

9 errores frecuentes de algunos abogados sobre finanzas y contabilidad

Pablo Fernández. Profesor de finanzas
IESE Business School. Universidad de Navarra. e-mail: fernandezpa@iese.edu

Isabel Fernández Acín. Investigadora independiente
Universidad de Navarra. e-mail: ifernandez.28@alumni.unav.es

Pablo Linares. Asistente de investigación
IESE Business School. Universidad de Navarra. e-mail: plinares@iese.edu

IESE. Universidad de Navarra. Camino del Cerro del Águila 3. 28023 Madrid.
Tel. 91-211 3000. Fax 91-357 29 13.

xPpMpsjLn

5 de mayo de 2014

Esta nota recoge 9 errores habituales con los que los autores se han encontrado al tratar con abogados y con licenciados o doctores en Derecho en juicios, en arbitrajes, en consejos de administración, en clases y en adquisiciones. Los errores que se comentan no son exclusivos de los abogados: participan de ellos muchas otras personas de variada formación y actividad profesional.

Los autores han de manifestar que también conocen abogados y jueces muy competentes y muy sensatos que no cometen estos errores.

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

Se agradecerá mucho al lector cualquier comentario o sugerencia que nos ayude a corregir errores, explicar mejor el contenido...

0. Los 9 errores

Los 9 errores que se abordan son:

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

1. “El beneficio de un año es el dinero que la empresa ha ganado en ese año”.

Otras frases tomadas de demandas y sentencias:

“El beneficio del año es el dinero disponible para los accionistas”.

“El beneficio de un año es el dinero que se acumula en la caja de la empresa (antes de repartir dividendos)”.

“El beneficio de 2011 es el dinero que ganó la empresa en dicho año”.

“La empresa ganó €307 millones en 2013” (€307 millones fue el beneficio reportado en 2013).

“El banco creó valor para sus accionistas: exactamente €256 millones, el beneficio del año”.

“El beneficio es la compensación que recibe el propietario de la empresa por el riesgo que asume”.

“El beneficio es el pago que la empresa hace al capital aportado por los propietarios de la empresa”.

“El beneficio es ‘normal’ si coincide con el coste de oportunidad del capital”

El beneficio¹ es simplemente un apunte de la contabilidad que se puede aumentar y disminuir, pero NO es ni lo que aumenta la caja ni el dinero que gana nadie: ni los accionistas, ni la empresa, ni... por la sencilla razón de que NO es dinero².

El beneficio de una empresa es un número que depende de varias decisiones sobre la contabilización de gastos e ingresos. Por el contrario, el cash flow o flujo (dinero que va de la caja de la empresa al bolsillo de alguien: accionistas, propietarios de deuda, empleados...) es una cifra única no sometida a un criterio particular. El Cash flow para las acciones (CFac) es el dinero que sale de la caja y llega al bolsillo de los accionistas. El cash flow para los poseedores de deuda (CFd) se compone de la suma de los intereses más la devolución de principal (o menos el incremento de principal). El Cash flow para los empleados (CFem) es el dinero que sale de la caja y llega al bolsillo de los empleados...

La definición de beneficio del diccionario de la RAE es muy mejorable: “**beneficio**. 7. *Ganancia económica que se obtiene de un negocio, inversión u otra actividad mercantil. La empresa prefiere no repartir beneficios este año y promocionar el nuevo producto*”³.

La siguiente conversación ayuda a pensar en qué es el beneficio.

¹ También se denomina: beneficio neto, utilidad, utilidades netas... En inglés: Net Income, Profit after tax,...

² Entendemos por dinero lo que dice el diccionario de la RAE (“**dinero**. 1. *Moneda corriente*. 8. *Econ*. Medio de cambio de curso legal”), esto es, billetes, monedas, apuntes en cuenta corriente...

³ Pregunta al lector: ¿es posible “repartir beneficios”?

Sobre el beneficio. En un consejo de administración de una empresa fabricante de productos de consumo

Director general (Juan). Os he reunido para decidir qué beneficio reportamos para el ejercicio que acaba de terminar.

Consejero 1 (Manuel). Es la primera vez que nos reunimos para esto. El anterior director general nunca nos reunió para “decidir qué beneficio reportamos”. El sólo hecho de hablar de ello me huele a “fraude”. El beneficio es el dinero que ha ganado la empresa antes de repartir dividendos, ¿no? Pues esa es la cantidad que debemos reportar.

Consejero 2 (José). Es muy fácil calcular el beneficio porque durante el año pasado no repartimos dividendos ni tuvimos ampliaciones. El beneficio del año pasado es igual al aumento que experimentaron los fondos propios en el año.

Consejero 3 (Joaquín). Coincido con José. En otra empresa en la que también soy consejero, estoy organizando un acto con los accionistas para celebrar el traslado de los beneficios retenidos a los fondos propios. Es una ocasión estupenda para que los accionistas contemplen los fondos propios y se den cuenta de lo que ha crecido su aportación inicial a la empresa en estos 25 años.

Consejero 4 (Luis). Propongo que organicemos en nuestra empresa un acto similar. Pero aquí, como tenemos muchos accionistas y cotizamos en bolsa, creo que sólo deberíamos invitar a los accionistas de referencia, a los analistas, a la prensa y a los bancos que nos financian. Así, al contemplar nuestros fondos propios de más de €2.000 millones, todos se convencerán de que somos una empresa muy sólida y solvente.

Consejero 5 (Ramiro). Yo apoyo totalmente a Luis y a Manuel. El beneficio del año es el que es. ¿Qué es eso de “decidir qué beneficio reportamos”?

Director general (Juan). ¿Os parece bien que traiga mañana a dos profesores, de contabilidad y de finanzas, para que nos den un poco de aire fresco durante una hora? Tras estar con ellos, propongo que cada uno de los presentes escribamos en una hoja nuestra mejor definición de beneficio.

Todos estuvieron de acuerdo. Por cierto, ¿cómo defines tú el beneficio neto de un año?

La siguiente nota ayuda a aclarar el significado del beneficio.

Significado de Fondos Propios y Beneficio Descargable en: <http://ssrn.com/abstract=2252485>

Muestra la historia reciente de Madera Inc y presenta 10 temas que podrían cambiar el beneficio de 2012. El beneficio reportado para 2012 fue \$56 millones pero podría haber sido cualquier número entre -56 y 114,8 millones. Pero estos cambios contables NO cambiarían NI la caja NI la deuda financiera NI los flujos de la empresa.

