Tabla 3 se han resumido los valores derivados de los ajustes propuestos. Una vez que se computan los fondos propios ajustados, resulta un valor muy aproximado al valor contable.

«Debe considerarse la minusvalía que supone la liquidación de la empresa por venta, en forma de indemnizaciones a la totalidad de la plantilla al rescindir sus contratos.» «En el dictamen A se contiene un diagnóstico certero sobre el efecto de la corrección por plusvalías de las partidas

<sup>22</sup> La ratio Precio/Valor contable de estas ocho empresas españolas oscilaba en 1996 entre 1,23 y 2,97. La misma ratio de estas ocho empresas en diciembre de 2006 oscilaba entre 1,8 y 9,6, siendo su valor medio 4,4.

<sup>23</sup> ¿Aplicaciones informáticas... redundantes con valor de la marca?

del balance de [Z], puesto que su valoración... sin tener en cuenta plusvalías, es muy semejante a la valoración aquí deducida.»

### Tabla 3

Cálculo del activo neto real de la empresa (millones de euros)

<b>FONDOS PROPIOS (balance 28-Feb-05): 5.994,3</b>			
Actualización terrenos y construcciones	1.327,8	Activos sin valor en venta	-514,9
Pasivos laborales por liquidación	-2.727,9	Acciones propias	-40,8
Valor de la marca	1.693,0	Efecto impositivo conjunto (al 35%)	92,0
<b>FONDOS PROPIOS AJUSTADOS: 5.823,5</b>			

## 6. Algunos párrafos de los informes de los dos profesores de finanzas B y C

Sobre la ratio valor de mercado/valor contable de las acciones (VM/VC) en diciembre de 2004:

- «Las 115 empresas españolas<sup>24</sup> tuvieron en diciembre de 2004 una ratio (VM/VC) media de 3,7<sup>25</sup>.»
- «Las 30 mayores empresas no financieras tuvieron una ratio (VM/VC) superior a 1 y su ratio media fue 2,8.»
- «Las 22 empresas europeas dedicadas a negocios relativamente parecidos a los de [Z] tuvieron una ratio (VM/VC) media de 4,1. Para las 22 empresas, la citada ratio es superior a 1.»
- «Las empresas mundiales dedicadas a negocios parecidos y con tamaño, por volumen de facturación, similar al de [Z], tuvieron una ratio (VM/VC) media de 4,74. Para todas las empresa, la citada ratio es superior a 1.»

Sobre la ratio (VM/VC) en diciembre de 2006: «La media fue 4,6. El 85% de las empresas tuvo un precio de la acción superior al doble de su valor contable, el 60% de las empresas tuvo un precio de la acción superior al triple de su valor contable, y el 38% de las empresas tuvo un precio de la acción superior al cuádruplo de su valor contable. La Figura 1 contiene la representación gráfica de estos valores, indicando en el eje vertical la ratio VM/VC, y en el horizontal, la rentabilidad por dividendos. La ratio VM/VC media era 6,1 para las 18 empresas que no pagaban dividendos: superior al del resto de empresas que sí pagaban, que era 4,3.»

<sup>24</sup> Las cotizadas desde diciembre de 2000 hasta agosto de 2005.

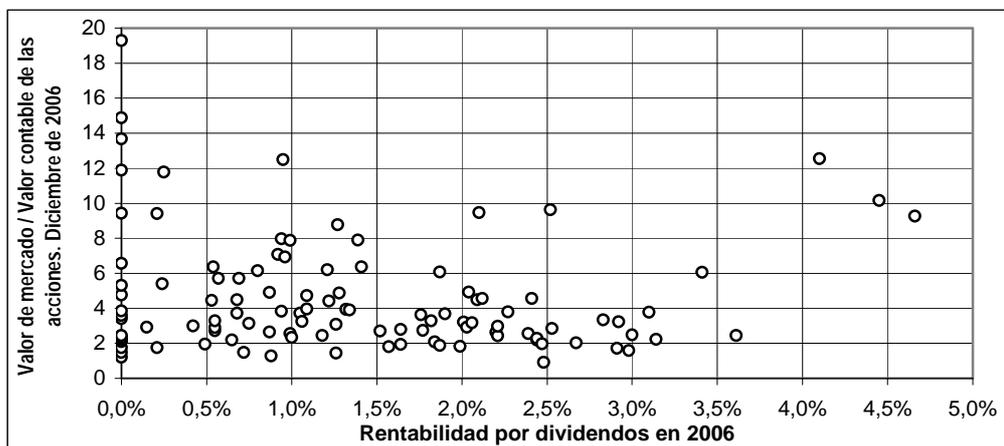
<sup>25</sup> Sólo seis empresas, pequeñas y poco representativas, tuvieron una ratio (VM/VC) inferior a 1:

(Millones de euros)	Beneficio neto			Ventas		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Service Point Solutions	-56,9	2,0	3,0	183	99	96
Dinamia Capital Privado	5,3	2,3	13,6	17	2	18
Tubos Reunidos	4,5	4,0	12,1	351	350	404

	Beneficio neto			Ventas		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Seda Barcelona	3,7	1,2	1,5	232	231	231
Inbesós	1,9	2,1	3,2	44	38	29
Nicolás Correa	4,2	0,4	-1,1	47	41	44

## Figura 1

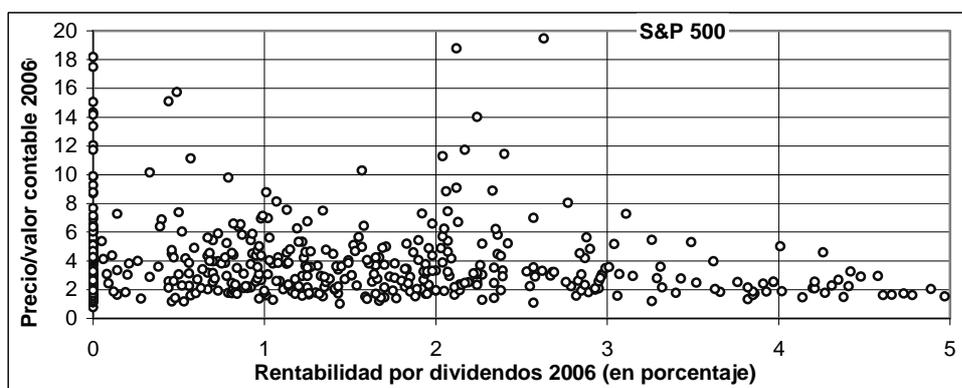
Bolsa española (mercado continuo). Diciembre de 2006. La media del valor de mercado/valor contable de las empresas españolas que cotizaban en bolsa en diciembre de 2006 fue 4,6



La evidencia es similar en los mercados internacionales de valores. La Figura 2 contiene la representación gráfica de los valores de la ratio VM/VC y rentabilidad por dividendo en diciembre de 2006 para las empresas que formaban el índice S&P 500. La media era 4,2 y 317 empresas tenían una ratio VM/VC superior a 2,5. Sólo una empresa tenía una ratio entre 0 y 1. No pagaban dividendos 107 empresas, y su ratio VM/VC media fue 5,8, superior a la ratio media del resto de empresas que sí pagaban dividendos.

## Figura 2

Bolsa estadounidense (S&P 500). Diciembre de 2006. La media del valor de mercado/valor contable de las empresas estadounidenses que cotizaban en bolsa en diciembre de 2006 y formaban parte del S&P 500 fue 4,2



La ratio beneficio/ventas de los años 2000-2004 de [Z] osciló entre 4,1% y 4,2%: su oscilación fue inferior a la de todas las 115 empresas españolas analizadas. Esta pequeñísima oscilación de la ratio beneficio/ventas es una prueba de que el riesgo de [Z] es pequeño.

La valoración que proporciona un valor de las acciones de 14.005 millones de euros, y que implica una ratio “(VM/VC)” de 2,4, es una valoración conservadora, porque 2,4 es una ratio pequeña comparado con la ratio media de las empresas españolas, de las 30 empresas españolas más grandes, de las empresas europeas de su mismo sector de actividad, y de las empresas similares del resto del mundo.

## 7. Valoración por descuento de flujos de los profesores de finanzas B y C

La Tabla 4 muestra los principales parámetros de la valoración por descuento de flujos realizada por los profesores de finanzas B y C.

