

NOHEMÍ BOAL VELASCO
MARIANO GONZÁLEZ SÁNCHEZ

*Profesores del Departamento de Economía Financiera y
Contabilidad. Universidad San Pablo CEU*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Antoni SERRA RAMONEDA, don Oriol AMAT SALAS, doña Montserrat CASANOVAS RAMÓN, don Joan MONTLLOR I SERRATS, don Diego PRIOR JIMÉNEZ y don Enrique RIBAS MIRANGELS.

Extracto:

LA creación de valor constituye actualmente uno de los objetivos fundamentales de toda entidad, siendo, por tanto, su medición un aspecto de gran importancia. El referente en entidades con ánimo de lucro lo constituye la creación de valor para el accionista o propietario, y conlleva implícitamente la necesidad de superar las expectativas previstas en la empresa, aspecto que obliga a tener en cuenta para su determinación tanto información contable como de mercado. Para ello existe una metodología que podemos denominar global o general, a la que nosotros añadimos una nueva forma de cálculo más detallada y concisa, y que llamaremos particular, constituyendo esto una aportación original de este trabajo. Ambas metodologías serán analizadas y llevadas a la práctica sobre una muestra de quince entidades españolas, comentando además toda la problemática existente en torno a la obtención de la información necesaria para ello, y haciendo especial hincapié en las operaciones de capital, objeto fundamental de las divergencias entre ambas, y contrastándose todo ello empíricamente.

Sumario:

1. Introducción.
2. Metodologías de cálculo: global y particular.
 - 2.1. Elementos básicos en la creación de valor.
 - 2.2. Elementos diferenciadores: operaciones de capital.
3. Esquema del cálculo aplicado.
 - 3.1. Actualización de dividendos.
 - 3.2. Determinación del valor de los derechos preferentes.
 - 3.3. Rentabilidad exigida por el accionista.
 - 3.4. Estimación de la creación de valor.
4. Resultados obtenidos.
 - 4.1. Resultados obtenidos según la perspectiva global.
 - 4.2. Resultados obtenidos según la perspectiva particular.
5. Relación entre las diferentes perspectivas en la determinación de la creación de valor.
6. Conclusiones.

Bibliografía.

Anexos: Tablas

1. INTRODUCCIÓN

La creación de valor, a diferencia del valor, es una variable flujo que representa la generación de riqueza en un período determinado, pudiéndose diferenciar dos posibilidades en función de su destinatario (la propia empresa o sus partícipes). Si se considera únicamente el incremento (o disminución) de valor que ha experimentado una entidad en un intervalo de tiempo, nos estaríamos refiriendo a la creación de valor de y para la empresa, y no a la generación de riqueza que se transmite a los agentes involucrados en la misma. Es evidente que ambos conceptos están relacionados, el primero influye en el segundo, sin embargo, la creación de valor para los partícipes es un concepto más amplio que requiere no sólo el aumento del valor empresarial sino también una mejora, innovación y productividad. Consecuentemente, crear valor desde este punto de vista no se identifica con crear utilidad con respecto a una situación de partida, es necesario que la empresa supere unas expectativas previstas, que le posibilitarán tener ventajas competitivas frente al resto de empresas, conduciéndole a lograr sus objetivos exitosamente. Este último es el concepto que se adopta en este trabajo como creación de valor, tomando como representante de los partícipes de la empresa a sus propietarios, puesto que son éstos los últimos en ser remunerados por la empresa, por lo que si se les transfirió valor, también se hizo para el resto.

La creación de valor como superación de expectativas previas requiere, por un lado, la implantación en la empresa de un sistema de gestión que se oriente a su consecución y, por otro, el establecimiento de un sistema de medición que permita identificar, cómo, dónde y cuándo se está creando valor y, que sirva al mismo tiempo de control e incentivación del mismo. Su medición dependerá de variables que recojan tanto la riqueza realmente obtenida como de lo que se había previsto obtener.

Existen multitud de métodos para medir la creación de valor, unos basados en la contabilidad (ratios financieras, EVA, etc.) y otros en el mercado. Acorde con el concepto de creación de valor para el accionista, tomado a efectos de este trabajo, y en el que incide fundamentalmente la información de mercado, analizamos en primer lugar su forma de cálculo, añadiendo a la formulación existente y que denominamos global, una nueva metodología que hemos llamado particular, estudiando cada uno de sus componentes, y haciendo especial hincapié en las operaciones de capital que realiza la empresa y que, como se verá más adelante, inciden de forma fundamental en el valor creado para el accionista. Este estudio se completa con información al respecto de las empresas que serán posteriormente utilizadas como muestra para aplicar de forma práctica la creación de valor desde ambas perspectivas.

En segundo lugar haremos referencia al esquema de cálculo seguido en el que se revisarán tanto las fases a seguir para la determinación de la creación de valor, como las estimaciones necesarias para ello para, posteriormente, en tercer lugar, aplicarlo a la práctica sobre la muestra objeto de estudio. A continuación se analizará la relación entre ambas formulaciones, utilizando modelos de regresión lineal, para finalizar con las conclusiones a las que se ha llegado con este trabajo.

La muestra sobre las que se realizará el trabajo empírico la forma un conjunto de quince grupos de empresas españolas, siendo la creación de valor determinada sobre las empresas cabeceras de cada grupo empresarial (a excepción de Acesa), pues se ha supuesto que la información del grupo afecta a la matriz de forma directa. Su selección responde a tres criterios: pertenencia a los sectores representativos de la actividad nacional, la disponibilidad de su información (fundamentalmente contable) y su cotización ¹. El período de estudio abarca desde 1993 a 2001, aunque en la determinación y por utilizar variaciones en muchos de los indicadores, se pierde el primer dato en todas las empresas.

Las empresas que forman la muestra así como las denominaciones empleadas son (véase **tabla 1**):

TABLA 1. Denominación utilizada para las empresas de la muestra.

| | | | | | | | | | |
|----------|-----|---------------|-----|----------|-----|------------------|------|---------|-----|
| Acesa | ACS | Banco Popular | BPE | Dragados | DRA | Sol Meliá | SOL | Uniland | UNL |
| Acerinox | ACX | Campofrío | CMP | Endesa | END | Telefónica | TLF | Zardoya | ZOT |
| Altadis | ALT | Cortefiel | CTF | Repsol | RPS | Trasmediterránea | TRAS | Zeltia | ZEL |

2. METODOLOGÍAS DE CÁLCULO: GLOBAL Y PARTICULAR

Para la determinación de la creación de valor para el accionista definimos dos metodologías:

- a) Creación de valor global o general, para todo accionista de la empresa y llevada a la práctica por ejemplo en FERNÁNDEZ (2001). Se trata de un cálculo que podríamos denominar medio o promedio para un accionista cualquiera de una entidad, o bien, visto desde otra perspectiva, sería la creación de valor para el accionista desde el punto de vista de la operativa de la empresa, obviando que el accionista puede realizar a su vez otras operaciones, o tomar decisiones con respecto a su inversión.