Tampoco se puede decir rotundamente que “*el flujo para los accionistas de un año es muchísimo más importante y descriptivo que el beneficio*”. La razón es que cada una de las cifras proceden de la misma realidad (la evolución de la empresa), se pueden obtener de las mismas fuentes (estados contables) y proporcionan, como todo número, una información limitada de la misma.

2. “El dividendo es la parte del beneficio que la empresa reparte a los accionistas”.

Otras frases tomadas de demandas y sentencias:

“Los accionistas fueron prudentes y sólo se llevaron la mitad del beneficio generado en el año”.

“El dividendo es la parte del beneficio obtenido por la sociedad que se repartió entre los socios”.

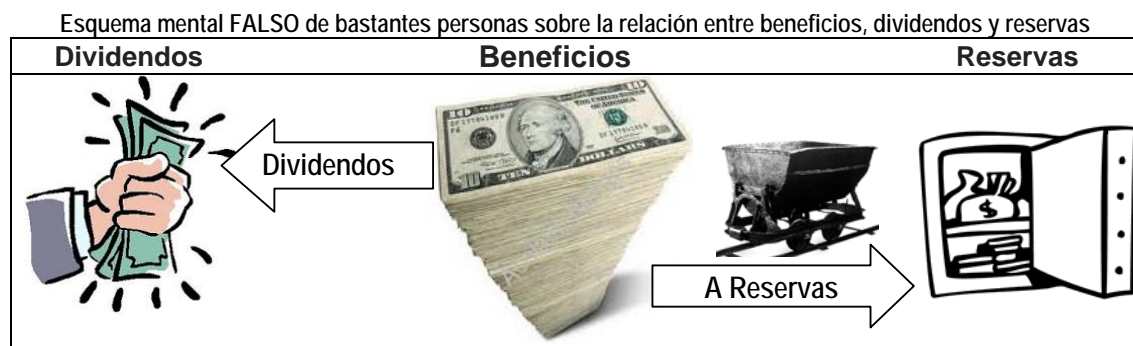
“El dividendo es la parte del beneficio que la empresa entrega a sus accionistas”.

El dividendo⁴ es dinero y el beneficio no. Por consiguiente, es difícil que el dividendo proceda del beneficio. El dividendo procede de la caja de la empresa, NO del beneficio.

Hay una concepción equivocada⁵ que considera que el beneficio de un año es “un montón de billetes” del cual una parte se da a los accionistas (dividendos) y el resto se envía a las reservas (fondos propios):

⁴ Nos referimos a los dividendos pagados en metálico, no a los dividendos que consisten en repartir “papelitos”.

⁵ Y muy extendida: impregna leyes de muchos países. Por ejemplo: “Además de las reservas legales o estatutarias que procedan, las sociedades laborales están obligadas a constituir un Fondo Especial de Reserva, que se dotará con el 10 por 100 del **beneficio líquido** de cada ejercicio” (Ley 4/1997, B.O.E. 25-03-1997, Artículo 14)



3. “Los fondos propios son el dinero que proviene de: a) el ahorro que la empresa ha acumulado a lo largo de los años (los beneficios no distribuidos) y b) las aportaciones de los accionistas”.

Otras frases tomadas de demandas y sentencias:

“Cuando una empresa agota sus fondos propios por acumulación de pérdidas, entra en quiebra, dado que la suma de sus activos es menor que el de su pasivo exigible (no tiene bienes suficientes para pagar sus deudas con terceros)”.

“Los fondos propios están formados por las aportaciones realizadas por los dueños de la empresa y por los beneficios que ésta ha generado a lo largo de su vida y no han sido distribuidos. La suma de estos dos conceptos es lo que la empresa vale”.

“Los accionistas fueron egoístas: repartieron el 70% del beneficio del año en dividendos y sólo llevaron a reservas el 30%”.

“Los fondos propios son la suma de a) las aportaciones realizadas por los propietarios al capital, y b) la autofinanciación (resultados acumulados) generada por la empresa”.

“La empresa necesita un suministro constante de recursos financieros endógenos (fondos propios) y exógenos (deuda)”.

“Los fondos propios del banco sirven para cubrir su riesgo y para invertir en crecimiento”.

Los fondos propios no son dinero⁶, esto es, no son fondos. Los fondos propios son únicamente un apunte contable cuya única ‘virtud’ es conseguir que la suma de los activos del balance sea igual a la suma de la parte derecha (o inferior, según se sitúe)⁸. Una denominación de los “fondos propios” que los define mejor es RCC (Resta para Cuadrar la Contabilidad).

En el instante inicial en el que se funda una empresa sí que los fondos propios coinciden con la caja: fondos propios = caja, pero el dinero está en la caja (no en los fondos propios, que sólo son un apunte para cuadrar el balance).

La siguiente nota ayuda a aclarar el significado de los fondos propios:

Significado de Fondos Propios y Beneficio Descargable en: <http://ssrn.com/abstract=2252485>

Presenta 10 temas que podrían cambiar los fondos propios de la empresa en 2012. Los fondos propios reportados fueron \$292 millones, pero podrían oscilar entre \$180 y \$350,8 millones.

Ayuda a responder adecuadamente a, entre otras, las siguientes preguntas: ¿Qué es el beneficio? ¿Qué son los fondos propios? Los dividendos, ¿proceden del beneficio? Los fondos propios, ¿son fondos?

Ejercicio. ¿Qué opina el lector de la frase que está en negrita? La Junta General de Accionistas del BancoX, celebrada en marzo de 2013, decidió ampliar el capital social de la entidad por un importe de €94 millones.

Esta ampliación de capital se realizará mediante la emisión de 313 millones de acciones liberadas que serán entregadas gratuitamente a los accionistas del banco (5 x 9) con cargo íntegramente a la reserva de revalorización de activos.

Esta operación, por la que transformamos en Capital una bolsa de plusvalías latentes que BancoX acumula en su balance, permitirá reforzar aún más la solvencia del banco, al elevar nuestro ratio de capital hasta el 10,6%.