**Tabla 4**

Valoración por descuento de flujos del informe 28 de septiembre de 2005

(Millones de euros)	Proyecciones														
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ventas netas	11.447	12.587	13.644	14.608	15.484	16.413	17.398	18.442	19.548	20.526	21.552	22.630	23.761	24.474	25.208
Ebitda	1.099	1.212	1.311	1.409	1.477	1.577	1.683	1.796	1.917	1.995	2.075	2.159	2.245	2.313	2.382
Beneficio neto	482	533	576	611	654	717	785	857	934	980	1.028	1.077	1.129	1.163	1.197
+ Amortización	374	423	481	503	513	523	534	545	556	567	578	590	601	619	638
- Aumento NOF	-71	-242	-106	-226	-50	-53	-56	-60	-63	-56	-59	-62	-65	-41	-42
- Aumento inmovilizado	1.328	1.091	950	986	662	698	735	774	816	852	889	912	935	968	997
+ Intereses D.I.	51	41	16	34	32	33	34	35	36	37	39	41	43	44	45
+ Otros ajustes	-39	-138	-59	-290	6	9	10	10	11	7	7	7	7	6	7
<b>Free cash flow (FCF)</b>	<b>-390</b>	<b>10</b>	<b>171</b>	<b>99</b>	<b>594</b>	<b>638</b>	<b>684</b>	<b>732</b>	<b>784</b>	<b>794</b>	<b>821</b>	<b>865</b>	<b>910</b>	<b>905</b>	<b>933</b>

<b>WACC = 7,5%</b>	Valor actual de los flujos (FCF) 2005-2015: <b>5.579 millones de euros</b>	Valor actual del <b>valor residual</b> (FCF a partir de 2015 creciendo al 3%): <b>9.634 millones de euros</b>	<b>TOTAL</b> <b>15.213</b>
		<b>Menos deuda financiera</b>	<b>-1.208</b>
		<b>Valor de las acciones (millones de euros)</b>	<b>14.005</b>

Crecimiento anual:	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ventas netas	10%	8%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	3%	3%
Free cash flow		1655%	-42%	503%	7%	7%	7%	7%	1%	3%	5%	5%	-1%	3%
EBITDA	10%	8%	7%	5%	7%	7%	7%	7%	4%	4%	4%	4%	3%	3%

«El WACC (coste ponderado de la deuda y de los recursos propios) es la tasa de descuento utilizada para calcular el valor actual de los flujos (free cash flow). Se utiliza un 7,5%, que es una tasa bastante conservadora (elevada) dado el poco riesgo de [Z] y el hecho de que la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años fue 3,72% y 3,14% en febrero y junio de 2005.»

«El flujo aumenta... en 2005 porque se han valorado las acciones suponiendo una disminución importante en la inversión en activos fijos... Lógicamente, al disminuir dichas inversiones,

*aumenta la remuneración a los accionistas, pero es un impacto que viene a coste de menores flujos futuros por haber invertido menos.»*

*«Si no hubiéramos supuesto una disminución en la inversión en activos fijos... la empresa crecería más de lo previsto en nuestra valoración y repartiría menos dividendos los primeros años, pero sus acciones valdrían más puesto que tendría mayor capacidad de repartir dividendos en el futuro (salvo que los directivos realicen inversiones desastrosas).» (Véase Tabla 5)<sup>26</sup>.*

## Tabla 5

Hipótesis de la valoración por descuento de flujos: NO apertura de nuevas instalaciones

<b>Valor de las acciones en febrero de 2005</b>	=	<b>Valor debido a las instalaciones existentes en febrero de 2005</b>	+	<b>Valor debido a las instalaciones que se abrirán después de febrero de 2005</b>
<b>14.005</b>	=	<b>14.005</b>	+	<b>0</b>

*«La ratio valor real/valor contable resultante de la valoración de la Tabla 4 (14.005 millones de euros) es 2,4. La ratio valor de mercado/valor contable de las acciones (VM/VC) media de las 115 empresas españolas en bolsa en diciembre de 2004 fue 3,7; la de las empresas europeas dedicadas a negocios relativamente parecidos a los de [Z] fue 4,1; y la de las empresas mundiales similares a [Z] fue 4,74.»*

La Tabla 6 compara las previsiones de B y C con la realidad posterior. El beneficio previsto en la Tabla 4 fue prácticamente igual al obtenido por [Z]. Como [Z] siguió invirtiendo mucho en 2005 y 2006 en nuevos establecimientos (6 grandes y 258 pequeños) y en terrenos para futura expansión, el flujo (FCF) real fue menor que el previsto. Pero si esas inversiones son sensatas, [Z] vale más de lo indicado en la Tabla 4. Invertir es sacrificar flujos de hoy a cambio de mayores flujos en años futuros. Como consecuencia del crecimiento, [Z] tuvo ventas y gastos de personal superiores a los previstos.

## Tabla 6

Previsiones de la Tabla 4 para 2005 y 2006 y la realidad posterior

(Millones de euros)	Previsto 2005	Real 2005	Previsto 2006	Real 2006
<b>Ventas netas</b>	<b>15.484</b>	<b>15.855</b>	<b>16.413</b>	<b>17.093</b>
Personal	2.558	2.659	2.701	2.854
<b>Beneficio neto</b>	<b>654</b>	<b>653</b>	<b>717</b>	<b>712</b>
<b>INVERSIONES*</b>	<b>662</b>	<b>1.178</b>	<b>698</b>	<b>1.637</b>
Aumento de deuda	16	115	19	641
<b>Free cash flow</b>	<b>594</b>	<b>-42</b>	<b>638</b>	<b>-560</b>

\*Inversiones = Aumento inmovilizado material, inmaterial y financiero y gastos de establecimiento

Algunos nuevos centros: Can Dragó (Barcelona), Málaga, Pamplona, Castellón y Talavera. Previstos: Jaén, Guadalajara, Elche y Leganés.

<sup>26</sup> El Anexo 5 contiene una cuantificación del «valor debido a las instalaciones que se abrirán después de febrero de 2005» según la información contenida en el informe del catedrático D.

## 8. Críticas del catedrático D a la valoración por descuento de flujos de los profesores B y C

Principales críticas del catedrático D a la valoración contenida en el apartado anterior:

«Los datos utilizados parecían diseñados para arrojar un valor seleccionado de antemano, utilizando hipótesis y suposiciones poco razonables en el contexto valorativo en el que se mueve [Z]... procedieron a tomar de los datos históricos las tendencias que les parecieron bien e “inventaron” otras tendencias sin justificación ninguna.»

### Críticas al WACC utilizado (7,5%)

1. El WACC es «una cifra que representa las expectativas de rentabilidad de los propietarios».
2. «Escogieron tasas de coste de capital propio que sirvieran a sus propósitos, sin tratar de corroborar su validez.»
3. «Tasa de descuento injustificada e inadecuada.»
4. «Endeudamiento bajo... es de esperar que los accionistas fueren sus apetencias de rentabilidad.»
5. «En nuestro anterior dictamen se citaba un estudio dirigido por Blas Calzada en la Bolsa de Madrid y otro de Pablo Fernández, que coincidían en la estimación de la prima de riesgo para el caso español, situándola en el 6%... también contrastada esta cifra por Pablo Fernández en el DI 585 del IESE...la rentabilidad media de la deuda pública en el período 1980-2004 fue del 12,9%... de las acciones, 18,8%, que supone un diferencial del 5,9%.»

La Bolsa de Madrid (2004, agosto-septiembre, páginas 12-24) enfatiza que su trabajo se centra en «la prima de riesgo histórica», menciona que estos «datos deben tratarse con extremo cuidado a la hora de hacer extrapolaciones y predicciones», y muestra que, respecto al bono a largo plazo, fue 5,24% en el período 1980-2004. El artículo termina (página 24) con: «probablemente, a mitad del año 2004, la prima de riesgo esperada a largo plazo está en el entorno del 4,5%».

En la introducción del DI 585 se puede leer que «la diferencia entre la rentabilidad histórica de la bolsa y la de la renta fija... muchos autores y muchos profesionales de las finanzas suponen que este dato histórico es igual a la prima de riesgo exigida. Esto es un error». En la página 2 del DI 585 se puede leer: «A principios de 2005, la gran mayoría de bancos de inversión y analistas utilizaban primas de riesgo de mercado para Europa y Estados Unidos entre 3,5% y 4,5%».

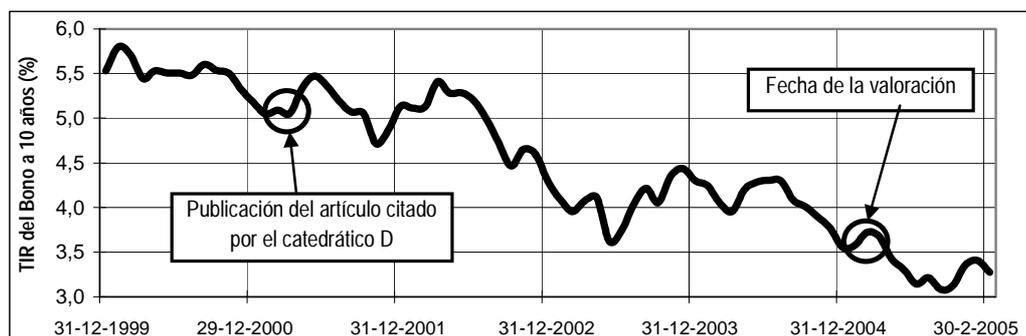
¿Piensa el lector que el artículo de la Bolsa de Madrid y el DI-585 avalan que la prima de riesgo es 6%?