¹ A pesar de ser uno de los criterios para la selección de las entidades, existen tres entidades que no cotizan desde el inicio del período de estudio (Cortefiel, Sol Meliá y Zeltia), sin embargo, fueron incluidas por tener alguna representación del sector al que pertenecen.

b) Creación de valor para cada accionista particular, aportación de este trabajo, y basada en el caso concreto de cada accionista en función de sus actuaciones ante operaciones o movimientos de capital, fundamentalmente ampliaciones de capital, que realice la empresa (accionista que adquiere nuevos títulos, accionista que se incorpora nuevo, etc.), y tipos de acciones que posea (ordinarias, privilegiadas, etc.). Nos referimos, por tanto, al cálculo de la creación de valor para un accionista a nivel individual, es decir, desde la perspectiva del propietario de la empresa.

Ambas metodologías siguen el mismo proceso, que puede resumirse en tres fases:

1. Determinación del aumento (o disminución) de valor para el accionista, consecuencia fundamental de la variación de la cotización de la acción más las percepciones netas del inversor (dividendos, devoluciones de nominal, aportaciones a la empresa, etc.).
2. Cálculo de la rentabilidad obtenida (Ra), poniendo el anterior en función de la inversión realizada:

$$Ra_{t,T} = \frac{\Delta \nabla \text{Valor accionista}_{t,T}}{\text{Inversión realizada}_t} \% \quad (1)$$

Siendo (t,T) el período de estudio o ejercicio económico (t es el momento inicial y T el final).

3. Delimitación de la creación de valor según el rendimiento exigido por parte del accionista (ke) al depositar su confianza en la empresa mediante la oportuna inversión. Consecuentemente, para crear valor debe superarse este umbral marcado por el inversor. Si la comparación se realiza porcentualmente entre rentabilidad del accionista y exigida se obtiene lo que se denomina Índice de Creación de Valor o ICV [ecuación (2)]. Para convertirlo en unidades monetarias basta con multiplicarlo por la inversión realizada [ecuación (3)].

$$ICV_{t,T} = Ra_{t,T} - ke_{t,T} \quad (2)$$

$$CV(u.m.)_{t,T} = ICV_{t,T} \cdot \text{Inversión realizada}_t \quad (3)$$

La diferencia entre ambas formulaciones reside fundamentalmente en la determinación del aumento (o disminución) de valor para el accionista y, más concretamente, en lo que hemos denominado percepciones netas recibidas por el accionista, dentro de las cuales se incluyen, entre otros, los dividendos (remuneración) y los efectos derivados de operaciones de capital, constituyendo ambos el origen de la divergencia; ya que, por un lado, el dividendo a percibir por un accionista depende no sólo del nominal desembolsado sino también del tipo de acción que posea, siendo, por tanto, diferente para cada accionista y, por otro, las operaciones de capital realizadas por la entidad no afectan por igual a todo inversor. La metodología global, a diferencia de la particular, presupone que el divi-

dendo es igual para toda acción que compone el capital de la empresa y las operaciones de capital son únicamente observadas en función de su contrapartida (incluyéndose como parte de las percepciones netas, únicamente si conlleva una aportación efectiva). Estas últimas operaciones, analizadas en detalle en este trabajo, pueden modificar el cálculo del aumento (o disminución) de valor si se realiza a nivel particular ², dando lugar a ajustes, positivos o negativos en función de lo que representan para el accionista, y de las posibilidades de actuación que le otorguen, diferenciando, por tanto, entre accionista antiguo y nuevo.

Para poder determinar la creación de valor se precisa recurrir tanto a la contabilidad como a la información de mercado. A continuación analizamos los componentes del aumento (o disminución) del valor para el accionista diferenciando dos bloques: por un lado, los componentes básicos, y, por otro, elementos específicos o diferenciadores, consecuencia del efecto que produce en cada accionista los movimientos de capital realizados por la empresa, y que son causa fundamental de las divergencias entre las dos formulaciones de la creación de valor.

2.1. Elementos básicos en la creación de valor.

Son aquellos elementos comunes en las dos formulaciones de cálculo, y que pueden resumirse en dos: variación (positiva o negativa) del valor de la acción y remuneración vía dividendos o reparto de reservas al accionista.

2.1.1. Evolución del valor de la acción: valores de cotización.

Uno de los componentes principales, y quizás el de mayor fuerza, en el aumento (o disminución) de valor para el accionista es la variación del valor de mercado de los títulos de la empresa. Dicha variación se determina por diferencia entre la cotización existente al cierre de un ejercicio con la correspondiente al ejercicio anterior (corregidas de las posibles modificaciones realizadas sobre el valor nominal de la acción). Para nuestra muestra se han tomado los datos de cotización diarios disponibles de cada empresa, utilizando como dato del cierre el valor correspondiente al último día o bien el más cercano a dicha fecha, todo ello teniendo en cuenta que para Cortefiel es el último día de febrero y para Zardoya Otis el 30 de noviembre.

El proceso de ajuste u homogeneización de la cotización al inicio y cierre de ejercicio, consecuencia de haberse realizado operaciones de *split* ³, ha sido necesario en la mayoría de las entidades estudiadas (véase **tabla 2**). Zeltia ha sido la empresa que con más frecuencia (tres veces) ha rea-

² Algunas de ellas también están incluidas en el cómputo global, sin embargo, no figuran como operaciones de capital y sólo son tenidas en cuenta si suponen una aportación por parte del accionista (dineraria o no) o una devolución al mismo, obviando el resto de posibilidades. Las operaciones de capital desde la perspectiva global se transforman en una simple corriente neta de fondos (positiva o negativa) para el socio (compuesta por los desembolsos realizados a la empresa menos las devoluciones recibidas de ésta).

