

Índice

Agradecimientos	13
Introducción	15
1. Conceptos básicos sobre la creación de valor para los accionistas	21
1.1. Aumento de la capitalización de las acciones	22
1.2. Aumento del valor para los accionistas	23
1.3. Rentabilidad para los accionistas	25
1.4. Rentabilidad exigida a las acciones	25
1.5. Creación de valor para los accionistas	27
1.6. El ROE no es la rentabilidad para los accionistas	28
1.7. Comparación de Telefónica con otras empresas de telecomunicaciones	29
1.8. ¿Con qué se debe comparar la rentabilidad para los accionistas?	30
2. Rentabilidad y creación de valor para los accionistas de 28 empresas españolas	33
2.1. Evolución de la capitalización bursátil	34
2.2. Aumento del valor para los accionistas	34
2.3. Rentabilidad para los accionistas	35
2.4. Creación de valor	37
2.5. Mayor crecimiento de las empresas grandes	39
2.6. El ROE y la rentabilidad para los accionistas	40
2.7. Relación de la rentabilidad para los accionistas con el tamaño de las empresas	41
2.8. Relación de la rentabilidad para los accionistas con la rentabilidad del año anterior	42

2.9. Rentabilidad y riesgo	42
Anexo 2.1. Evolución de la capitalización bursátil (millones de euros)	44
Anexo 2.2. Aumento del valor para los accionistas (millones de euros)	45
Anexo 2.3. Rentabilidad para los accionistas	46
Anexo 2.4. Creación de valor para los accionistas (millones de euros)	47
Anexo 2.5. Volatilidad de la rentabilidad anual de las empresas	48
Anexo 2.6. Operaciones financieras realizadas por las empresas: splits, ampliaciones de capital, reducciones de capital y dividendos	50
3. El IBEX 35. Rentabilidad y creación de valor para los accionistas	61
3.1. Evolución del IBEX 35	61
3.2. Capitalización del IBEX 35 y del mercado continuo	62
3.3. Nivel del IBEX 35 necesario para obtener la rentabilidad exigida por los accionistas	63
3.4. Rentabilidad para los accionistas del IBEX 35.	65
3.5. Creación de valor para los accionistas del IBEX 35.	66
4. Creación de valor y tipos de interés	69
4.1. Evolución de la bolsa y los tipos de interés. Relación de los tipos de interés con los precios de las acciones	70
4.2. Cambios en la cotización debidos a los tipos de interés	70
4.3. Creación de valor debida a los cambios en los tipos de interés y la creación de valor debida a otros factores.	71
4.4. Creación de valor: comparación entre Endesa y Telefónica	72
4.5. Creación de valor debida a los cambios de los tipos de interés	76
4.6. Creación de valor debida a otros factores (distintos de los cambios en tipos de interés)	76
4.7. Cuantificación de los cambios en la cotización debidos a los tipos de interés.	77
Anexo 4.1. Creación de valor debida a los tipos de interés (millones de euros)	81
Anexo 4.2. Creación de valor no debida a los tipos de interés (millones de euros)	82

Anexo 4.3. Correlación de la rentabilidad de las acciones con la variación de los tipos de interés. IBEX 35, Telefónica y Endesa	83
Anexo 4.4. Duración del IBEX 35, de Telefónica y de Endesa	84
5. Nociones básicas sobre valoración de empresas	87
5.1. Factores clave que afectan al valor: crecimiento, rentabilidad, riesgo y tipos de interés	87
5.1.1. Importancia del crecimiento en el valor de las acciones	90
5.2. Métodos de valoración de empresas	92
5.2.1. Métodos basados en el balance (valor patrimonial). Valor contable, Valor contable ajustado, Valor de liquidación y Valor sustancial.	93
5.2.2. Métodos basados en la cuenta de resultados. PER, evolución del PER, valor de los dividendos, múltiplos de las ventas y otros múltiplos	95
5.2.3. Métodos basados en el fondo de comercio o goodwill	98
5.2.4. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos. <i>Free cash flow</i> y <i>cash flow</i> disponible para los accionistas	99
5.3. Etapas básicas de una valoración por descuento de flujos	104
5.4. Métodos de valoración según las características de la empresa	104
5.5. Las opiniones de los especialistas en valoración: los analistas	105
5.6. Burbujas especulativas en la bolsa	106
6. Parámetros propuestos para medir la creación de valor para los accionistas: EVA, beneficio económico, <i>cash value added</i>	111
6.1. <i>Economic Value Added</i> (EVA)	112
6.2. <i>Market value Added</i> (MVA)	113
6.3. Beneficio económico	113
6.4. <i>Cash Value Added</i>	114
6.5. Medidas basadas en la contabilidad no pueden medir la creación de valor	114
6.5.1. El EVA no es la creación de valor para los accionistas de empresas españolas.	115