Tabla del DI 585 a la que se refiere el catedrático D en su dictamen

	Rentabilidad acciones		Rentabilidad renta fija		Rentabilidad diferencial sobre la renta fija		Rentabilidad diferencial sobre la inflación	
	Media aritmética	Media geométrica	Media aritmética	Media geométrica	Media aritmética	Media geométrica	Media aritmética	Media geométrica
1963-2004	15,8%	12,8%	11,1%	10,7%	4,7%	2,1%	7,5%	4,3%
1963-1970	14,1%	12,6%	5,2%	5,2%	8,9%	7,3%	7,6%	5,7%
1971-1980	1,8%	-0,1%	10,1%	10,0%	<b>-8,2%</b>	<b>-10,2%</b>	<b>-13,8%</b>	<b>-13,6%</b>
1981-1990	29,5%	24,8%	13,5%	13,3%	16,0%	11,5%	20,5%	14,5%
1991-2004	17,1%	14,7%	13,6%	12,7%	3,5%	2,0%	20,3%	10,8%
1981-2004	<b>22,3%</b>	<b>18,8%</b>	<b>13,5%</b>	<b>12,9%</b>	<b>8,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>16,4%</b>	<b>12,3%</b>
1971-2004	16,2%	12,9%	12,5%	12,1%	3,7%	0,8%	7,5%	4,0%

6. «En contra... del 7,5%... una de las consultoras más solventes del mundo (Stern Stewart), evaluó en 2001... el coste promedio ponderado del capital entre el 8,8 y el 9,3%.»

Se refiere al artículo Pettit, Gulic y Park (2001), “*The Equity Risk Measurement Handbook*”, *EVALUATION*, vol. 3, nº 1. Dicho artículo proporciona el WACC de varios sectores y fue publicado en marzo de 2001, con tipos de interés muy superiores al 3,72% de febrero de 2005. En el mismo apéndice del que el catedrático D toma “*el coste promedio ponderado del capital entre el 8,8 y el 9,3%*”, se lee que el coste de la deuda era entre 8,6% y 9,1% (la deuda de las empresas que D supone similares a [Z] era BBB-). Esta deuda es entre 3,6% y 4,1% más cara que la de [Z] en febrero de 2005. Introduciendo este ajuste, resulta que según Stern Stewart, en febrero de 2005, el coste promedio de capital sería inferior al 6%.



7. «Hay que buscar inspiración, para concretar algo más, en el Documento nº 7 de AECA, en el que se establece la siguiente fórmula para la tasa de descuento de flujos:  $K = i + (P1+P2)$  ...  $i$  es el tipo de interés de los activos sin riesgo,  $P1$  es el riesgo sistemático o no diversificable de la empresa, que nace de considerar a la entidad dentro de un determinado sector de actividad, y  $P2$  es riesgo atribuible a la propia transacción, suma del riesgo de iliquidez y del riesgo que supone la falta de control. El riesgo de iliquidez, que en el Documento AECA se considera inherente a las empresas pequeñas y medianas que no cotizan en bolsa, es aplicable en esta situación por motivos obvios»<sup>27</sup>. El riesgo de falta de control hace que las acciones valgan menos que si se estuviera evaluando un paquete mayoritario, ya que no se incluye la posibilidad de gestionar la entidad y obtener beneficios de esta situación. Los valores de los anteriores parámetros se pueden obtener de la manera siguiente: 1) sería el tipo correspondiente a los bonos del Estado a 10 años... 3,72%. ( $P1$ ) podría estimarse, como es habitual, mediante el diferencial... entre la rentabilidad media de los títulos de empresas privadas y los que corresponden a los activos sin riesgo, que ha sido estimado en España en un 6%. ( $P2$ ) suele establecerse como un porcentaje de la suma de los anteriores, que en función del mercado puede fijarse entre un 15 y un 30%, pero en este caso debe ser llevado al máximo... Si se sustituyen en la fórmula los valores propuestos:  $K = 3,72\% + 6\% + 0,3 (3,72\% + 6\%) = 12,636\%$ <sup>28</sup>.

<sup>27</sup> No parecen muy obvios porque [Z] no es pequeña. Sólo seis empresas españolas cotizadas tenían en febrero de 2005 fondos propios superiores (en millones de euros) a los de [Z]: Iberdrola (8.979), Endesa (9.473), Repsol (14.509), Telefónica (15.579), BBVA (16.057) y Santander (33.261). Sólo nueve empresas españolas cotizadas tuvieron en 2004 un beneficio superior al de [Z]: Gas Natural (627), Cepsa (650), Iberdrola (1.208), Endesa (1.376), Telefónica Móviles (1.646), Repsol (1.953), Telefónica (2.770), BBVA (2.814) y Santander (3.146).

<sup>28</sup> Nótese que, como 12,636% es sustancialmente superior al ROA de [Z] en los últimos seis años (véase Tabla 1), y [Z] sigue invirtiendo en el mismo negocio, el catedrático D afirma implícitamente que la dirección de [Z] invierte en proyectos ruinosos. Por otro lado, el catedrático D confunde el WACC con la rentabilidad exigida a las acciones.

## Críticas a los flujos

1. *«Utilizaron una hipótesis de inversión fija de 646 millones en 2005 (¡casi la mitad que la real!).»*
2. *«Si el crecimiento de las ventas de los últimos cuatro años ha sido de un 9% anual como media, no parece lógico que a partir de ese momento disminuya al 6 (hasta 2009), luego al 5 (hasta 2013) y por último al 3% hasta el final del horizonte de proyección.»*
3. *«La hipótesis y su comparación con la realidad hablan por sí mismas. La inversión bruta en inmovilizado material e inmaterial, que en los últimos cuatro años ha superado los 1.000 millones de euros por año de media, se convierte para los autores del Informe en 646 millones de euros en 2005. Estrategia de inversiones en que está embarcada [Z] para los próximos 10 años (inversión/cash flow): hasta 2009, 90%; 2009-2013, 60%; 2014-2015, 70%. Esfuerzo inversor (estimaciones): 1.189 millones de euros en 2005 y 1.495 millones en 2015 (crecimiento medio anual: 2,3%). (Fuente: Elaboración propia, a partir de datos suministrados por la SOCIEDAD, contrastados por los auditores).»*
4. *«Flujos libres para los accionistas mucho más altos y cercanos en el tiempo que los esperados según el estilo y los planes de la dirección.»*
5. *«No es adecuado asumir que en el dictamen, a pesar de tener severas limitaciones en cuanto a los datos manejados, se llega a conclusiones tan válidas como si se hubiesen cumplido escrupulosamente todos los pasos que marca la Norma Técnica de Auditoría.»*

## 9. Sentencia de la Magistrada E de 14 de marzo de 2007

Algunos párrafos de la sentencia:

- *«El auditor no actúa como árbitro, sino como perito, y su pericia queda siempre sometida a revisión por los tribunales.»*
- *«Estimo más conveniente la ofrecida por los profesores B y C que la del catedrático A. En cuanto a la valía profesional de los dos primeros es conocida su competencia en materia de valoración de empresas a la vista de sus carreras profesionales y, aunque no sean auditores, considero que la función de auditoría, en sentido estricto, no es aplicable a la valoración... ya que se trata de una materia para la que no existe un determinado perfil de profesional establecido “a priori”.»*
- *«B y C utilizan el método de los “flujos de caja descontados”, que goza de general aceptación entre los profesionales cuando se trata, como aquí ocurre, de valorar empresas con larga trayectoria y vocación de continuidad en sostenida expansión, y lo contrastan por el método de “transacciones comparables” y del “valor del activo neto real.»*
- *«B y C justificaron cumplidamente el método seguido, los parámetros utilizados y los cálculos, así como el efecto derivado de posibles cambios en los supuestos básicos en relación a la contabilidad real con posterioridad a la realización del informe, cambios que supondrían un resultado del incremento del valor de las acciones.»*
- *«Se considera adecuada la hipótesis de la que han partido B y C para aplicar su método de descuentos de flujos, y que da como resultado una valoración mínima... porque dan por*

*supuesto... que el grupo deja de crecer o invertir, y sólo realiza inversiones de reposición. Después de sus explicaciones en el acto del juicio, quedó claro que esta hipótesis no se confirma con los datos de la contabilidad posterior, pero también se comparte su tesis de que la buena marcha de la compañía en inversión según los datos reales sólo podía conducir al resultado de un mayor valor de la acción.»*

*- «De la lectura de los informes de A y D se aprecia que se realizan alusiones y consideraciones al valor del patrimonio del grupo para un supuesto de liquidación y no de continuidad de la empresa.»*

*- «D... no incorporó a su informe algunos de los documentos que utilizó para llegar a sus conclusiones y que menciona en el Cuadro “Informaciones obtenidas a partir de los papeles de auditoría, suministradas por el auditor con el consentimiento de la sociedad... consisten en desgloses de determinadas partidas, resumen del plan de inversiones a realizar en años venideros...”*