³ Desdoblamiento o división de la acción en varias a través de la división de su valor nominal.

lizado *splits* y de mayor cuantía, ya que tras estas operaciones se llega a un desdoblamiento de una acción, existente en 1993, en sesenta acciones, al final del período de estudio, cierre de 2001. Le siguen, aunque con un desdoblamiento inferior en términos de cuantía de valor nominal, Zardoya Otis (diez) y el Banco Popular Español (ocho).

TABLA 2. Operaciones de *split* realizadas por empresa y su equivalencia (acciones nuevas \times originales).

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ACX | | (5 \times 1) | | | |
| ALT | | (5 \times 1) | | | |
| BPE | (4 \times 1) | | | (2 \times 1) | |
| CMP | (2 \times 1) | (3 \times 1) | | | |
| CTF | (2 \times 1) | | | | (2 \times 1) |
| DRA | | | (3 \times 1) | | |
| END | (4 \times 1) | | | | |
| RPS | | | (3 \times 1) | | |
| SOL | | | (3 \times 1) | | |
| TLF | | | (3 \times 1) | | |
| ZOT | | (5 \times 1) | (2 \times 1) | | |
| ZEL | | | (5 \times 1) | (4 \times 1) | |
| | | | (3 \times 1) | | |

La variación de la cotización entre el inicio y final del ejercicio puede entenderse como común en las dos metodologías de cálculo, si bien hay que señalar que en el caso de la creación de valor particular se aplica sólo al antiguo accionista que ha permanecido en la empresa durante todo el ejercicio. Por ello, la variación de la capitalización bursátil ha sido sustituida en esta forma de cálculo por lo que hemos denominado «evolución del valor de la acción» para diferenciar según el tipo de accionista de que se trate. Así, tomando como período un ejercicio económico, equivale a la diferencia entre el valor final de la inversión (medido a través del mercado al cierre) y el valor de la inversión inicial. En el caso de ser accionista antiguo de la empresa, este último se corresponde con el valor de mercado al inicio del ejercicio, igual que en la perspectiva global, mientras que si se trata de un accionista que se incorpora a la empresa es el valor aportado a la misma (valor de emisión de las acciones más los derechos de suscripción que en su caso hubiera requerido).

Por último, comentar que la información de mercado o cotización diaria de las acciones ha sido utilizada no sólo para fijar la cotización del cierre sino también para determinar la rentabilidad exigida del accionista y para poder determinar la cotización media, como representativa del valor de mercado previa a una operación de capital (necesaria para la perspectiva particular).

2.1.2. Reparto de dividendos.

La remuneración o dividendo constituye el segundo elemento fundamental del aumento (o disminución) del valor del accionista, siendo igual para todo inversor desde la perspectiva global, mientras que desde la particular se diferencia por tipo de acciones.

Existen dos posibilidades para considerarlo en la estimación: el criterio de caja o el criterio de devengo. En nuestro estudio hemos seleccionado el segundo por considerarlo más coherente con respecto al concepto que se pretende estudiar, puesto que el beneficio del que procede el dividendo se corresponde con el ejercicio del que se quiere calcular la creación de valor. No obstante, el uso de este criterio nos conduce a la necesidad de actualizar los dividendos que sean abonados en ejercicio diferente al referente, operativa común, puesto que el período máximo legal otorgado para la aprobación de las Cuentas Anuales ofrece un margen de actuación de hasta seis o siete meses para el abono del dividendo del ejercicio precedente⁴. Como consecuencia de este hecho, muchas empresas (en nuestro caso la mayoría de la muestra) acuden a la posibilidad que ofrece la Ley de Sociedades Anónimas (LSA) de abonar un dividendo a cuenta, pues supone una rentabilidad más acorde con el tiempo en el que se mantiene la inversión⁵.

El importe del dividendo a repartir entre los socios ha sido tomado de las Cuentas Anuales de cada entidad⁶, diferenciando el reparto de dividendos a cuenta y las fechas de abono para su posterior actualización, aspecto este último no facilitado en la mayoría de los casos en estos documentos contables y para lo que tuvimos que recurrir a la Información Financiera solicitada por la Bolsa en la que cotizan las entidades. Las entidades más estables con relación al dividendo por acción otorgado en el período de estudio han sido Acesa y Dragados (véase **anexo, tabla A.1**).

Además, se ha tenido en cuenta, por un lado, si existían diferentes dividendos entre acciones de la misma clase, como consecuencia de diferentes valores nominales o su desembolso, no existiendo ningún caso en la muestra seleccionada y, por otro, la posible coexistencia de diferentes clases de acciones que otorguen diferentes dividendos a cada una. En este último caso hay que señalar que en el conjunto de empresas analizadas en este trabajo sólo existen acciones ordinarias, a excep-

⁴ Este hecho es más acusado en el caso de Cortefiel en el que para este estudio se tomaron las Cuentas Anuales cerradas en febrero de un año no como representativas del año correspondientes a la fecha efectiva de cierre, sino como representativas del año anterior para equipararlas en dimensión temporal con el resto.

⁵ Únicamente no utilizan este mecanismo, en ninguno de los años, Campofrío, Sol Meliá y Tramediterránea. Destacan por el motivo contrario, es decir, por abonar varios dividendos a cuenta en un mismo ejercicio [entendiendo éstos como aquellos abonados previamente a la celebración de la Junta General de Accionistas (JGA) para la aprobación de los Estados Financieros], el Banco Popular Español y Zardoya Otis, con una política de pago de dividendos trimestral, seguidos de Acerinox, que los paga de forma trimestral o cuatrimestral, dependiendo del año.

⁶ Únicamente destacar el caso de Zeltia, en el que la propuesta que figura en sus Estados Financieros, supuestamente aprobados, es posteriormente modificada, tal y como se ha podido verificar tanto por la información que sobre este aspecto deben entregar a la Bolsa, así como en el movimiento detallado en la Memoria de los fondos propios del ejercicio posterior.

ción de Dragados, que cuenta desde el inicio del período de estudio con acciones privilegiadas, no obstante, su privilegio se centra en una prioridad en caso de liquidación de la sociedad, con lo que no afecta al dividendo. También existen acciones rescatables (Campofrío desde el año 2000), sin embargo este hecho no afecta al dividendo.

Con respecto al dividendo otorgado en función del valor nominal de la acción destaca por su alto valor el Banco Popular Español, superando todos los años el 100 por 100 (véase **anexo, tabla A.2**).