6.5.2. El EVA no es la creación de valor para los accionistas de empresas americanas.	116
6.5.3. El CVA no es la creación de valor para los accionistas de las 100 empresas mundiales más rentables.	121
6.5.4. El beneficio económico no es la creación de valor para los accionistas	123
6.6. Utilidad del EVA, del BE y del CVA	125
6.6.1. El EVA, el BE y el CVA sirven para valorar empresas	126
6.6.2. El EVA, el BE y el CVA como un indicador más de la gestión	126
6.7. Consecuencias de la utilización del EVA, del BE o del CVA para remunerar a los directivos	127
6.8. Medidas propuestas para medir la rentabilidad para los accionistas.	129
6.9. ¿Qué es creación de valor?.	130
Anexo 6.1. Correlación de la rentabilidad para los accionistas con el EVA y otras variables	131
Anexo 6.2. Correlación del aumento de valor para los accionistas con el EVA y otras variables	132
Anexo 6.3. Correlación de la creación de valor para los accionistas con el EVA y otras variables.	133
Anexo 6.4. Correlación de la creación de valor no debida a los cambios de los tipos de interés con el EVA y otras variables	134
Anexo 6.5. Ajustes sugeridos por Stern Stewart & Co. para el cálculo del EVA.	135
Anexo 6.6. 100 empresas europeas con mayor rentabilidad para el accionista en el periodo 1994-1998.	136
7. Creación de valor para los accionistas de TelePizza y Boston Chicken	137
7.1. Boston Chicken, una cadena de restaurantes especializados en comidas caseras	138
7.1.1. Crecimiento espectacular de Boston Chicken	138
7.1.2. Historia de Boston Chicken.	139
7.1.3. Suspensión de pagos de Boston Chicken.	141
7.1.4. Volatilidad de la acción de Boston Chicken	145
7.2. Telepizza.	146

7.2.1. Crecimiento espectacular de TelePizza	146
7.2.2. Historia y estrategia de TelePizza	148
7.2.3. Similitudes de TelePizza y Boston Chicken	149
7.2.4. Venta de las acciones del fundador de TelePizza	150
Anexo 7.1. Cuenta de Resultados de Boston Chicken	154
Anexo 7.2. Balances de Boston Chicken	155
Anexo 7.3. Cuentas de resultados, balances y evolución de la cotización de Einstein/Noah	156
Anexo 7.4. Cuentas de resultados de TelePizza	157
Anexo 7.5. Balances de TelePizza	158
8. Casos reales de creación y destrucción de valor	159
8.1. Levitz Furniture Corporation	162
Crecimiento y gran rentabilidad.	162
Descenso de la cotización	164
Veinte años después.	166
Competencia	170
8.2. Home Shopping Network	166
Gran crecimiento	166
Descenso de la cotización	168
8.3. O. M. Scott & Sons Company	173
Gran crecimiento	173
Descenso vertiginoso de la cotización a partir de 1961	175
8.4. MCI	177
Gran crecimiento	177
Caída de la cotización en 1986	178
8.5. Long Term Capital Management (LTCM)	181
9. Creación de valor en empresas relacionadas con Internet	185
9.1. Terra Networks: el estreno de Internet en la Bolsa española	187
9.1.1. Oferta Pública de Suscripción	188
9.1.2. Comportamiento en Bolsa	188
9.1.3. Negocio de Terra	189
9.1.4. Previsiones de crecimiento	193
Una valoración.	195
9.2. Amazon	198
9.2.1. Crecimiento espectacular de ventas y pérdidas	198
9.2.2. Amazon.com a finales de 1999	200
9.2.3. Evolución en la bolsa	201