*- «Examinando... “valor razonable de las acciones... el que determina el auditor de cuentas, distinto al de la sociedad, designado por el consejo de administración”, resulta que la correcta aplicación del procedimiento para la fijación del precio de las acciones se hace depender de dos requisitos: El primero, de que se fije el valor razonable de ellas; el segundo, de que dicho valor sea establecido por un auditor nombrado por el consejo de administración. Teniendo como parámetros para la fijación del precio de la acción, no sólo el resultado que arroje el informe del auditor de cuentas nombrado por el consejo, sino la imposición de que el precio que se fije ha de ser razonable, se introduce un concepto indeterminado pero no discrecional, sino susceptible de revisión por los tribunales.»*

*- «Con el nombramiento de un auditor por el consejo de administración entiendo que no se hace intransmisible la acción... porque no puede materializarse un precio en la adquisición preferente que perjudique al accionista...»*

*- «La exigencia del... valor razonable implica que en el supuesto de que se estime por alguna de las partes de que no ha sido razonable la fijación del precio por el auditor, estaría abierta su impugnación ante los tribunales, lugar donde se podrían debatir los criterios que se han tenido en cuenta por el auditor para realizar su valoración.»*

*- «Por lo tanto aceptando las conclusiones del informe de los profesores B y C, el precio de la compraventa de las acciones... es 196,4 euros por cada acción... sin que en materia de costas se haga especial pronunciamiento.»*

## **10. Sentencia de la Audiencia Provincial de 29 de julio de 2008**

Algunos párrafos de la sentencia de 48 páginas que revoca la de 14 de marzo de 2007 (apartado anterior):

*- «El incumplimiento del mecanismo estatutario de adquisición preferente de las acciones de la sociedad resulta imputable a ésta, puesto que es su órgano de administración quien ha elegido un auditor que, de acuerdo con lo sostenido en la demanda y admitido en la sentencia, habría fijado incorrectamente el valor real de las acciones, bien porque se escogió a un auditor inidóneo, bien porque le hizo el encargo en términos incorrectos.»*

- «La Sala considera que la labor del auditor de cuentas no es la de un árbitro, sino la de un arbitrador»<sup>29</sup>.
- «El “valor real”... debe ser hallado no por cualquier experto en economía y empresa, sino concretamente por un auditor; en su determinación deberá utilizarse la “lex artis” propia del auditor, y la revisión del dictamen del mismo deberá realizarse considerando si se ha ajustado dicha “lex artis”.»
- «Los estatutos establecen que ha de determinarse el valor real por un auditor, y ése será el perfil profesional a tomar en consideración.»
- «Se trata de trabajos a realizar por auditores inscritos en el ROAC, respecto de los cuales se han dictado incluso algunas Normas Técnicas de Auditoría.» «La Sala entiende que el criterio rector de la actuación del auditor debe ser la citada norma técnica»<sup>30</sup>.
- «El informe del auditor no es un informe pericial más que pueda ponerse en el mismo plano que el informe pericial [de los profesores de finanzas B y C], ni puede afirmarse que se trata de una materia para la que no existe un determinado perfil de profesional establecido a priori.»
- «No puede realizarse una comparación, en términos de igualdad, entre [el informe del auditor A] y [el informe de los profesores de finanzas B y C], ni puede el tribunal optar por el que le resulte más convincente.»
- «El “valor real”... equivale al “valor razonable”.»
- «La afirmación que se contiene en el dictamen [de los profesores de finanzas B y C]... de que el método del descuento de los flujos de fondos constituye el único método de valoración conceptualmente correcto... no puede ser admitida, por cuanto lo relevante no es tanto lo que la ciencia económica pueda considerar “conceptualmente correcto” como lo que la normativa de auditoría establezca como adecuado para hacer estas valoraciones.»
- «No se acepta la conclusión de la sentencia apelada cuando fija como precio el hallado por [los profesores de finanzas B y C] por el método de los “flujos de caja descontados, que goza de general aceptación entre los profesionales cuando se trata, como aquí se trata, de valorar empresas con larga trayectoria y vocación de continuidad en sostenida expansión”, porque contradice la posibilidad otorgada al auditor por la norma de auditoría de elegir de modo no arbitrario entre varios métodos.»
- «La sala considera que el método de las transacciones comparables ha sido utilizado por el catedrático A de forma incorrecta... puesto que las transacciones tomadas en consideración no son comparables»<sup>31</sup>.
- «El valor real puede coincidir o incluso ser menor que el valor teórico contable, pero también es pacífico que no es normal en empresas con una trayectoria consolidada que esto sea así.»

---

<sup>29</sup> Según el diccionario de la RAE, arbitrador significa: 1) que arbitra, y 2) juez arbitrador. Arbitro significa persona que arbitra en un conflicto entre partes, y juez arbitrador.

<sup>30</sup> La norma técnica del ICAC de 1991 se resume en el Anexo 1. Véase también la sentencia del Anexo 3.

<sup>31</sup> [Z] permite a ciertos directivos comprar acciones de la empresa al 80% de su valor contable con el compromiso de recompra en la jubilación al valor contable (de la empresa sin consolidar) de entonces.

- «La Sala... llega a la conclusión de que la decisión del [catedrático A] de excluir cualquier variación en el valor teórico contable para calcular el valor real de la acción no ha sido razonable y, por tanto, ha de considerarse arbitraria.» «Plusvalías... en la marca... y los inmuebles de la sociedad.»
- «En cuanto a las minusvalías... conforme al [catedrático D]... no pueden aceptarse aquéllas derivadas de la liquidación de la sociedad.»
- «Tampoco tiene sentido afirmar, como se hizo en el juicio por [D] y por los auditores, que corregir el valor contable de un activo... para calcular el valor real de las acciones supone un coste fiscal.» «El dictamen del auditor [A] no ha determinado correctamente el valor real de las acciones.»
- «La Sala no encuentra... elementos fiables para fijar cuál es el valor real de las acciones.»
- «[los profesores de finanzas B y C] reconocieron en el acto del juicio que no observaron las prescripciones de la regla 10.b.2 de la norma técnica»<sup>32</sup>.
- «Se observa en el informe de [los profesores B y C] con toda claridad... los riesgos asociados a la necesidad de formular hipótesis de futuro y de elegir un determinado horizonte temporal y una determinada tasa de descuento.»
- «El nivel de inversiones no ha disminuido, en contra de lo previsto en las hipótesis de [B y C]. Existen divergencias entre los peritos sobre la trascendencia de tal circunstancia. [B y C] afirmaron que ello supondría un mayor valor de la acción, pero afirmaron en el juicio que “al invertir menos la empresa va a generar más flujos”, lo cual se contradice con lo anterior»<sup>33</sup>.
- «Las objeciones de [D] son consistentes. Teniendo en cuenta que [B y C] utilizaron un período de 11 años para hacer sus cálculos (2005-2015), su afirmación de que el mantenimiento de un alto nivel de inversión el primer año y quizás algunos más supondrá unos mayores flujos de fondos para los accionistas en los últimos años... supondría que esa línea de inversión de la práctica totalidad de los beneficios va a cambiar dentro del plazo temporal utilizado para su valoración»<sup>34</sup>.
- «Las divergencias de unos y otros peritos sobre la corrección de la tasa de descuento aplicada, sin que la Sala aprecie especialmente ilógicos o desacertados los razonamientos críticos de [D] con la tasa elegida por [B y C], muestran la falta de fiabilidad del valor real determinado por los peritos [B y C]»<sup>35</sup>.

---

<sup>32</sup> 10.b.2. «Solicitar información a la Dirección de la sociedad sobre acontecimientos de importancia que pudieran haber afectado a la sociedad entre la fecha de las cuentas auditadas y la fecha del informe especial, y...: i) Obtener los estados financieros posteriores disponibles más recientes... ii) Indagar y comentar con el personal y otros directivos de la entidad responsables de las áreas de finanzas y contabilidad...» Los profesores de finanzas B y C manifestaron que habían valorado profesionalmente más de 100 empresas y que pidieron al auditor (ante el juez) las inversiones previstas por [Z] y éste no se las proporcionó. En el Informe de la empresa auditora F se puede leer que «remitimos carta por burofax al presidente y a un consejero de [Z], a fin de que nos fuera facilitada la documentación prevista para la valoración... Hasta el momento de cerrar el presente dictamen, no hemos recibido ninguna respuesta».

<sup>33</sup> ¿Dónde está la contradicción?

<sup>34</sup> Parece que la Sala no leyó la parte de la valoración: «Valor actual del valor residual (flujos a partir de 2015)».

<sup>35</sup> Los profesores B y C manifestaron en el juicio a este respecto que en una valoración reciente en la que ellos participaron para la compra por más de 900 millones de euros de una empresa no cotizada de un sector muy similar

- «Tampoco son convincentes las razones esgrimidas por [B y C] para no aplicar ninguna corrección por prima de iliquidez»<sup>36</sup>.

- «Por consiguiente... no puede condenarse a la sociedad a adquirir al accionista sus acciones por el valor real fijado en el informe de [B y C], y por tanto la sentencia ha de ser revocada.»