2.1.3. Utilización de las reservas para la creación de valor.

Con respecto al uso que puede hacerse de las reservas, y dentro del contexto de su repercusión con respecto al aumento (o disminución) de valor para el accionista, diferenciamos dos apartados: distribución de reservas como pago al socio y aplicación de reservas como compensación de gastos y pérdidas.

a) Distribución de reservas. Las reservas de libre disposición pueden ser objeto de distribución a los accionistas, existiendo dos alternativas en función de lo analizado en nuestra muestra de empresas:

- En la aplicación del resultado como dividendo, junto con el beneficio del ejercicio actual.
- En la aplicación directa de reservas para su distribución. En el caso de usarse la prima de emisión de acciones, algunas empresas lo denominan en la Memoria como «devolución de prima de emisión».

En ambos casos supone un incremento del valor para el accionista, pues es una remuneración más o percepción líquida para éste, tanto en el cómputo global como en el particular.

Hay que resaltar que la aplicación de reservas de esta forma, realizada por seis entidades de la muestra (véase **tabla 3**), puede constituir un mecanismo para mejorar o mantener la imagen empresarial, así en épocas desfavorables en las que el beneficio no ha sido el esperado, se pueden utilizar para mantener la remuneración a los accionistas; de la misma manera que en caso contrario, habiendo obtenido un beneficio superior al estimado, se acumularía en la empresa en vez de darle salida, en previsión de la primera situación señalada. En este último caso, y aunque beneficia al accionista por ser riqueza empresarial, éste no recibe de forma líquida ninguna remuneración. La única excepción sería que este acto fuera recogido por el mercado como un hecho positivo, dándole reflejo en la cotización, y que el accionista decida vender su participación haciendo efectivo ese incremento de valor (sin embargo, para ello debe desprenderse de la acción perdiendo su condición de socio).

TABLA 3. Remuneración al accionista utilizando reservas de libre disposición.

| Entidad | Año | Reserva utilizada | Denominación ofrecida en la Memoria |
|------------|----------------------|--|--|
| ACX | 1997 1998 2001 | Prima de emisión | Devolución de aportaciones de prima de emisión. (No figura como dividendo en Bolsa) |
| ALT | 1999 2000 | Reserva voluntaria Prima de emisión | Base de reparto de dividendo Dividendo único con cargo a la prima de emisión |
| BPE | 1998 | Prima de emisión | Distribución parcial de reservas por prima de emisión de acciones. (No figura como dividendo en Bolsa) |
| RPS | 1999 | Reserva voluntaria | Base de reparto de dividendo |
| ZOT | 1997 | Reserva voluntaria | Dividendo con cargo a la reserva voluntaria |
| ZEL | 1997 2001 | Prima de emisión | Devolución de prima de emisión |

b) Aplicación de reservas como compensación de gastos y pérdidas. Nos referimos ahora a una operación perjudicial para el accionista, como es la aplicación de reservas como compensación de gastos generalmente de carácter extraordinario, de forma directa (obviando el registro del gasto y reduciendo directamente el saldo de la reserva) o indirecta (registrando en primer lugar el gasto, para posteriormente compensarlo mediante una aplicación o cargo en reservas contra ingresos).

A pesar de que es una operación que no debería producirse, pues con ello se incumple la normativa contable vigente, se ha observado que alguna de las empresas analizadas, nueve, la ha llevado a cabo en el período de estudio. Todas ellas presentaron su informe de auditoría con salvedades.

En la **tabla 4** se recogen las entidades que realizaron esta operación, así como el año en que la efectuaron y su justificación (obtenida de la Memoria) ⁷.

⁷ Sin embargo, y como consecuencia de la imposibilidad de medir este efecto negativo para el accionista ya que no existe información y datos suficientes al respecto, estas operaciones han sido obviadas en la práctica, salvo en lo que se refiere a la interpretación final que se hace de los resultados.

TABLA 4. Operaciones realizadas perjudiciales para el accionista y tipo de opinión del Informe de Auditoría.

| Entidad | Año | Aplicación de reservas | Origen | Informe auditor |
|---------|------|------------------------|---|-----------------|
| ALT | 1998 | Indirecta | Expediente de regulación de empleo | Salvedades |
| CMP | 2001 | Directa | Reestructuración de compañías | Salvedades |
| CTF | 1996 | Indirecta | Reestructuración de una de sus fábricas | Salvedades |
| DRA | 1996 | Indirecta | Reestructuración de su organización | Salvedades |
| | 1999 | Indirecta | Amortización anticipada del Fondo de Comercio Consolidado | Salvedades |
| | 2000 | Indirecta | Amortización anticipada del Fondo de Comercio Consolidado | Salvedades |
| TLF | 1998 | Indirecta | Proceso de redimensionamiento y organización | Salvedades |
| | 1999 | Indirecta | Proceso de redimensionamiento y organización | Salvedades |

2.2. Elementos diferenciadores: operaciones de capital.

Diferenciamos dos clases de operaciones: aquellas que tienen como finalidad un incremento de la cifra de capital y, el caso contrario, cuando el objeto es su reducción. Ambas a su vez, pueden clasificarse según el procedimiento utilizado, es decir, si se realiza por modificación del valor nominal de los títulos existentes o, por el contrario, mediante nueva emisión de acciones o amortizaciones de parte de las existentes. Además, en algunas ocasiones será necesario analizar la operación en función de cuál es la contraprestación recibida (ampliaciones de capital) o la finalidad de la misma (reducción de capital).

2.2.1. Ampliaciones de capital.

2.2.1.1. Ampliación de capital por elevación del valor nominal.

De éstas, únicamente inciden en el cálculo del aumento (o disminución) de valor aquellas que requieren aportación directa del socio (no liberadas).

En el tiempo de estudio analizado se han llevado a cabo varias ampliaciones de capital por elevación del nominal (en cinco de las entidades), todas ellas como consecuencia de la redenominación del capital social a euros y el consiguiente redondeo (en decimales) del valor nominal de las

acciones, teniendo como contrapartida reservas de libre disposición⁸. Alguna empresa, como es el caso de Campofrío (1998), realizó esta operación previamente a la redenominación, para que al efectuar el cambio a euros supusiera ya una cifra más o menos manejable.

No hay ningún caso de ampliación de valor nominal con aportación por parte del accionista, operación, por otro lado, constitutiva de una reducción del valor para el accionista, tanto si se determina de forma global o general, como de manera particular.