⁶ Por “fondos” entendemos las siguientes acepciones del diccionario de la RAE: *“fondo. 9. Porción de dinero. 13. Dinero que se juega en común. 30. Caudales, dinero, papel moneda, etc., pertenecientes al tesoro público o al haber de un negociante”.*

⁸ Por eso NO estamos de acuerdo con la definición de fondos propios de la RAE: *“fondos propios. 1. En una sociedad, los aportados por los socios o producto de su actividad mercantil”.*

¿Puede una empresa funcionar con fondos propios negativos? En España, la ley no lo permite por razones sorprendentes. Pero sí puede funcionar. Un caso muy ilustrativo al respecto es el de Sealed Air, empresa que pagó a sus accionistas un dividendo especial de 40 \$/acción en mayo de 1989, lo que supuso un pago de \$329,8 millones (el 87% del valor de mercado de las acciones). En el mes anterior al dividendo especial el precio de la acción había estado entre 44 y 46\$. Como la empresa tenía en caja \$54 millones, tomó prestados la mayoría de los fondos requeridos para pagar el dividendo, tras lo cual, la empresa tuvo un valor contable de los recursos propios negativo de \$160 millones (pero el valor de sus acciones en bolsa fue \$101 millones). Sealed Air continuó con fondos propios negativos durante 4 años y Sealed Air proporcionó a sus accionistas una rentabilidad del 290% desde abril de 1989 hasta diciembre de 1992, (la bolsa subió un 36% en ese periodo).

4. “La amortización es la pérdida de valor de los activos inmovilizados”.

Otras frases tomadas de demandas o sentencias:

“En cada momento del tiempo las cuotas de amortización que van siendo asignadas por las empresas,..., no se absorben del todo en reponer el equipo total existente; dejan fondos financieros libres que pueden canalizarse hacia la financiación de nuevos bienes de equipo”.

“La amortización puede, no solamente permitir el reemplazamiento, sino también financiar el crecimiento”.

“La amortización es un medio de autofinanciación a tener en cuenta para financiar el crecimiento de la empresa”.

“La amortización recuerda al ‘management’ cuando debe reponer una máquina: cuando su valor contable se hace cero”.

“La suma del beneficio neto más la depreciación es la renta (cash flow) generada por la empresa”.

“Cuando se compra una máquina se realiza una inversión, pero cada año que pasa pierde algo de valor (la amortización), hasta que al final de unos años no tiene valor alguno y se sustituye”.

“La amortización es la pérdida de valor que del inmovilizado de la empresa (inmuebles, maquinarias...)”.

“Con la amortización, la empresa va generando un fondo que le permitirá reponer los activos o recuperar la inversión realizada”.

*“La empresa produce caja para el accionista en forma de billetes (caja), pero esa riqueza también puede ser producida en forma de nuevos activos fijos o de billetes de clientes (cuentas de clientes). Por consiguiente, el incremento de riqueza es igual al aumento del activo. Pero parte del aumento del activo se ha financiado con deuda, por tanto la riqueza creada por la empresa para el accionista en un año es el aumento del activo menos el aumento de la deuda y eso es el aumento de los fondos propios. Por tanto, el aumento de los fondos propios que no se debe a ampliaciones de capital, esto es, el beneficio, es el mejor medidor de la riqueza creada por la empresa para el accionista”.*⁹

La amortización es un apunte contable que permite a la empresa ahorrar impuestos.

Utilizamos la siguiente nota para aclarar la diferencia entre beneficio y flujos de la empresa, el significado de los fondos propios, de la amortización...

Beneficio, flujos, balance reducido y RNC

<http://ssrn.com/abstract=895267>

Se calculan los distintos flujos de la empresa Madera Inc. El Cash flow para las acciones (CFac) es el dinero que sale de la caja y llega al bolsillo de los accionistas. El cash flow para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución de principal (o menos el incremento de principal).

También se calcula el balance reducido y la RNC (Resta Negociada de Cuadre) que permiten interpretar la contabilidad más ágilmente. Ayuda a responder adecuadamente a, entre otras, las siguientes preguntas: ¿El dividendo, procede del beneficio? ¿Dónde están los beneficios retenidos? ¿Qué es la amortización?

La siguiente conversación ayuda a pensar en qué es la amortización.

Sobre la amortización. En un consejo de administración de una empresa fabricante de maquinaria

Director general (Juan). Una nueva normativa de Hacienda permite que aumentemos la amortización en €1 millón. Como la empresa reporta beneficios, os propongo que lo hagamos.

⁹ El beneficio coincide con el flujo para las acciones sólo en dos casos:

- si la empresa no crece (y mantiene su caja, sus cuentas de clientes, inventarios y proveedores constantes), compra activos fijos por un importe idéntico a la amortización, mantiene constante la deuda y solamente retira o vende activos totalmente amortizados.

- si la empresa que cobra al contado a sus clientes, paga al contado a sus proveedores, no tiene inventarios (estas tres condiciones pueden resumirse en que las necesidades operativas de fondos de esta empresa son cero), mantiene constante la caja y compra activos fijos por un importe idéntico a la amortización.

Consejero 1 (Manuel). La amortización representa el desgaste de nuestros activos. Yo me opongo a aumentarla porque el mercado lo interpretaría como que cuidamos mal nuestros activos.

Consejero 2 (José). Yo apoyo a Manuel y quiero que conste en acta que el Director General ha querido disminuir el dividendo de modo torticero: si amortizamos más, tendremos menos beneficios y, por consiguiente, podremos pagar menos dividendos.

Consejero 3 (Joaquín). Como siempre, apoyo a Manuel y a José. Si aumentamos la amortización, disminuirán los fondos propios que, como todo el mundo sabe, son el mejor indicador de la fortaleza de la empresa. ¿Qué pretendes, Juan? ¿Quieres que sea más fácil que nos compre un competidor?

Consejero 4 (Luis). Yo también me opongo a aumentar la amortización porque va contra el crecimiento de la empresa. Al aumentarla, debemos dotar más el fondo de amortización y el dinero que va allí no se puede utilizar para el crecimiento de la empresa.

Consejero 5 (Ramiro). Además de todo lo que habéis explicado tan bien está el hecho de que la amortización sirve también como alarma para reponer máquinas y otros activos: cuando una máquina está totalmente amortizada, hay que comprar otra. Si aceptamos la propuesta de Juan, seguramente repondríamos las máquinas antes de tiempo.