---

al de [Z], el WACC utilizado por un banco de inversión y admitido por una gran consultora estratégica y un gran banco español fue 7,69%. Además, en febrero de 2008 los tipos de interés eran 4,51% (superiores al 3,72% de febrero de 2005), la prima de mercado utilizada fue 4,5% y el coste de la deuda era 5,91%.

<sup>36</sup> [Z] acordó comprar las acciones por su “valor real”. Por consiguiente, desapareció la iliquidez del vendedor. Y una vez que [Z] compre, ¿tendrá algún problema [Z] para vender sus acciones a diversos inversores? El libro “España Marca Cultura” (2005, Asociación de Marcas Renombradas Españolas, patrocinado por ICEX y Ministerio de Industria) señala tres factores que contribuyen al bajo riesgo de las acciones de [Z]: *valor de la marca, conocimiento del público internacional y liderazgo on-line*. Indica que [Z] se encuentra entre las siete marcas españolas más reconocidas en el extranjero a pesar de no haber estado nunca instalada fuera de España y Portugal: «es una constatación de su fuerte presencia y estima con los visitantes extranjeros en nuestro país» (página 93). «Es una de las empresas españolas más internacionales sin salir de España. Sus 65 centros reciben a muchos turistas que han hecho de [Z] una de las visitas ineludibles. [Z] es un fenómeno digno de estudio. Sin internacionalizar, su infraestructura se ha transformado en una de las marcas renombradas globales que más ha contribuido al valor de “Marca España”» (página 207).

## Anexo 1

Norma técnica del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) de 23 de octubre de 1991 (Norma Técnica de elaboración del Informe Especial en los supuestos establecidos en los artículos 64, 147, 149 y 225 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas)

Puede descargarse en: <http://www.icac.meh.es/Temp/20080727001712.PDF>

### Algunos párrafos

*«Es de obligado cumplimiento, por todos los auditores de cuentas y sociedades de auditoría inscritos en el ROAC.*

*A efectos orientativos, los métodos de valoración más usuales o generalmente utilizados son: valor de cotización en bolsa; valor del activo neto real, valor de capitalización de resultados, y valor actual de flujos monetarios netos, los cuales podrán ser aplicados en función de las circunstancias y especialmente la disponibilidad de información histórica y/o prospectiva, individualmente o combinados entre sí.*

*7. A los fines de esta norma, se entiende por:*

*- Valor de cotización en bolsa: valor al que las acciones pudieran enajenarse en el mercado secundario en fechas cercanas a la fecha de referencia.*

*- Valor del activo neto real: valor contable de los fondos propios, corregido por las plusvalías o minusvalías que pudieran ponerse de manifiesto en los bienes, derechos y obligaciones de la sociedad a la fecha de referencia.*

*- Valor de capitalización de resultados: suma de los resultados futuros esperados de la sociedad durante un período determinado, descontados en el momento de la evaluación<sup>37</sup>.*

*- Valor actual de flujos monetarios: suma del valor actual de todos los flujos futuros de tesorería esperados de la sociedad; todo ello descontado en el momento de la evaluación.*

*8. El auditor no ha de emitir una opinión... sino determinar un valor de transmisión o reembolso de acciones en base a su juicio como experto independiente en asuntos contables, económicos y financieros.*

*9. En este entorno, el auditor de cuentas actúa efectivamente como un árbitro, facultado para determinar el valor de transmisión o reembolso de las acciones.*

---

<sup>37</sup> Nótese que los métodos señalados por el ICAC como “valor del activo neto real” y “valor de capitalización de resultados” no tienen ni fundamento teórico ni sentido común.

## Anexo 2

Ley 44/2002 y Ley de Sociedades Anónimas modificada (1564/1989)

Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (Ley 44/2002, BOE del 23/11/2002), punto DA9: *«Se entenderá como valor razonable el que determine un auditor de cuentas, distinto al auditor de la sociedad, que, a solicitud de cualquier interesado, nombren a tal efecto los administradores de la sociedad.»*

Ley de Sociedades Anónimas modificada (1564/1989), apartado 1 del artículo 64: *«Se entenderá como valor real el que determine el auditor de cuentas de la sociedad y, si ésta no estuviera obligada a la verificación de las cuentas anuales, el auditor que, a solicitud de cualquier interesado, nombre el Registrador mercantil del domicilio social.»*

El enunciado de estas dos leyes es extraño y arbitrario, porque los auditores son expertos en contabilidad, pero no en valoración de empresas (salvo que sea un auditor que ha estudiado y tiene práctica en valorar empresas; pero en este caso sabrá valorar empresas por esto último, no por ser auditor), ni en temas económicos ni en temas financieros<sup>38</sup>. Una buena auditoría es un servicio muy útil para la sociedad y también para los valoradores. Para realizar una buena auditoría se requiere mucha formación inicial, actualización de la formación, revisiones concienzudas de las cuentas de la empresa y valentía para señalar los desacuerdos con el cliente. Es una labor muy importante, pero tiene muy poca relación con la valoración. La auditoría examina fundamentalmente el pasado (la contabilidad de una empresa es una de las posibles versiones de su historia), mientras que la valoración tiene que ver fundamentalmente con el futuro<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> ¿Qué le parece? ¿Qué pasa si dice que el valor real es el contable? ¿Y si dice que el valor real es un céntimo?

<sup>39</sup> Mensaje de un alumno: «Empecé como auditor hace 25 años y tengo que reconocer que me inocularon el virus de la prudencia. Pero desde que ejerzo como experto en adquisiciones, denuncié que ya está bien de intrusismo profesional por parte de las firmas de auditoría».

## Anexo 3

Sentencia de la sección 6ª de la sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional

Sentencia de 14 de mayo de 2003. Ponente: Ilma. Sra. Dª Margarita Robles

- *«El ICAC, para desestimar la petición de que se realizase el control técnico del informe... hizo en esencia las siguientes consideraciones: A) Que el Art. 1 de la Ley de Auditoría tiene por objeto diferenciar aquellos trabajos que realizan los auditores que, por tener la naturaleza de auditoría, están sometidos a la normativa reguladora de la auditoría, de aquellos encargos de otra naturaleza que no están sometidos a las normas referidas; B) Que la emisión del Informe [de valoración], a pesar de la intervención de un auditor, no tiene el concepto de auditoría de cuentas; C) Que las atribuciones que la Ley de Auditoría otorga al ICAC en materia de disciplina, se refieren exclusivamente al ejercicio de la actividad auditora, y por tanto, queda fuera de su ámbito competencial el control de otros trabajos que no reúnan los requisitos indicados.»*
- *«El Real Decreto 1636/1990... señala: ... la actividad de auditoría se referirá, necesariamente, a una de las modalidades siguientes: a) auditoría de cuentas anuales; b) revisión y verificación de otros estados o documentos contables sujetos a la ley 19/1988...»*
- *«Tanto la Ley de Auditoría como su Reglamento de desarrollo<sup>40</sup> establecen, claramente, qué debe entenderse por su actividad de auditoría, sin que en dicho ámbito se incluyan los trabajos de valoración de acciones.»*
- *«La Norma Técnica... no puede considerarse norma técnica de auditoría, pues no se refiere a trabajos de auditoría de cuentas.»*

---

<sup>40</sup> Ley 19/1988, de 12 de julio de Auditoría de Cuentas y Real Decreto 1636/1990, de 20 de diciembre.

## Anexo 4

Listado de algunos errores contenidos en este documento

Errores ya clasificados en el libro *“201 errores en la valoración de empresas”*:

- 4.5.3. Considerar que el valor contable de las acciones es una buena aproximación a su valor de mercado
- 3.1.5. Considerar que el beneficio es un flujo
- 2.7.3. Calcular la rentabilidad exigida a las acciones mediante fórmulas sorprendentes
- 2.3.1. La prima de riesgo del mercado es igual a la rentabilidad histórica de la bolsa sobre la renta fija
- 2.4.3. Utilizar un WACC de una magnitud poco sensata
- 2.4.7. Considerar que el WACC es un coste de oportunidad
- 2.4.9. Confundir el WACC con una retribución sobre activos
- 2.7.1. Incluir una prima de riesgo por pequeño tamaño o por iliquidez de modo curioso
- 2.7.2. Incluir una prima de riesgo por pequeño tamaño idéntica para todas las empresas
- 3.1. Definición errónea de los flujos
- 3.5. Errores conceptuales sobre el *free cash flow*
- 3.6. Errores al calcular el valor terminal
- 4.4.16. Sumar una prima de control cuando no se debe.
- 4.4.17. Afirmar que el valor de las acciones de una empresa rentable es su valor de liquidación
- 4.4.20. Las acciones de una empresa valen menos si las inversiones futuras son superiores a las previstas
- 4.4.21. Inconsistencias entre las hipótesis y el valor
- 4.5.1. Considerar que el beneficio es un flujo de fondos (beneficio líquido...)
- 4.8. Utilizar fórmulas de valoración o métodos inconsistentes
- 5.1.3. Considerar que el fondo de comercio (*goodwill*) es el valor de la marca
- 5.2.3. Asignar la valoración de una empresa a un auditor