2.2.1.2. Ampliación de capital por emisión de acciones.

De todas estas operaciones posibles y en el período de estudio, la única que no se ha realizado ha sido la ampliación de capital para compensación de deudas. La conversión de obligaciones en acciones se ha dado exclusivamente en Telefónica y en varios años, aunque existen obligaciones convertibles en otras empresas, como Repsol y Sol Meliá, o en su caso, autorización para su emisión pero en años posteriores a los comprendidos en el estudio realizado. A excepción del Banco Popular Español, Dragados, Trasmediterránea y Uniland Cementera, el resto de entidades ha realizado en algún año una emisión de nuevas acciones.

En el supuesto de ampliación de capital por emisión de nuevas acciones, ya sea liberada o no, debe evaluarse el efecto que puede originar sobre el aumento (o disminución) de valor del accionista a nivel particular, y que es consecuencia del efecto dilución que sufre el valor de las acciones ante un incremento del número de éstas y las reservas o riqueza existentes en la empresa en el momento de la ampliación. Este efecto, perjudicial para los accionistas existentes antes de la ampliación, suele ser compensado por la existencia del derecho preferente (de suscripción o en su caso derecho de asignación gratuita) y con el establecimiento de una prima de emisión para las nuevas acciones, en cuyo caso dicho efecto no se produce, o lo hará pero en menor medida. Así, para todos los casos mencionados de ampliación de capital se ha determinado el posible efecto dilución, y se han definido diferentes casos con relación a las posibilidades de actuación (respecto al derecho preferente) que tendría un accionista particular (para el antiguo, su ejercicio o venta y, en su caso, pérdida, y para el nuevo, su necesidad o no de adquisición previa).

En el caso de determinar la creación de valor para el accionista de forma global estas operaciones, siempre que no sean con cargo a reservas, constituirían un ajuste negativo igual al valor de la aportación realizada a la entidad. En otras palabras, el aumento (o disminución) de valor para el accionista en general de la empresa no se ve afectado por la ampliación de capital liberada, aspecto que sí se va a tener en cuenta, por las razones señaladas, a nivel particular de cada accionista.

Analizamos a continuación estas operaciones en función de la contraprestación de la ampliación.

⁸ En términos absolutos la elevación de nominal más alta en la muestra se produce en el Banco Popular (0,25 €).

A) Ampliación de capital liberada.

Una ampliación de capital con cargo a reservas o beneficios puede ser total o parcialmente liberada. En nuestro estudio, se ha verificado que todas las empresas que han realizado esta operación lo han hecho con cargo a reservas de forma íntegra (no siempre de libre disposición, aunque es la más común, también legal y reserva de revalorización).

Por otro lado, hay que recordar que en el caso que nos ocupa, ampliación de capital por emisión de acciones totalmente liberada, existe para los antiguos accionistas y poseedores de obligaciones convertibles el derecho preferente de asignación (DPA) respecto de las nuevas acciones. Éste es además un valor negociable que puede transmitirse en el mercado, de la misma manera que el derecho preferente de suscripción (DPS), aspecto que habrá que tener en cuenta a la hora de estudiar las diferentes posibilidades de un accionista particular.

La ampliación de capital liberada es señalada por algunas empresas en sus Cuentas Anuales como una remuneración para sus socios. Esta postura se justifica en el hecho de ser un activo en manos del accionista (la acción recibida) que, además de tener ventajas fiscales, tienen la posibilidad de convertirse en liquidez cuando consideren oportuno mediante su venta en el mercado. Así, Telefónica en su Informe de Gestión anuncia que la Junta General Extraordinaria de junio de 1998 acordó una nueva política de búsqueda de vías de retribución al accionista alternativas al reparto de dividendos. En base a esta política, llevó a cabo varias ampliaciones de capital con cargo a reservas libres, reconociendo en ellas el derecho de asignación gratuita proporcional a favor de los accionistas. Estas ampliaciones empezaron a ser efectivas a partir de 1999 y se repitieron en los años siguientes. En los informes al accionista de Telefónica de estos años se señala como un componente más, junto con el dividendo, de la rentabilidad del inversor.

Si bien, el accionista recibe en estas operaciones, sin desembolsar nada, una acción nueva (o las que estén establecidas en la operación de ampliación), no hay que olvidar que las reservas que se utilizan no son más que aquellos recursos que el accionista no recibió en su día vía dividendo, o bien, en el caso de la prima de emisión, que fue una aportación que hizo el socio y que ahora se devuelve. La única excepción se produce en el caso de la reserva de revalorización, que no procede de resultados.

Las empresas (en total cinco) que han realizado ampliaciones de capital emitiendo acciones totalmente liberadas en el período de estudio, así como las reservas utilizadas para ello, figuran en la **tabla 5**.

TABLA 5. Reservas aplicadas para ampliaciones de capital totalmente liberadas (1994-2001).

| | Reservas libre disposición | | Reservas indisponibles | |
|-------------|----------------------------|------------------------------|------------------------|---------------------------|
| | Reserva voluntaria | Prima de emisión de acciones | Reserva legal | Reserva de revalorización |
| 1994 | ZOT | | ACS | |
| 1995 | ACX ZOT | ACX | ACS | |
| 1996 | ACX ZOT | | ACS | |
| 1997 | ACX ZOT | | ACS | |
| 1998 | ACX ZOT | | ACS | |
| 1999 | ACX ZOT ZEL | ZEL | ACS | TLF |
| 2000 | | | | ACS ZOT |
| 2001 | TLF | ZEL | | ACS ZOT |

Tanto Acesa como Zardoya Otis han llevado a cabo ampliaciones liberadas todos los años, desde 1994 a 2001, sin embargo, ninguna de ellas lo señala como una política empresarial tradicional o a mantener, ni su causa.

Por último, destacar que Telefónica cuando ha llevado a cabo este tipo de operación lo ha hecho más de una vez en un mismo ejercicio, así en el año 1999 realiza tres ampliaciones de capital liberadas, todas ellas, con cargo a la reserva de revalorización, y en 2001, otras dos, esta vez con cargo a reservas de libre disposición.

B) Ampliación de capital con contraprestación monetaria (aportación dineraria).

Se trata de una práctica empresarial habitual (sobre todo al final del período de estudio), pues responde a la búsqueda de financiación acudiendo al accionista o inversores, presentes o potenciales, y por tanto a fondos propios, hecho que además favorece la imagen de la estructura financiera

de la empresa. En todos los casos analizados (siete entidades) se da un valor de emisión de las nuevas acciones muy superior al valor nominal, con lo que la aportación del nuevo accionista que pretenda entrar en la empresa sería de un importe suficiente como para equipararse con los socios que ya están dentro de la misma, debido a la existencia de reservas en la entidad.