Consejero 6 (Alfredo). Estoy de acuerdo con todos los consejeros, pero recuerdo (aunque no lo entiendo) que un profesor me dijo que "la amortización es un origen de fondos".

Te piden ayuda para encauzar la reunión. ¿Quiénes te parece que tienen razón? ¿Cómo definirías la amortización?

5. "Las provisiones son dinero que la empresa aparta para atender posibles pagos (contingencias) futuras".

Otras frases tomadas de demandas o sentencias:

"La empresa ganó \$80 millones menos que el año anterior: sus provisiones para productos defectuosos"

"Las provisiones son un bien (generalmente dinero) que una empresa se reserva para afrontar riesgos, tanto ciertos como inciertos".

"El demandado miente cuando afirma que carece de liquidez: las provisiones contabilizadas en el pasivo equivalen al quintuplo de la cantidad exigida por mi cliente".

Una provisión es, simplemente, un apunte en la contabilidad. NO es una caja (o una cuenta corriente) que se llena con dinero por sí...

La siguiente conversación ayuda a pensar en qué son las provisiones

Sobre provisiones. En un consejo de administración de un banco

El director general (Luis) propuso crear provisiones debido al impago de muchos créditos. Posteriormente se estableció el siguiente diálogo.

Consejero 1 (Manuel). Yo me opongo a crear provisiones porque el banco no tiene dinero ni para pagar a los jubilados dueños de preferentes (emitidas por una de las Cajas de Ahorro que dio origen al banco).

Director General. Eso es cierto, Manuel, pero una provisión es simplemente un apunte contable que disminuye la cantidad de crédito en el activo y los fondos propios en el pasivo (al disminuir también el beneficio)

Consejero 2. Yo apoyo a Manuel y quiero que conste en acta que el Director General ha querido engañarnos: primero dice que una provisión es "simplemente" un apunte contable y a continuación reconoce que disminuye los fondos propios. Es mi obligación como consejero que no desciendan los fondos del banco... y mucho menos los propios.

Consejero 3 (Juan). Yo exijo que se incluya en el acta la definición de Provisiones que adjunto y que dice "*Provisiones: Dinero que los bancos tienen que guardar para hacer frente a posibles pérdidas futuras*" y la fuente (http://economia.elpais.com/economia/2012/05/11/actualidad/1336741549_107437.html). Yo creo que el banco puede y debe invertir su dinero en activos más rentables, por ejemplo, deuda del estado español.

Director General. Pero es que... el Banco de España nos recomienda hacer provisiones...

Consejero 4. Ya no somos una Caja y nos debemos a nuestros accionistas. No quiero que en un juicio me acusen de invertir fondos propios en provisiones (como nos propone Luis) en lugar de comprar activos que generan buenos intereses como la deuda pública que apuntaba Manuel.

Te piden ayuda para enfriar los ánimos de la reunión. ¿Qué dirías?

6. “El fondo de comercio es la suma del valor de la marca y de otros intangibles de la empresa”.

Otras frases tomadas de demandas o sentencias:

“Los Intangibles son el conjunto de bienes inmateriales (derechos, privilegios, ventajas competitivas,... que son valiosos porque contribuyen a un aumento en beneficios) que no aparecen reflejados en el activo inmovilizado”.

“Es un error malintencionado considerar los “intangibles” como un gasto y no como un elemento clave del valor de la empresa”.

“Fondo de comercio o goodwill es el valor actual de los superbeneficios que produce una empresa: corresponde al valor inmaterial de la misma, derivado de factores como la clientela, la eficiencia, la organización, el crédito, el prestigio, la experiencia...”

“Cuando una empresa vale más que la suma de los elementos que componen su patrimonio tiene ‘fondo de comercio’: el sobrevalor por encima de los elementos que la forman.

“El fondo de comercio cuantifica la capacidad de las empresas para obtener beneficios extraordinarios: aquellos beneficios superiores a la rentabilidad normal del sector”

“El valor de la marca se obtiene fácilmente restando al valor total de la empresa (precio por acción x número de acciones) el valor contable (fondos propios) y el Valor ajustado de los beneficios obtenidos en el ejercicio actual (Cash-Flow)”.

“La valoración de la marca aportada es muy fiable porque sigue un método que tiene la virtud de que si lo aplican distintas personas obtienen exactamente al mismo valor”.

El fondo de comercio (*goodwill*, en inglés) es simplemente una resta: la diferencia entre el precio pagado en una adquisición y el valor contable (el valor con el que se contabiliza la adquisición)¹⁰. La magnitud del fondo de comercio se debe, fundamentalmente, a las expectativas del comprador, pero se puede distribuir (arbitrariamente) entre varios conceptos: marca, valor de una organización motivada, cultura corporativa, canales de distribución, cartera de clientes...

El Plan General de Contabilidad define fondo de comercio como el “conjunto de bienes inmateriales, tales como la clientela, nombre o razón social y otros de naturaleza análoga que impliquen valor para la empresa”. ¿Qué le parece al lector esta definición?

En la nota “Valoración de marcas e intangibles”¹¹ se revisan varias valoraciones de marcas y se concluye que son muy poco fiables (muchísimo menos que las valoraciones de acciones) debido a la dificultad de definir qué flujos se deben a la marca y cuáles no. Sin embargo, puede ser útil la identificación, la evaluación y la jerarquización de los *brand value drivers*, que constituyen una herramienta gerencial y permiten lograr marcas fuertes y con estabilidad en el tiempo.

7. “Los swaps de tipos de interés son muy difíciles de entender”.

Otras frases tomadas de demandas o sentencias:

“El swap es un producto sofisticado y complejo”.