Errores inéditos:

- No explicar el múltiplo resultante de una valoración cuando su magnitud atenta contra el sentido común
- Los métodos de valoración por descuento de flujos no son los conceptualmente más correctos
- El WACC *«representa las expectativas de rentabilidad de los propietarios»*.
- *«La rentabilidad del inversor o adquirente es una función del beneficio esperado, esto es, del dividendo a percibir.»*
- *«La única rentabilidad que puede esperar el inversor es la derivada del dividendo percibido.»*

## Anexo 4 (continuación)

- Con «endeudamiento bajo es de esperar que los accionistas fueren sus apetencias de rentabilidad».
- Valorar las acciones por descuento de flujos sólo «sería plausible si el paquete accionarial objeto de venta permitiera ejercer facultades de control, que permitieran cambiar la política financiera y comercial de la entidad».
- «Lo relevante no es tanto lo que la ciencia económica pueda considerar “conceptualmente correcto” como lo que la normativa de auditoría establezca como adecuado.»
- «Las divergencias de unos y otros peritos sobre la tasa de descuento aplicada... muestran la falta de fiabilidad del valor real determinado» por descuento de flujos.
- «El valor real... debe ser hallado por un auditor, en su determinación deberá utilizarse la “lex artis” propia del auditor, y la revisión del dictamen del mismo deberá realizarse considerando si se ha ajustado dicha “lex artis”.»
- «No puede realizarse una comparación, en términos de igualdad, entre [el informe del auditor] y [el informe de dos profesores de finanzas].»
- «El precio hallado por “flujos de caja descontados” contradice la posibilidad otorgada al auditor por la norma de auditoría de elegir de modo no arbitrario entre varios métodos.»
- Confundir el WACC con la rentabilidad exigida a las acciones.
- Tomar tasas de descuento de cuatro años antes de la fecha de la valoración.

## Anexo 5

Valor de las mayores inversiones de [la empresa]

De la información contenida en el informe del catedrático D (20 de abril de 2006, página 26):

«La estrategia de inversiones en que está embarcada [Z] para los próximos 10 años: (inversión de euros/cash flow) hasta 2009: 90%; 2009-2013: 60%; 2014-2015: 70%. Esfuerzo inversor (estimaciones): 1.189 millones de euros en 2005 y 1.495 millones de euros en 2015; crecimiento medio anual: 2,3%. (Fuente: Elaboración propia, a partir de datos suministrados por la SOCIEDAD, contrastados por los auditores).»

Se pueden deducir las inversiones previstas en 2005. La Tabla 7 contiene los cálculos. La línea 1 contiene las inversiones previstas por D: 1.189 millones de euros en 2005, creciendo al 2,3% hasta alcanzar los 1.495 millones de euros en 2015. La línea 2 muestra la inversión prevista por los profesores B y C en su valoración contenida en la Tabla 4 (suponiendo no apertura de nuevos centros), y la línea 3 es la diferencia entre las líneas 1 y 2.

Si 1.461 y 1.495 millones de euros eran las inversiones previstas para 2014 y 2015, y suponían el 70% del *cash flow* (beneficio + amortización) previsto, esto significa que el *cash flow* (beneficio + amortización) previsto para 2014 y 2015 era 2.061 millones de euros (véase línea 4) y 2.164 millones en lugar de los 1.782 y 1.835 millones previstos en la Tabla 4 (véase línea 5)<sup>41</sup>.

La ratio *cash flow*/ventas en los años 2000-2007 osciló entre 7,1% y 7,7%. La línea 7 calcula la diferencia de ventas dividiendo la línea 6 entre 7,2%. Como el beneficio en los años 2000-2007 osciló entre 4,1% y 4,2%, la línea 8 se calcula multiplicando la línea 7 por 4,1%.

### Tabla 7

Inversiones previstas según el informe del catedrático D

línea	Inversiones previstas	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Por la empresa (catedrático D)	989	<b>1.189</b>	1.217	1.245	1.274	1.303	1.333	1.364	1.396	1.428	1.461	<b>1.495</b>
2	En Tabla 4 (profesores B y C)	989	662	698	735	774	816	852	889	912	935	968	997
3	<b>Diferencia inversión</b>		<b>527</b>	<b>519</b>	<b>510</b>	<b>499</b>	<b>487</b>	<b>481</b>	<b>475</b>	<b>484</b>	<b>493</b>	<b>493</b>	<b>498</b>

Cash Flow (Beneficio + amortización)  
previsto

4	Por la empresa (catedrático D)	1.115	1.208	1.309	1.419	1.537	1.614	1.695	1.780	1.869	1.963	2.061	<b>2.164</b>
5	En Tabla 4 (profesores B y C)	1.115	1.168	1.241	1.319	1.402	1.489	1.547	1.606	1.667	1.730	1.782	1.835
6	Diferencia <i>cash flow</i>		40	68	100	136	125	149	174	203	233	279	328
7	Diferencia ventas = [6] / 7,2%		560	947	1.387	1.886	1.734	2.063	2.423	2.814	3.236	3.875	4.558
8	Diferencia beneficio = [7] x 4,1%		23	39	57	77	71	85	99	115	133	159	187
9	Diferencia amortización = [6] - [8]		17	29	43	58	54	64	75	87	100	120	141

<sup>41</sup> Esta evolución concuerda con lo que dice el catedrático D: (inversión/cash flow) 2005-2008: 90%; (inversión/cash flow) 2014-2015: 70%.

## Anexo 5 (continuación)

¿Cuál es el efecto de la línea 3 en la valoración de la Tabla 4? Lógicamente, habrá menos flujos (FCF) en los primeros años (2005-2017), que se verán compensados por mayores flujos en los años siguientes. La Tabla 8 muestra los flujos diferenciales debidos a las inversiones previstas en el informe del catedrático D, y la Tabla 9 el impacto en la valoración.

[Z] invertirá 527 millones de euros en 2005 en ampliar capacidad si cree que el valor de dicha inversión (el valor actual de los flujos que espera que genere) es superior a los 527 millones de euros a los que renuncia en 2005. Con la experiencia inversora de [Z], con su poder negociador y con su cuota de mercado, no es descabellado pensar que invierta 1 euro si valora esta inversión, como mínimo, en 1,3 euros. De ese modo, el valor actual de las mayores inversiones sería 2.115 millones de euros, que habría que sumar a los 14.005 millones de euros (valor de las acciones si no invirtiera en nuevas instalaciones) de la Tabla 4.

**Tabla 8**

Flujos diferenciales debidos a las inversiones previstas en el informe del catedrático D

Línea Tabla 7	(Millones de euros)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>8</b>	<b>Beneficio neto diferencial</b>	23	39	57	77	71	85	99	115	133	159	187	207	230	256	284
<b>9</b>	+ Amortización	17	29	43	58	54	64	75	87	100	120	141	165	192	219	249
	- Aumento NOF	-32	-22	-25	-29	-25	-19	-21	-22	-24	-37	-39	-42	-45	-48	-51
<b>3</b>	- Aumento inmovilizado	527	519	510	499	487	481	475	484	493	493	498	500	503	505	508
	+ Otros ajustes	7	5	5	6	-2	4	4	4	4	7	8	8	8	8	8
	<b>Free cash flow (FCF) diferencial</b>	<b>-448</b>	<b>-424</b>	<b>-379</b>	<b>-329</b>	<b>-340</b>	<b>-310</b>	<b>-275</b>	<b>-255</b>	<b>-232</b>	<b>-170</b>	<b>-123</b>	<b>-78</b>	<b>-28</b>	<b>25</b>	<b>84</b>

(Millones de euros)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
<b>Beneficio neto diferencial</b>	315	350	388	431	478	531	557	585	614	645	677	711	747	784	823	864
+ Amortización	282	318	360	406	459	519	524	529	535	540	545	551	556	562	567	573
- Aumento NOF	-55	-59	-63	-67	-72	-77	-81	-85	-89	-94	-98	-103	-108	-114	-119	-125
- Aumento inmovilizado	510	513	515	518	521	523	528	534	539	544	550	555	561	566	572	578
+ Otros ajustes	8	8	8	8	8	8	8	9	9	9	10	10	11	11	12	13
<b>Free cash flow (FCF) diferencial</b>	<b>149</b>	<b>221</b>	<b>303</b>	<b>394</b>	<b>496</b>	<b>611</b>	<b>642</b>	<b>674</b>	<b>708</b>	<b>744</b>	<b>781</b>	<b>820</b>	<b>861</b>	<b>905</b>	<b>950</b>	<b>998</b>