En principio en estas operaciones existe el DPS para los antiguos accionistas y poseedores de obligaciones convertibles, lo cual dará lugar a varias posibilidades, en función de lo que haga el accionista con respecto a su DPS, y respecto a los efectos sobre el valor creado de dicha operación. Sin embargo, se han dado casos (la mayoría) en los que se ha vedado a los accionistas antiguos el DPS por tener estas ampliaciones una finalidad determinada, como la retribución a empleados o directivos de la entidad o permitir la entrada de otras organizaciones en la empresa⁹. Estos supuestos, que limitan el acceso a los antiguos accionistas, pueden ser asimilados a una ampliación de capital para recibir aportaciones no dinerarias, en lo que respecta a su contribución a la creación de valor para el accionista. A nivel individual o particular supone una pérdida del DPS para el antiguo accionista, al que deben renunciar en la JGA. A nivel general o global suponen, en todo caso, una disminución de valor, pues incrementan por un lado el número de acciones y, por otro, los nuevos accionistas realizan desembolsos a la empresa.

C) Ampliación de capital con contraprestación no dineraria.

Esta operación únicamente es posible mediante la emisión de nuevas acciones y se produce normalmente como medio de pago en la compra de otras entidades o con la finalidad de adquirir acciones de otras empresas que conlleven al control de las mismas. A pesar de que existe el DPS, los accionistas y poseedores de obligaciones convertibles deberán renunciar al mismo en la Junta General en la que se aprueba la ampliación¹⁰, por lo que el accionista saldría perjudicado puesto que, además de no poder acudir a la ampliación, no podría vender el derecho. Para compensar esta renuncia, la sociedad debe emitir las nuevas acciones al valor teórico de las antiguas, haciendo así que el nuevo accionista se equipare, en cuanto a reservas se refiere, al antiguo.

A nivel individual (particular) supone una reducción de valor para el antiguo accionista y un ahorro para el nuevo que no precisa del DPS para adquirir acciones de la sociedad.

Para la muestra, las ampliaciones de capital por emisión de acciones con contraprestación no dineraria se han realizado en siete entidades y todas en los últimos tres años del período de estudio, con el objeto de adquirir acciones de otras entidades o por fusiones por absorción.

⁹ Únicamente las ampliaciones de capital realizadas en Acerinox (1994), Sol Meliá (1996) y Zeltia (1998) son puramente dinerarias con DPS.

¹⁰ En el caso de ser una fusión, la LSA establece que no existe el DPS.

D) Ampliación de capital para conversión de obligaciones.

Nos referimos ahora a la emisión de nuevas acciones para llevar a cabo la conversión de obligaciones emitidas con unas condiciones determinadas, entre las que se incluye la posibilidad de transformarlas en acciones de la sociedad. En definitiva, se trata de una operación de conversión de deuda (empréstito) en capital, en la que existe intercambio de títulos negociables, desapareciendo en el mismo acto los títulos de renta fija u obligaciones.

Tanto a nivel global como particular, esta operación produce una disminución del valor para el accionista. A nivel global, supondrá un ajuste negativo por un importe igual al valor efectivo de cambio o valor de emisión de las acciones que van a ser canjeadas.

Desde la perspectiva particular su tratamiento debe ser similar al de una ampliación de capital para recibir aportaciones no dinerarias, puesto que las acciones a emitir tienen una finalidad predeterminada y además por ley se establece la inexistencia del DPS. Así pues, los accionistas antiguos en el caso de darse esta operación tendrán una pérdida de valor por un importe equivalente al DPS, y los nuevos accionistas, anteriores poseedores de obligaciones convertibles, acudirán a la ampliación de capital sin necesidad de DPS (ya los tuvieron en la emisión de las obligaciones).

En nuestra muestra existen obligaciones convertibles en varias empresas, y en otras la delegación en el Consejo de Administración de la capacidad para su emisión. Sin embargo, únicamente se ha dado la conversión, operación que es la que afectaría al aumento (o disminución) de valor para el accionista, en el caso de Telefónica (1998, 1999 y 2000).

Por último y para terminar este apartado, mencionar que se ha revisado si alguna de las entidades de nuestro estudio han realizado en el mismo ejercicio ampliaciones de capital sucesivas, pues, cuando una empresa realiza dos o más ampliaciones de capital consecutivas, las acciones derivadas de una ampliación tienen derecho preferente en las siguientes. A pesar de que en los últimos años, sobre todo, se han llevado a cabo en algunas de las entidades analizadas, la mayoría de las veces ha sido para la adquisición de acciones de otras empresas o ampliaciones de capital en las que se excluía el DPS [Sol Meliá (1999), Repsol (2000), Campofrío (2000), Zeltia (2000) y Telefónica (2000 y 2001)]. Únicamente podría señalarse a Telefónica que, además de las operaciones anteriormente mencionadas (con exclusión del DPS), realizó durante los ejercicios 2000 y 2001 ampliaciones sucesivas de carácter liberado, otorgando, por tanto, a las acciones resultantes de cada ampliación de capital el DPA para la siguiente emisión.

La **tabla 7** muestra las diferentes ampliaciones de capital llevadas a cabo por las empresas de la muestra en el período de estudio. La nomenclatura que hemos utilizado para definir las es la siguiente (véase **tabla 6**):

TABLA 6. Nomenclatura utilizada para identificar ampliaciones de capital realizadas.

| Operación de capital: ampliación de capital | Nomenclatura |
|---|--------------|
| Por elevación del nominal, con aportación de los socios | I |
| Por elevación del nominal, con cargo a reservas | II |
| Por emisión de acciones, con aportación dineraria | III |
| Por emisión de acciones, con cargo a reservas | IV |
| Por emisión de acciones, con aportación no dineraria | V |
| Por emisión de acciones, para conversión obligaciones | VI |

TABLA 7. Ampliaciones de capital realizadas por las empresas en el período de estudio.