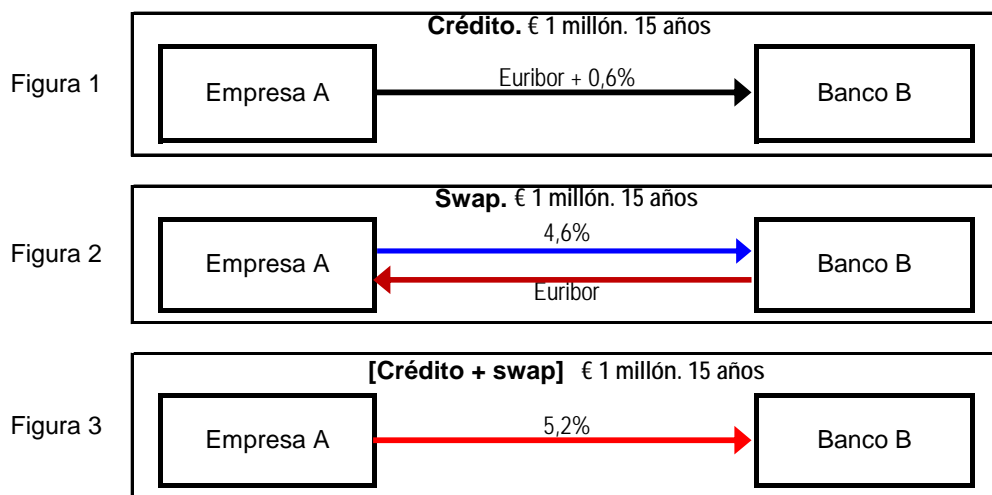
“El swap contratado es complejo y oscuro...”.

“El swap pertenece al muy complejo mercado de los derivados de alto riesgo”.

La mejor manera de ver que eso no es cierto es mediante un ejemplo. Empresa A firmó en febrero de 2008 un contrato de crédito de €1 millón por el que pagaría a Banco B el tipo Euribor más un 0,6% anual (ver **figura 1**). La empresa A invertía en plantas de energía solar fotovoltaica.

¹⁰ Un ejemplo: si una empresa paga €100 por unos activos que puede contabilizar como €60, tendrá que disminuir la caja en €100, aumentar los activos en €60 y crear en el activo una cuenta con €40 para que el balance siga cuadrando. A esos €40 se les denomina (por razones desconocidas para mí) *goodwill* o fondo de comercio. Si la empresa hubiera pagado €110 por los activos, el fondo de comercio sería €50.

¹¹ “Valoración de Marcas e Intangibles”, descargable en: <http://ssrn.com/abstract=975471>.



Con este crédito, Empresa A tenía lo que se denomina “*riesgo de tipo de interés*” que es incertidumbre en el tipo de interés que pagará. El tipo de interés a pagar será alto (grande) si el Euríbor sube y bajo (pequeño) si el Euríbor desciende.

Para reducir su “*riesgo de tipo de interés*”, Empresa A firmó también en febrero el swap¹² que aparece en la **figura 2**. En el swap entre Empresa A y Banco B,

- a) Empresa A recibirá el Euríbor; b) Empresa A pagará el 4,6%.

Este swap es muy fácil de entender y disminuye el riesgo de tipo de interés de la Empresa A. El conjunto (crédito + swap) aparece en la **figura 3**. Es el resultado de sumar los cobros y los pagos de las figuras 1 y 2: por el crédito, Empresa A paga el Euríbor más el 0,6%; por el swap, Empresa A recibe el Euríbor y paga el 4,6%. El resultado neto es que Empresa A paga el 4,6% más el 0,6% (un tipo fijo) y disminuye su riesgo (no tiene incertidumbre de si pagará mucho si el Euríbor sube o poco si el Euríbor baja).

Es evidente que el conjunto [crédito + swap] tiene menos riesgo de tipo de interés (menor variabilidad) que el crédito. El conjunto [crédito + swap] tiene un tipo fijo del 5,2%.

¿Qué pudo inducir a Empresa A a suscribir este swap? Sólo hay 2 razones posibles:

- a) Disminuir el “*riesgo de tipo de interés*”: efectivamente, lo disminuye; o
b) Tener expectativas de que el Euríbor subiría en el futuro.

¿Son razonables los términos del swap de la Empresa A? Esta pregunta la debe contestar el lector. Algunos datos para ello. Los términos del swap: Banco B pagará el Euríbor a Empresa A, a cambio de recibir 4,64%. Las rentabilidades exigidas en febrero de 2008 (día de la firma del swap) a los bonos del Estado Español: a 5 años era 4,012% y a 15 años 4,291%. Ese día, el Euríbor a 3 meses fue 4,387%

El lector interesado puede consultar la siguiente nota;

Algunos swaps de tipos de interés. Descargable en <http://ssrn.com/abstract=2191702>

8. “*Los bancos tienen departamentos que prevén con bastante fiabilidad la evolución futura de los tipos de interés, de los tipos de cambio, de las cotizaciones,...*”

Otras frases tomadas de demandas o sentencias:

“*Los Bancos cuentan con las llamadas ‘Curvas de Tipos’ que les permite tener conocimiento de las previsiones de futuro de cualquier índice financiero a corto, medio y largo plazo, y claro está, también de una divisa*”.

“*Los directivos de bancos que vendían a sus clientes productos financieros emitidos por Lehman Brothers sabían perfectamente que Lehman iba a quebrar desde, al menos, un año antes*”.

“*La quiebra de Lehman era previsible muchos meses antes de septiembre de 2008*”.

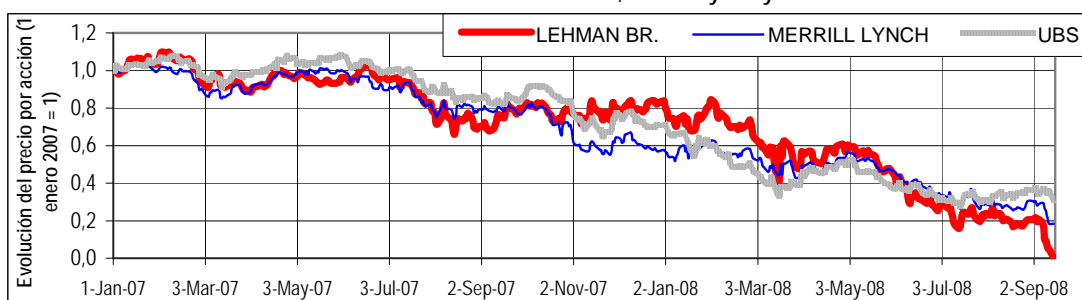
¹² Todo *swap* es un intercambio de flujos: una parte del contrato se compromete a realizar a la otra una serie de pagos, a cambio de recibir una serie de cobros.