9.2.4.	Liderazgo online: Barnes & Noble vs. Amazon . . .	203
9.2.5.	La compra de libros online	206
9.2.6.	Valoración de Amazon por descuento de flujos. . .	208
9.3.	Netscape	208
9.3.1.	Historia	208
9.3.2.	Productos y servicios	210
9.3.3.	Salida a bolsa de Netscape.	211
9.3.4.	Competencia.	212
9.3.5.	America Online absorbe Netscape	213
9.4.	America Online	214
9.4.1.	La competencia	216
9.4.2.	Recomendaciones de los analistas.	218
9.4.3.	America Online y Time Warner: la mayor fusión de la historia	219
9.5.	Brokers Online: ConSors	223
9.5.1.	Evolución de la empresa.	223
9.5.2.	Expansión internacional	226
9.5.3.	Brokers en Internet.	227
9.5.4.	ConSors vs. Ameritrade, E*Trade	230
9.5.5.	Bancos y brokers por Internet en España	233
9.6.	Microsoft	236
10.	Creación de valor por reestructuración	247
10.1.	Thorn EMI. Reestructuración de los negocios.	249
10.1.1.	Antecedentes históricos.	249
10.1.2.	Valor de mercado y evolución de la empresa . .	251
10.1.3.	Proceso de reestructuración	253
10.1.4.	Costes y beneficios asociados a una reestructuración gradual	256
10.1.5.	Escisión y valor de mercado	257
10.1.6.	Thorn PLC y EMI Group	258
10.2.	United Air Lines. Reestructuración accionarial con los empleados	261
10.2.1.	Antecedentes históricos.	262
10.2.2.	El acuerdo	263
10.2.3.	Reacción de la bolsa	265
10.2.4.	Respuesta de la dirección.	266
10.2.5.	Innovación contable	267
10.2.6.	Impacto de las iniciativas de la dirección en el valor de mercado de UAL	268

10.3. Sealed Air Corporation.	
Reestructuración de la estructura financiera	269
10.3.1. La empresa.	270
10.3.2. Cambios de prioridades e incentivos	273
10.3.3. La respuesta de los inversores	274
10.3.4. Otras operaciones similares.	276
10.4. Recorte de dividendos y recompra de acciones:	
el caso de Florida Power & Light	276
10.4.1. Reacción de los inversores	277
10.4.2. Política de dividendos	278
10.4.3. Evolución de la empresa	279
10.5. Banesto	281
10.5.1. Comportamiento del precio de la acción	282
10.5.2. Banesto en agosto de 1993	283
10.5.3. Recomendaciones de los analistas en 1993	284
10.5.4. Intervención del Banco de España	286
10.5.5. Nueva etapa de Banesto	289
10.5.6. Evolución del periodo 1994-1998	291
10.5.7. Conclusión.	293
11. La prima de riesgo del mercado (<i>risk premium</i>)	295
11.1. Modos de calcular la prima de riesgo del mercado	296
11.1.1. Diferencia entre la rentabilidad histórica de la bolsa y la rentabilidad histórica de la renta fija	296
11.1.2. A partir de la ecuación de Gordon y Shapiro	297
11.1.3. Encuesta a los analistas y a los inversores	298
11.2. Evolución de la bolsa (Índice Total e Índice General de la Bolsa de Madrid) y de la inflación en España	299
11.2.1. Rentabilidad.	299
11.2.2. Volatilidad	300
11.3. Rentabilidad de la bolsa sobre la renta fija en España	301
11.4. Rentabilidad de las acciones y de la renta fija en USA	304
11.4.1. Rentabilidad	304
11.4.2. Volatilidad	305
11.5. Rentabilidad de la bolsa sobre la renta fija en USA	306
11.5.1. Periodo 1926-1998	306
11.5.2. Periodo 1802-1925	310
11.6. Comparación de las bolsas española y norteamericana.	311
11.6.1. Evolución de los índices bursátiles	311

11.6.2. El efecto de la inflación en ambos países	313
11.6.3. Volatilidad	316
11.7. <i>Premium</i> sobre la renta fija prima en distintos países . .	316
11.8. <i>Premium</i> de la bolsa norteamericana partir de la ecuación de Gordon y Shapiro	317
11.9. Comparación reciente de la evolución de la bolsa y los tipos de interés en España, Alemania, Japón y USA. . .	320
11.10. ¿Ha disminuido la prima de riesgo del mercado o está sobrevalorada la bolsa?.	322
11.11. ¿Existe la prima de riesgo del mercado?	323
Bibliografía	325