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|-------------|------|------|------|------|-----------|--------------|-----------------|------------------------|
| ACX | III | IV | | | | II | III | III |
| ACS | IV | IV | IV | IV | IV | IV | IV | IV |
| ALT | | | | | | V | | |
| BPE | | | | | | II | | |
| CMP | | | | | II | | V III | |
| CTF | | | | | | III | | |
| DRA | | | | | | | | |
| END | | | | | | V | | |
| RPS | | | | | | III | V (3) | |
| SOL | | | III | | | V (2) | V | |
| TLF | | | | | III VI | IV (3) VI | VI (7) V (9) | IV (2) V III (2) |
| TRAS | | | | | | II | | |
| UNL | | | | | | | | |
| ZOT | IV | IV | IV | IV | IV | IV | IV | IV |
| ZEL | | | | | III | IV II | V III (2) | IV |

Nota: entre paréntesis se indica el número de operaciones realizadas.

Como puede observarse las únicas entidades que no han realizado ninguna operación de este tipo son dos: Dragados y Uniland Cementera.

2.2.2. Reducciones de capital.

Una reducción de capital puede ser efectuada bien por minoración del valor nominal, o bien por amortización de parte de las acciones de que se compone su capital, bien sea por adquisición por la empresa de autocartera, bien mediante sorteo de las acciones existentes, o bien por amortización de acciones rescatables.

Normalmente suele ir acompañada de una salida de liquidez, y supone una disminución de la garantía de aquellos que prestaron o financiaron a la empresa, pues se reducen los fondos propios de la entidad, y en concreto la cifra de capital social, aspecto este último que está implícito de forma constante en la regulación de la LSA que, en su afán proteccionista, ofrece el derecho de oposición a los acreedores.

Para la muestra y período considerado, muchas entidades (todas salvo tres) han realizado reducciones de capital, con tres finalidades fundamentalmente: devolución de aportaciones, redenominación del capital social a euros (para incrementar reservas), o bien con el fin de amortizar acciones propias. A continuación analizamos cada una de éstas.

2.2.2.1. Reducción de capital consecuencia de la disminución del valor nominal.

Se ha producido casi siempre como consecuencia de devolución de aportaciones al accionista, y también como consecuencia del redondeo del importe del valor nominal al convertirlo a la moneda única. Revisamos cada uno de estos casos.

A) Reducción de valor nominal para conversión del capital a euros.

Esta operación no tiene efecto sobre el aumento (o disminución) de valor. Se lleva a cabo con abono a reservas de libre disposición, y suelen ser, en importe unitario, por acción, de una cuantía poco significativa, pero que en total pueden llegar a una cifra considerable.

Comentar además, con relación al redondeo en euros, que se ha producido con más frecuencia esta operación (nueve entidades) que la de ampliar el valor nominal (cuatro entidades); su período de ejecución ha sido el intervalo 1999-2001, siendo lo más frecuente en 1999. Además, es común (en cinco entidades) el uso de esta operación junto con el desdoblamiento de acciones, *split*, incluso en un mismo acto, con la finalidad de conseguir una cifra de valor nominal en euros con el menor número de decimales posibles. En términos absolutos y con el objetivo señalado, la reducción de valor nominal más elevada se produce en Zardoya Otis (0,32 €), seguida con la misma cuantía en Acesa y Repsol (0,005 €). En términos relativos sigue destacando, en primer lugar y con un mar-

gen muy elevado, Zardoya Otis (76,23%) y en segundo lugar Campofrío (0,37%). Para el resto de entidades la minoración del valor nominal gira alrededor de un 0,17 por 100, a excepción de Uniland Cementera con una variación mínima, 0,002 por 100 (véase **anexo, tabla A.3**).

B) Reducción de valor nominal con devolución de aportaciones.

La empresa puede realizar la devolución de las aportaciones realizadas anteriormente por el socio, en cuyo caso cabría pensar que dentro de estas devoluciones podría encuadrarse también la distribución de reservas (vista previamente). Sin embargo, salvo cuando se trata de la prima de emisión de acciones, el resto de reservas de libre disposición no ha constituido una aportación directa del accionista ¹¹, sino indirecta, con origen en una menor percepción de dividendos en ejercicios anteriores. Por otro lado, la prima de emisión, en el caso de ser objeto de reparto, puede entenderse igualmente que no se trata de una devolución de aportaciones, pues ésta no tiene por qué realizarse a los accionistas que suscribieron las acciones con prima originariamente, pudiendo existir además accionistas que no aportaron tal prima porque al adquirir la acción en un mercado de negociación, el valor de cotización puede ser superior o inferior al valor nominal.

Así pues, la operación que nos ocupa, la devolución de valor nominal, sería la única que puede considerarse como devolución de aportaciones. La incidencia de ésta sobre la creación de valor tanto a nivel global, o para todo accionista de la empresa, como a nivel concreto de cada uno de ellos, es de carácter positivo, incrementando su valor. Además, en el caso de hacerse con cargo al beneficio del ejercicio, conlleva una ventaja añadida, pues no se considera plusvalía y, por tanto, no tributa, lo que no ocurre con los dividendos percibidos.

Únicamente tres entidades han llevado a cabo una minoración del valor nominal con devolución de aportaciones, todas ellas a partir del año 1996. Señalar además que es una operación que no se ha realizado una única vez durante el período de estudio, destacando el caso de Zeltia, no sólo por su frecuencia (en cuatro años diferentes), sino porque además, en el año 1999, efectuó dos reducciones (en total suman cinco disminuciones con devolución) y porque realizó la devolución de aportaciones más elevada en términos relativos (28,57% en el año 2000).

En la **tabla 8** hemos recogido la evolución del valor nominal de las entidades de la muestra durante el período estudiado, antes (en pesetas y con letra normal) y después de la conversión (en euros y en cursiva). Además se ha diferenciando el efecto de los *splits* realizados (señalándolos en celdas sombreadas en gris) de las reducciones de valor nominal (que figuran en negrita). Estas últimas fueron con devolución de aportaciones a los socios, y por tanto tratadas como un incremento del valor creado para el accionista en Acerinox, Zardoya Otis (a excepción de la realizada en el año 2000 ¹²) y Zeltia.

¹¹ Se exceptúa en todo caso la reserva de revalorización (RDL 7/1996), la cual, en primer lugar, no será disponible hasta primeros de 2007 y, segundo, por no surgir ni de beneficios ni de reservas libres.

¹² En el año 2000 Zardoya Otis realizó, tras su aprobación en la JGA, una reducción de capital por un importe considerable (0,42 € por acción, cerca de 44 millones de € en total) que no condujo a una devolución de aportaciones para los socios. La operación se produjo con cargo a reservas voluntarias seguido de una reducción de la reserva legal (presuntamente en cumplimiento de lo establecido en la LSA en lo referente a su límite sobre la cifra de capital).