- "En marzo de 2008 se registran 10 caídas del precio de la acción de Lehman superiores al 3% (las más elevadas de -14,6% y -19,1%) que constituyen el preludio de la quiebra"¹³*
- "El riesgo de Lehman Brothers, experimentó un fuerte deterioro de su solvencia y cotización en los mercados desde finales de 2007 y especialmente desde los primeros días de marzo de 2008".*
- "Los bancos nunca pierden. Los bancos tienen acceso a estimaciones futuras del Euribor y sabían que el Euribor iba a bajar..."*
- "De los datos de los mercados financieros se pueden extraer informaciones sobre las expectativas que permiten ganar muchísimo dinero, especialmente a los grandes bancos".*
- "El banco conocía a la perfección la evolución posterior del Euribor y no se lo dijo nunca al cliente".*
- "La elección de los tipos de interés... obedece a un estudio de las previsiones del euribor por parte del banco".*
- "El banco ocultó al cliente la información privilegiada que poseía acerca de la evolución de los tipos de interés".*
- "En mayo de 2007 el yen estaba en máximos históricos y... el banco conocía ya la tendencia bajista en la evolución del yen".*
- "En 2007 había estudios que preveían una devaluación del euro frente al Yen... así como una bajada de los tipos de interés".*
- "El banco sabe que la mejor estimación del tipo de cambio (y del precio de las acciones, de los metales preciosos,...) es el precio de futuros"¹⁴*

Para mantener con alguna credibilidad que la quiebra de Lehman era previsible antes de septiembre de 2008 es preciso ser millonario como consecuencia de la quiebra. Si alguien hubiera previsto la quiebra de Lehman, habría obtenido enormes ganancias personales apostando a la quiebra (comprando opciones o warrants de venta sobre acciones de Lehman; vendiendo futuros o forwards sobre acciones de Lehman, vendiendo acciones a crédito...). Quien afirma que era previsible y no es millonario (como consecuencia de la quiebra) tiene nula credibilidad.

El documento "La insolvencia de Lehman Brothers: sobre su previsibilidad y sobre algunos 'profetas a posteriori'¹⁵ analiza 106 informes de analistas, publicaciones de la CNMV, la evolución de la cotización, del rating de la deuda, del CDS (*Credit Default Swap*) y de la contabilidad y concluye que, con la información pública de la que se disponía, la quiebra de Lehman Brothers no fue previsible antes de septiembre de 2008. Según la CNMV "la quiebra de Lehman afectó a 459 instituciones de inversión colectiva españolas y tuvo un impacto de €300 millones". Entre 106 informes sobre Lehman publicados por analistas financieros de distintas instituciones entre enero y septiembre de 2008, sólo uno (del 22 de mayo) recomendó vender las acciones de Lehman, el 65% recomendó comprar y el resto recomendó mantenerlas. La CNMV afirmó que, "sucesos como la quiebra de Lehman... obligaron a destinar recursos no previstos a la estimación y seguimiento de sus efectos". La evolución de la cotización de Lehman fue bastante similar a la de otros bancos de inversión como puede apreciarse en la siguiente figura.

Evolución de la cotización de las acciones de Lehman, Merrill Lynch y UBS. Fuente: Datastream



Entre febrero-2007 y el 15-septiembre-2008 la acción de Lehman subió de precio 185 días, 69 de los cuales más de un 3%.

Si hubiera sido evidente "el deterioro manifiesto" o "el claro riesgo de quiebra" (en palabras de algunos "profetas a posteriori"), los operadores del mercado (y los "profetas a posteriori") habrían obtenido enormes ganancias personales apostando a la quiebra de Lehman (esto pudo hacerse, por ejemplo, comprando opciones de venta o warrants de venta

¹³ El autor de la afirmación omite que hubo dos subidas la semana siguiente de un 46,4% y un 15,2%. En abril de 2008 hubo nueve días con subida de cotizaciones superiores a 1% (el mayor, un 17,8%) y 8 días con descensos superiores a -1% (el mayor, un -7,2%).

¹⁴ No. El precio de los futuros financieros surge del arbitraje y no tiene absolutamente nada que ver con expectativas.

¹⁵ Descargable en <http://ssrn.com/abstract=2022212>

sobre acciones de Lehman; vendiendo futuros o forwards sobre acciones de Lehman...). La siguiente figura muestra que los grandes bancos no la previeron.



Es revelador el documento de Standard & Poor's titulado "Por qué Lehman Brothers fue calificada 'A'" (24 septiembre 2008), en el que puede leerse: "Lehman tenía negocios fuertes de banca de inversión, de trading y de gestión de carteras. Tenía liquidez suficiente para soportar eventos adversos y tenía una buena capacidad para generar beneficios. El 9 de septiembre de 2008 creíamos que Lehman era una empresa viable. En el fin de semana del 13-14 de septiembre creíamos que Lehman todavía tenía un sustancial exceso de liquidez para cubrir sus necesidades. El colapso de Lehman no podía preverse con análisis fundamental". La evolución de la contabilidad de Lehman tampoco predecía una quiebra:

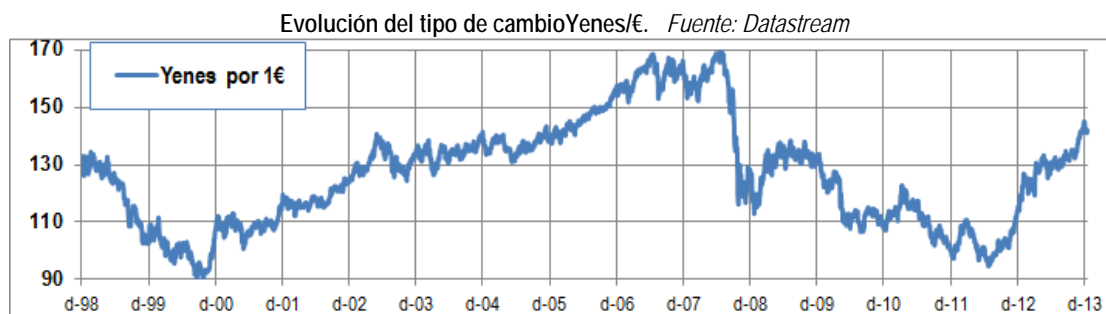
millones de \$.	30nv/07	30nv/06	30nv/05	30nv/04	30nv/03	30nv/02
Revenues	59.003	46.709	32.420	21.250	17.287	16.781
Net Income	4.125	3.894	3.191	2.297	1.649	906
Cash and ST Investments	20.029	12.078	10.644	9.525	11.022	6.502
Total Assets	688.754	500.875	407.446	355.081	309.891	258.011
ST Debt & Current Portion of LT Debt	309.828	154.253	163.776	141.713	145.811	125.046
Long Term Debt	124.518	121.064	53.899	49.365	37.195	31.417
Other Liabilities	234.227	197.383	175.594	151.170	115.881	94.931
Preferred Stock	1.095	1.095	1.095	1.345	1.045	700
Common Equity	21.395	18.096	15.699	13.575	12.129	8.242
Total Liabilities & Shareholders' Equity	688.754	500.875	407.446	355.081	309.891	258.011