**Tabla 9**

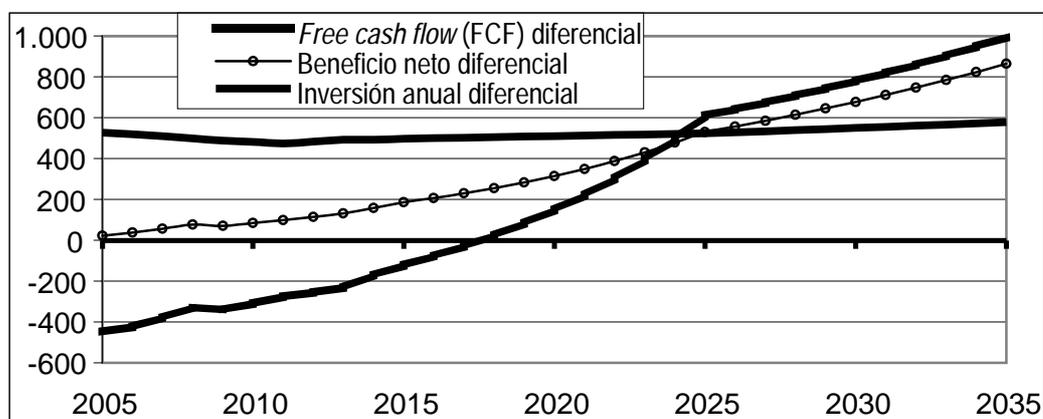
Valor diferencial debido a las inversiones previstas en el informe del catedrático D

	Tabla 4	Diferencial: valor debido al crecimiento	Valor con crecimiento
Valor actual de los free cash flows (FCF)	2005-2015	5.579	3.240
	2016-2025	3.352	3.890
	2026-2035	2.186	3.364
	2036-2045	1.425	2.357
	2046-	2.671	4.477
	Suma	15.213	17.328
	Menos deuda	1.208	1.208
Valor de las acciones (millones)	<b>14.005</b>	<b>2.115</b>	<b>16.120</b>

## Anexo 5 (continuación)

**Figura 10**

*Free cash flow* (FCF), beneficio e inversión diferenciales según el informe del catedrático D



La inversión real en los años 2005-2007 ha sido superior a la prevista por la propia empresa y por el catedrático D, como muestra la Tabla 11.

**Tabla 11**

Inversiones reales y previstas

<i>Inversiones (millones de euros)</i>	2005	2006	2007	<i>Cash flow (beneficio + amortización)</i>	2005	2006	2007
	<b>Reales</b>	<b>1.178</b>	<b>1.642</b>		<b>1.638</b>	Real	1.132
Previstas profesores B y C	662	698	735	Previsto profesores B y C	1.168	1.241	1.319
Previstas catedrático D	1.189	1.217	1.245	Previsto catedrático D	1.208	1.309	1.419

## Anexo 6

### Comentarios de los lectores a versiones previas de este documento

- La verdad es que me sentiría muy incómodo con un auditor haciendo una valoración, porque no es su negocio. Es, más o menos, como si le encargan al médico que me hace las revisiones de empresa que determine mi sueldo.
- Espectacular... así nos van las cosas... la pregunta que habría que contestar, más que las planteadas es: ¿cuánto le han... al magistrado para quedarse en la cifra en la que se ha quedado? ... pues valorar algo por lo que ha sido (datos contables) y no por lo que puede ser, es tanto como no reconocer lo que se es...
- A mí también me chocó la noticia cuando la vi. Me da en la nariz que al habitual analfabetismo financiero que ya doy por hecho entre jueces, se une algo peor en este caso ante la flagrancia del perjuicio económico causado a los demandantes.
- ¡En qué manos estamos...!
- Las sentencias no son iguales, y dependen del juez que las enjuicie. Yo ya he sufrido esta situación injusta, te lo puedo decir en primera persona.
- Todas las preguntas creo que pueden responderse con una palabra: INCOMPETENCIA.
- Es una pena que la justicia actúe de esta forma, o mejor dicho, el ser humano se comporte de forma poco ética. Por desgracia nuestra, la historia de la humanidad está llena de muchas de estas "hazañas". Pero cuando en mi empresa hay que intentar justicia, aunque sea en los tribunales con el riesgo que conlleva, antepone nuestros valores éticos a los económicos (ya que siempre se pierde): estamos convencidos de que el mejor camino para un mundo mejor pasa por no desistir en la lucha.
- Aunque viendo que un juez imputa al padre de una de las niñas maltratadas por partírla la cara al agresor de sus hijas, esto parece lo de menos. La justicia ha dejado de tener sentido, porque el fondo no se mira.
- Antonio Machado lo decía de manera muy clara y breve: "Todo necio confunde valor y precio".
- La actuación de los catedráticos de contabilidad es muy poco coherente con sus propios escritos. Parece que su actuación respondiera a intereses que nada tienen que ver con su quehacer académico.
- El método de descuento de flujos de caja es adecuado para tener una aproximación al valor de un proyecto empresarial de futuro de las características de éste.
- Aquí hay mucho desconocimiento por parte de alguien o muy mala idea (vamos, ninguna gana de negociar).
- Flaco favor el que ha hecho el juez al prestigio de la justicia, ya que la sentencia refleja que o no ha entendido nada o no quería entender nada. En cualquiera de los dos casos, ¿qué seguridad jurídica tenemos en los tribunales?

## Anexo 6 (continuación)

- El juez tenía que haber obligado a las partes a que se entendieran y, si no, solución salomónica: el comprador paga el precio más alto, el vendedor ingresa el precio más bajo y el resto para los españoles que sostenemos el negocio de [Z].
- Es una lástima que los colegios profesionales no actúen frente a tanta desvergüenza.
- Qué fácil sería si cada uno se dedicara a lo suyo, esto es: “Zapatero a tus zapatos”.
- Nadie que conozca el mundo de la empresa puede valorar un título exclusivamente por su valor contable. Quizás estos buenos señores no conocen entre otros conceptos el de “prima de emisión”. Estos señores quizá no saben el porqué un nuevo accionista, para participar en una ampliación de capital, tiene que desembolsar con frecuencia más que el valor contable de una acción. ¿No será que la proyección de futuros beneficios y su valor descontado tienen su “algo de importancia”?
- Para valorar una empresa hay que conocer bien el mercado y el sector; tener conocimientos financieros sólidos, experiencia en valoraciones y una pizca de sentido común. Estas condiciones las puede reunir tanto un auditor como un cirujano. Un auditor puede valorar una empresa; pero no por su condición de auditor (tiene conocimientos sobre unas técnicas contables y de verificación), sino en la medida en que reúna las condiciones anteriores.
- Creo que la figura del auditor se pone por la confianza que genera y por la imagen de independencia que transmite. La profesión de auditoría está bien desarrollada y organizada, el acceso restringido, su trabajo se rige por normas técnicas preestablecidas, está estandarizado, su figura recogida en la legislación, etc... Esto ocurre en menor medida con los analistas financieros o con los expertos en valoración.
- Es una sentencia antológica más de las muchas sentencias antológicas que vemos (con preocupación) que se producen en otros ámbitos, en nuestro sistema judicial. Las sociedades que no creen en su sistema judicial no prosperan económicamente, y lo peor de todo, no suelen ser sociedades libres.
- Mi suegro es constructor. Cuando le hablé de que estaba valorando una empresa, enseguida me preguntó que en cuánto y cómo había valorado el terreno y el edificio... y es que, el que tiene un martillo, ve a todos los problemas con forma de clavo. La contabilidad es una herramienta fabulosa, pero no sirve para valorar acciones (es una herramienta necesaria, pero no suficiente). Para valorar hay otras herramientas mejores. Creo que los catedráticos se han dejado llevar por el sesgo que les impone su profesión y sus conocimientos de contabilidad.
- El valor no puede ser el valor contable porque: a) La valoración es una cuestión de expectativas, no de hechos pasados (aunque éstos las alimenten y ayuden junto con otros elementos a generarlas), y la contabilidad se ocupa de hechos pasados. b) La valoración se centra en los flujos de caja y la contabilidad se centra en un concepto establecido por convenio al que llamamos beneficio.
- La afirmación “el valor de las acciones es su valor contable” implica un juicio de incompetencia (para valorar empresas) acerca del que sostiene la afirmación.