La siguiente figura muestra la evolución del Euribor y la de la rentabilidad exigida a los bonos del Estado Español entre diciembre de 2004 y junio de 2012. El Euribor descendió mucho a partir de octubre de 2008, pero la rentabilidad exigida a los bonos del estado Español continuó subiendo.



El descenso del yen/€ en 2008 fue inesperado para los autores de estas líneas, para casi todos los inversores y para las entidades financieras. Si alguien hubiese previsto este descenso, podría haber ganado muchísimo dinero tomando posiciones adecuadas¹⁶. Si alguien afirma que el descenso era previsible y no es millonario, es otro "profeta a posteriori".

¹⁶ Es muy sencillo tomar estas posiciones con forwards, con swaps,...



Si alguien sabe cómo prever los tipos de cambio, será millonario y no se dedicará a publicar sus previsiones. No hay ninguna fórmula que prevea razonablemente bien los tipos de cambio¹⁷.

9. “El valor de una empresa es la suma del valor de su activo y de las previsiones de sus beneficios”.

Otras frases tomadas de demandas o sentencias:

“Entre los elementos cedidos por el recurrente figuran elementos del activo material por un valor de €107 millones. Como además la empresa presenta provisiones de beneficios de €86 millones para los próximos 5 años, es obvio que el propósito del precio de venta reportado (€70 millones, inferior no sólo a la suma de las dos cantidades anteriores, sino también a cada una de ellas) consiste en defraudar”.

“En la venta de la empresa se cedieron activos por valor contable de 29 millones de euros lo que corrobora que los bienes transmitidos generaban saldo positivo superior a esa cifra”.

“Se valoran los supuestos beneficios futuros que son mera ficción o expectativa. Por consiguiente, se cede, pero no se valora el uso de la marca, la organización empresarial, la relación de clientela existente, el know-how, etc. El olvido de estos elementos básicos acredita que la venta fue una ficción”.

Valorar una empresa es un proceso casi idéntico a valorar una vaca lechera.

Es difícil matar una vaca hoy para vender su carne y ordeñarla la próxima semana.

Una empresa se puede liquidar (vender sus activos,...) o mantenerla funcionando y obtener los flujos futuros que genere. La liquidación de la empresa equivale a enviar la vaca al matadero. Mantener la empresa funcionando equivale a mantener la vaca para ordeñarla, vender los terneros que tenga...

10. Resumen

El beneficio es simplemente un apunte de la contabilidad que se puede aumentar y disminuir, pero NO es ni lo que aumenta la caja ni el dinero que gana nadie: ni los accionistas, ni la empresa, ni... por la sencilla razón de que NO es dinero.

El beneficio de una empresa es un número que depende de varias decisiones sobre la contabilización de gastos e ingresos.

El dividendo es dinero y el beneficio no. Por consiguiente, es difícil que el dividendo proceda del beneficio. El dividendo procede de la caja de la empresa, NO del beneficio.

Hay una concepción equivocada que considera que el beneficio de un año es “un montón de billetes” del cual una parte se da a los accionistas (dividendos) y el resto se envía a las reservas (fondos propios).

¹⁷ El suponer el tipo de cambio futuro será igual al de hoy (constante) proporciona unas previsiones muy malas, pero mejores que el suponer que el tipo de cambio seguirá el diferencial de inflación o el diferencial de tipos de interés.

Los fondos propios no son dinero, esto es, no son fondos. Los fondos propios son únicamente un apunte contable cuya única ‘virtud’ es conseguir que la suma de los activos del balance sea igual a la suma de la parte derecha (o inferior, según se sitúe). Una denominación de los “fondos propios” que los define mejor es RCC (Resta para Cuadrar la Contabilidad).

La amortización es un apunte contable que permite a la empresa ahorrar impuestos.

Las provisiones NO son dinero que la empresa aparta para atender posibles pagos futuros. Una provisión es, simplemente, un apunte en la contabilidad. ...

El fondo de comercio (*goodwill*, en inglés) es simplemente una resta: la diferencia entre el precio pagado en una adquisición y el valor contable (el valor con el que se contabiliza la adquisición).

Un swap de tipos de interés es muy fácil de entender. Cuando una empresa tiene un crédito con interés variable (ligado al Euríbor, por ejemplo), tiene “*riesgo de tipo de interés*” (incertidumbre en el tipo de interés que pagará). Si contrata un swap (Contrato por el que la empresa recibirá el Euríbor y pagará un tipo fijo), con el conjunto (crédito + swap) la empresa pagará un tipo fijo (y habrá eliminado el “*riesgo de tipo de interés*”).

Para mantener que la quiebra de Lehman era previsible antes de septiembre de 2008 es preciso ser millonario como consecuencia de la quiebra. Si alguien la hubiera previsto, habría obtenido enormes ganancias personales apostando a la quiebra (comprando opciones o warrants de venta sobre acciones de Lehman; vendiendo futuros o forwards sobre acciones de Lehman...)

Si alguien afirma que la evolución del Euríbor, del precio de las acciones, de las divisas... era previsible y no es millonario, es un “profeta a posteriori”. Si alguien sabe cómo prever estos precios, será millonario y no se dedicará a publicar sus previsiones. No hay ninguna fórmula ni indicador que prevea razonablemente bien alguna de estas magnitudes.

Es difícil mandar una vaca hoy al matadero para vender su carne y ordeñarla la próxima semana.