## Anexo 6 (continuación)

- Afirmar que “el valor de las acciones es su valor contable” no debería tener absolutamente ninguna consecuencia (igual que si alguien dijera que el valor de las acciones es el producto de  $\pi/2$  por el su valor nominal). Sí que puede llegar a tener consecuencias si empleados, proveedores... dan credibilidad a este tipo de afirmaciones.
- Un juez hebreo de la antigüedad, citado en un libro muy vendido, resolvió conceder el promedio de las demandas de las dos solicitantes. Quizá sea un precedente interesante a tener en cuenta.
- Me he encontrado “terribles y anacrónicos” informes de contables, auditores, asesores contables y fiscales, abogados, e incluso catedráticos de estructura económica.
- El intrusismo profesional es una lacra en nuestra profesión. Estoy dispuesto a defenderlo donde haga falta.
- Contesto a tus preguntas: 1-4 Desgraciadamente se sigue recurriendo a “métodos alternativos” para “convencer” a jueces que ofrecen la única explicación posible a sentencias sin base jurídica o incluso lógica alguna. 5 Total. 6 Sí.
- Míralo por el lado positivo... por decreto, “a partir de mañana, todas las empresas cotizarán a su valor contable”... y podremos por fin olvidarnos de la beta!!!
- Stajanovismo veraniego: sé algo de eso.
- Resulta increíble... descuento de flujos frente a valor contable... y el juez se decanta por lo segundo.
- Las empresas consideradas monopolio natural por el alto coste de los activos como líneas eléctricas, telefonía, gas... valoran los activos, por valor de reposición o por valor histórico actualizado.
- No salgo de mi asombro ante semejante irracionalidad. Es absurdo que se pueda valorar una participación bajo el valor contable. Lo más grave de esto es que pueda llegar a crear jurisprudencia.
- ¿Por qué la sentencia utiliza un lenguaje tan enrevesado y tan poco claro? ¿No será para confundir al personal?
- Cómo mezcla el juez... cuando quiere utiliza criterios de liquidación, en otros, criterios de funcionamiento/continuidad...
- Ya me lo dijo mi hermano el notario: “En este país, la Justicia no funciona. Yo no creo en la Justicia ni espero nada de ella”.
- Conclusión: Gana [el presidente de Z] y el mundo de los contables “expertos también ahora en valoración de empresas”. Como esto se ponga de moda, veo que los expertos en valorar empresas os tenéis que cambiar de oficio...

## Anexo 6 (continuación)

- Pregunté hace unos años a un juez inglés: ¿aquí en Reino Unido tenéis algún sistema que repare los perjuicios que puedan sufrir los ciudadanos cuando los jueces y magistrados se equivocan en sus resoluciones? El Juez me contestó: no es necesario. Entonces yo le pregunté: ¿por qué? Y él me replicó: porque nunca nos equivocamos.
- Creo que sería estupendo que el IESE elaborara e impartiera un pequeño módulo de formación a jueces y magistrados con competencias en el ámbito económico-empresarial.
- Cuando lo leí, no sabía si se trataba de un texto de finanzas-ficción o del guión de una película de Paco Martínez-Soria.
- El problema no es del magistrado, sino del legislador: el magistrado aplica las leyes y, desgraciadamente, éstas otorgan la potestad de valorar negocios/empresas a los auditores (algo inaudito, pero desgraciadamente real). 2. El que una de las partes sea una empresa de renombre, puede haber influido en el sesgo de la sentencia (espero por la salud de nuestro sistema judicial que no sea así...). 3. Se me ocurren dos razones: 1) ignorancia, y 2) poderoso caballero es Don Dinero. 4. Ver argumento (ii) de la respuesta anterior. 5. Esto no dice mucho del equipo gestor y de su capacidad para generar valor al accionista. 6. Nadie se cree esta sentencia y nadie cree que el pronóstico de [Z] sea oscuro: lo que creemos es que este pleito ha sido una tomadura de pelo hacia los accionistas minoritarios.
- La pregunta podría re-escribirse: ¿Por qué el legislador atribuye a los auditores la competencia de valorar empresas?
- Mi padre, abogado, decía que eran más importantes, los "estatutos" de una empresa (reglas de juego) que los propios socios o productos y servicios de la misma... especialmente en los casos de desacuerdos o litigios.
- "Tengas pleitos y los ganes". "No basta con tener razón, hace falta que te la den" o "Más vale un mal acuerdo, que un buen pleito... (por lo de las costas)", y haciendo referencia al magistrado: el sentido común, es el menos común de los sentidos.
- A partir de los años ochenta, en España, el "mundillo" de la Justicia... ha ido a peor. Mi padre siempre me decía: Qué suerte haber podido ejercer cuando los jueces eran jueces y los magistrados, magistrados. Ahora, tenemos lo que nos merecemos.
- El estatuto (valor real de la acción, entendiéndose como tal, el que determine el auditor de la sociedad) es una cláusula disuasoria y/o de blindaje: si me acojo, me acojo-no.
- La visión que tenía de la valoración de empresas es la que me otorgaba mi formación contable y auditora, pero el tiempo y la experiencia me llevaron a ver lo erróneo de mis posicionamientos, que sólo se sustentaban en el RD de 1990: te das cuenta de que hay diferentes metodologías para valorar empresas (que no son las contables), que hacen más real y certera la ardua labor (ya de por sí complicada) de valorar una empresa.
- Posiciones como las de A y D no obedecen más que a cuestiones espúreas que nada tienen que ver con la valoración.

## Anexo 6 (continuación)

- Hoy escuchaba que a Aerolíneas Argentinas la está valorando una auditoría (por decisión de un magistrado) para la adquisición por parte del gobierno argentino, ¿qué estarán diciendo los propietarios?
- Siguiendo la teoría de esos dos magistrados, las expectativas de futuro y el negocio de estas dos empresas no cuentan, sino que sólo vale lo que dice la contabilidad.
- El documento me parece fuera de lugar por la absoluta incompetencia (falta de conocimientos, de experiencia y de sentido común) de que hace gala.
- No acaba usted de enterarse: lo que importa no es lo razonablemente cierto, sino lo que conviene; y lo que conviene es lo razonable y, por tanto, lo veraz en ese momento y circunstancia para esa persona.
- “Esto” no va de una sentencia, no se equivoque. Esto va de unos herederos que no se entienden con otros, porque los primeros ni sacan rendimientos ni ejercen poder. Y los otros quieren pagar, como es natural... lo menos posible por la compra a que se ven abocados. Si a esto le añade usted todo ese elenco de profesionales (contables, auditores, profesores y jueces) que se mencionan y esa guinda del pastel que dedica el catedrático D al trabajo de los profesores B y C, con evidente y a todas luces inaceptable juicio de intención, algo tiene que cambiar.
- Sus preguntas me parecen un poco aviesas (“Torcido, fuera de regla. Malo o mal inclinado”). Decían Aristóteles, Séneca, el Aquinate... que ser prudente es hacer lo debido aquí y ahora; y que lo debido es lo que aquí y ahora corresponde a cada cual... Eso, que es el ejercicio de la justicia iluminada por la prudencia, es lo que en su más noble sentido llamamos ser competente, y ser competente es tener los conocimientos y haberlos contrastado mediante la experiencia y el buen sentido, expresión ésta italiana que prefiero para referirme al sentido “común” visto lo visto por estos pagos y de lo que es una espléndida muestra la “sentencia”.
- ¿Cómo es posible que diga usted que algo vale 14.000 millones de euros cuando la contabilidad dice que vale 6.000? Son ganas de armar follón, a lo que es usted muy dado, por no pensar en algo indigno... en lo que no le tenía yo a usted.
- Cuando le vengán a pedir una valoración, recomiende a contables, auditores, jueces y otros expertos en el arte de abrir el balance y dar con las partidas que integran el “valor contable”: le saldrá a su consultante mucho más barato.
- Deje usted de mirar al futuro. Lo importante es el pasado. Y el pasado se resume en los fondos propios que son periódicamente “determinados” y, como usted sabe, con certeza absoluta (amortizaciones, provisiones, eventualidades... aparte) por contables y posteriormente ratificados por auditores. De todos es conocido que un inversor racional no juega a futuro, sino que simplemente aplaude un pasado...

## Anexo 6 (continuación)

- Si dependes de la Administración, ya porque sea juez o accionista mayoritario, para valorar unas acciones, te encuentras con el medievo. He tenido un caso reciente en el que la Administración valoraba las acciones en algo tan ridículo como el valor nominal en una empresa con buena marcha e importantes plusvalías latentes en inmuebles.
- Esas cláusulas en los estatutos que remiten a un auditor, a un juez, a un arbitraje de equidad o al vigilante del edificio la determinación del valor de las acciones (o "cualquier diferencia entre los accionistas"), son terribles.
- Me sumo a la opinión de uno de los lectores: el juez tenía que obligar a las partes a llegar a un acuerdo y, si no, decisión salomónica: [Z] paga el precio más alto, el accionista recibe el más bajo y la diferencia para los sufridos españoles. Por supuesto, no quiero ni pensar en que alguien le haya conseguido a un funcionario del Estado la tarjeta "barra libre" para comprar en la empresa que ha ganado el pleito.
- No es la ignorancia de los jueces lo que me sorprende, sino la posición adoptada por dos catedráticos de la universidad pública española. Con profesionales de esta índole, cómo no me va a preocupar el futuro de nuestros estudiantes y de nuestro país.
- Mis pocas (afortunadamente) experiencias con los tribunales de justicia me hacen concluir que, hoy por hoy, constituyen el ámbito con mayor carencia de profesionalidad que conozco. Esa falta de profesionalidad no la creo atribuible enteramente a los individuos (aunque muchos serían mejores supervisores de parquímetros que funcionarios de justicia), sino a la sobrecarga del sistema y a la falta de incentivos y penalizaciones para hacer bien el trabajo, junto a un corporativismo a ultranza que evita que un juez de instancia superior manifieste claramente la chapuza del previo sin tapujos cuando ésta es flagrante.
- La sentencia aludida es equivalente a culpar del triste accidente de Spanair a los cerdos voladores que hay por Barajas.