11. Otras “originalidades” sobre contabilidad y finanzas (se abordarán en otro documento)

Fuentes: Demandas, contestaciones a demandas y sentencias

“Las pérdidas de doña Ana con la hipoteca en yenes son el beneficio del banco”.

“El perjuicio del cliente con el swap se convierte en beneficio del banco”

“El valor teórico-contable de la acción es el más representativo del valor real de la acción”.

“Afirmar que ‘el valor de las acciones de la empresa es igual a su valor contable’ es un diagnóstico certero”.

“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”.

“La valoración por descuento de flujos 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 futuras de carácter indeterminado e incontrastable”.

“El WACC representa las expectativas de rentabilidad de los propietarios de la empresa”.

“La valoración de la empresa debe realizarse según las Normas Técnicas de Auditoría”.

“Lo relevante en valoración de empresas, no es tanto lo que la ciencia económica pueda considerar ‘conceptualmente correcto’ como lo que la normativa de auditoría establezca como adecuado”.

“El método denominado valor actual de los flujos entraña una pretensión sustitutiva de la valoración a valor contable que no resulta pertinente”.

“las divergencias de unos y otros peritos sobre la corrección de la tasa de descuento aplicada muestran la falta de fiabilidad del valor determinado por descuento de flujos”.

“Como debido a determinadas circunstancias de naturaleza extraordinaria (especialmente los atentados de las Torres Gemelas del 11-sept-2001) la situación de los mercados financieros y de la economía mundial en mayo de 2002 era muchísimo peor que en febrero de 2001, no tenemos obligación de aceptar el precio de venta acordado en febrero de 2001”.

Con frecuencia, antiguos alumnos que son o van a ser Consejeros de una Sociedad nos formulan 2 preguntas. 1ª, ¿qué debe saber de los números de la empresa, como mínimo, un consejero? 2ª, ¿qué información debo pedir para sentirme razonablemente informado? Esta nota responde a ambas preguntas.

Preguntas para consejeros sobre el dinero de la empresa
Lo que todo miembro de un Consejo de Administración debe saber del dinero que genera la empresa
Descargable en: <http://ssrn.com/abstract=1898186>

Pueden ser de interés:

53 problemas sencillos de finanzas resueltos y 1040 respuestas erróneas	http://ssrn.com/abstract=2021345
205 preguntas y respuestas sobre finanzas	http://ssrn.com/abstract=1617323
144 errores en valoraciones de empresas	http://ssrn.com/abstract=962921
Tres sentencias judiciales con varios errores sobre valoración	http://ssrn.com/abstract=1538922
Bonos estructurados y preferentes en España en los últimos años	http://ssrn.com/abstract=2027062

Conviene tener presente:

En la caja de la empresa sólo hay entradas y salidas de dinero (cobros y pagos),
Los informes de auditoría son variados como los jamones: desde “muy buenos” hasta “bastante malos”, con diferencias en precio, fiabilidad y otros atributos muy significativas.
Un buen auditor es un experto en contabilidad. Pero no es un experto en valoración, ni en estrategia ni en análisis de viabilidad... Aunque, por supuesto, algunos auditores (y también algunos médicos) dominan la valoración de empresas, la estrategia empresarial...
Ante el dilema entre “*procedimientos científicos financieros*”, “*instituciones financieras de reconocido prestigio*”, “*técnica generalmente aceptada*”... y su sensatez, guíese siempre por la sensatez.

12. Comentarios de lectores

Me ha gustado mucho, pero esos errores los cometen también muchos ingenieros, economistas, arquitectos y demás profesionales varios.

Mis profesores de Contabilidad en la carrera nos definían el beneficio, dividendo, fondos propios y provisiones como se indica en los errores.

Es claro y tremendamente didáctico. Se lo enviaré a mis compañeros ingenieros (a los que sin duda les hace mucha falta) y a muchos financieros para que aprendan a explicar a sus jefes y colaboradores estos conceptos tan importantes en la vida de una empresa!!!!

Creo que debías haberlo titulado: “9 errores frecuentes de algunos abogados y músicos sobre finanzas y contabilidad”

No puedo darte ninguna sugerencia porque yo misma estaba confundida al definir algunos de los conceptos que señaláis, dada mi formación de abogado. Ha sido una lectura apasionante e instructiva.

Trabajo muy útil y acertado. Tan sólo imploro alguna clemencia para los juristas por su concepción del dividendo: creo que su punto de vista obedece a la idea de sociedad como contrato celebrado por las partes con ánimo de “partir entre sí las ganancias”. Por eso creo que, más que un error, es un punto de vista.

Estoy de acuerdo contigo en que estos conceptos (especialmente el beneficio) son simples apuntes contables sujetos a cierta discrecionalidad. Pero, por mi experiencia, hay un concepto anterior que también suele interpretarse con

frecuencia equivocadamente: "los ingresos. Y con este concepto el de facturación, ventas, cobros,... a menudo tomados como sinónimos. La forma en la que reconocemos los ingresos a menudo determina el resultado.

He leído con especial detenimiento el apartado 7 correspondiente al SWAP y, a mi entender, está muy bien, pero quizá se queda corto. He tenido alguna experiencia con este tipo de contratos y hay que prestar atención a los límites. Por ejemplo, si tienen límites al alza (y no a la baja) de tal modo que si el Euribor sube por encima del 5% el banco no liquida. Esto obliga a realizar un estudio a futuro de tendencia que muchos particulares y empresas no estaban en disposición de hacer.

Ya era hora que alguien abordara este tipo de temática que implica a juristas, de todos los campos y profesiones, a los que muchas veces nos cuesta entender conceptos básicos de contabilidad corporativa.

Te propongo para el próximo los errores frecuentes que cometen los periodistas de la prensa financiera.

Me ha parecido muy interesante. Aún más si se tiene en cuenta, lo que me parece un hecho real y muy preocupante, que los mismos errores que los abogados los cometen los jueces, pero en su caso con consecuencias que pueden ser mucho más graves. ¿Para cuándo unos cursos de formación de empresa para jueces (como parte de su formación, por supuesto)?

Sigues tan generoso como siempre. Fallé solo en 14 de las 15 preguntas que nos hiciste sobre estos temas.

¿Sólo 9? Creo que tomas en demasiada buena consideración a los músicos: el instrumento suele estar más desafinado normalmente....