TABLA 8. Evolución del valor nominal de las quince empresas. *Split* y reducciones de nominal.

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | | | | 2000 | 2001 | |
|------|-------|-------|-------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| ACX | 1.000 | 1.000 | 1.000 | 900 | 800 | 160 | <i>1,00</i> | | | | <i>1,00</i> | <i>1,00</i> | |
| ACS | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | | | | <i>3,00</i> | <i>3,00</i> | |
| ALT | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 100 | 100 | | | | <i>100</i> | <i>0,60</i> | |
| BPE | 500 | 500 | 500 | 500 | 125 | 125 | <i>1,00</i> | | | | <i>0,50</i> | <i>0,50</i> | |
| CMP | 1.000 | 1.000 | 1.000 | 1.000 | 500 | 167 | <i>1,00</i> | | | | <i>1,00</i> | <i>1,00</i> | |
| CTF | 100 | 100 | 100 | 100 | 50 | 50 | <i>0,30</i> | | | | <i>0,30</i> | <i>0,15</i> | |
| DRA | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | <i>1,00</i> | | | | <i>1,00</i> | <i>1,00</i> | |
| END | 800 | 800 | 800 | 800 | 200 | 200 | <i>1,20</i> | | | | <i>1,20</i> | <i>1,20</i> | |
| RPS | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | <i>1,00</i> | | | | <i>1,00</i> | <i>1,00</i> | |
| SOL | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | <i>0,20</i> | | | | <i>0,20</i> | <i>0,20</i> | |
| TLF | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | <i>1,00</i> | | | | <i>1,00</i> | <i>1,00</i> | |
| TRAS | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | <i>3,01</i> | | | | <i>3,01</i> | <i>3,01</i> | |
| UNL | 1.000 | 1.000 | 1.000 | 1.000 | 1.000 | 1.000 | 1.000 | | | | <i>1,000</i> | <i>6,01</i> | |
| ZOT | 1.000 | 1.000 | 1.000 | 1.000 | 900 | 180 | 160 | 140 | | 70 | | <i>0,10</i> | <i>0,10</i> |
| ZEL | 1.000 | 1.000 | 1.000 | 900 | 900 | 775 | 155 | <i>1,00</i> | <i>0,99</i> | <i>0,33</i> | <i>0,28</i> | <i>0,07</i> | <i>0,05</i> |

| | |
|----------------|------------------------------|
| negrita | Reducciones de valor nominal |
| | <i>Split</i> |

| | |
|----------------|--------------------------|
| normal | Valor nominal en pesetas |
| <i>cursiva</i> | Valor nominal en euros |

Con respecto a la **tabla 8** hay que observar que pueden darse de forma combinada las opciones señaladas en su parte inferior, así por ejemplo Zeltia, en el año 1996, realizó una reducción de valor nominal cuando éste estaba expresado en pesetas, mientras que en el año 2000 realizó dos operaciones sobre el nominal ya convertido a euros, la primera un *split* y la segunda una reducción de su valor.

2.2.2.2. Reducción de capital por amortización de acciones.

La únicas operaciones realizadas de este tipo han sido como consecuencia de la amortización de acciones propias adquiridas previamente por la entidad. Como ya señalamos, existen acciones rescatables en algunos casos, sin embargo, en el período de estudio no se ha procedido a su amortización o rescate (en Campofrío el rescate se produciría en 2002).

Dos son las situaciones con relación a los efectos en el aumento (o disminución) de valor para el accionista: una, la adquisición (y tenencia) de autocartera y, otra, la de su amortización. La simple adquisición por parte de la empresa de sus propias acciones no supone en sí una variación en la creación de valor para el accionista en general, ya que los títulos pueden volver a ser puestos en circulación y seguir, por tanto, en manos de otros accionistas. Sin embargo, a nivel particular sí puede entenderse, desde el punto de vista del accionista que ha vendido su acción a la empresa, como una renta más, pero no hay que olvidar que este importe no supone una remuneración, sino que es la recuperación de la inversión realizada tiempo atrás. Además, hay que tener en cuenta que, por un lado, este inversor deja de ser propietario en lo referente a la acción de la que se ha desprendido y, por otro, que el importe que ha obtenido es equivalente al valor que puede obtener cualquier accionista en el caso de decidir la venta de sus acciones. Así que, aunque podrían diferenciarse dos tipos de accionistas, en función de si venden o no sus acciones a la empresa, no se ha tenido en cuenta a la hora de realizar este estudio, por las razones anteriormente indicadas ¹³.

Si nos centramos ahora en la amortización de las acciones propias, este hecho supone una disminución de las acciones en las que se divide el capital, lo que requerirá un ajuste a la hora de calcular el aumento (o disminución) de valor para el accionista desde el punto de vista global, puesto que desde esta perspectiva se entiende que se compra a todos los accionistas. Consecuentemente, se produce un aumento o incremento del valor por un importe equivalente al precio de adquisición de la autocartera ¹⁴ (valor que se supone es el precio de mercado en el momento de la compra). Desde el punto de vista individual o particular, únicamente cabría la posibilidad de considerar a aquel accionista que ha vendido sus títulos a la empresa, sin embargo, hemos optado por no tenerlo en cuenta por las mismas razones indicadas en el caso de tenencia de autocartera.

A pesar de que muchas empresas efectúan operaciones de compraventa de autocartera con diferentes finalidades, esta operativa de manejar, en los límites permitidos legalmente, las acciones en circulación, no tiene por qué conllevar necesariamente a la tenencia al cierre de ejercicio de acciones propias. Igualmente, no todas las empresas que tienen en cartera sus propias acciones proceden a su amortización, de hecho, normalmente cuando pretende realizarse esta reducción, las acciones son compradas, y ya calificadas con esa intención. Destacar el caso del Banco Popular Español ya que, por un lado, en la mayoría de los años compra y vende acciones propias sin mantenerlas al cierre de ejercicio, y también porque es la entidad que más reducciones de capital mediante amortización de acciones propias ha realizado en el período de estudio. Las empresas que han reducido capital de esta forma, a excepción de Dragados y el Banco Popular Español, mantenían autocartera al cierre del ejercicio anterior al de la operación, sin embargo, en su mayoría, por un importe inferior al posteriormente amortizado, con lo que es de suponer que parte de las acciones reducidas fueron adquiridas durante el ejercicio.

¹³ A la que hay que añadir la falta de información al respecto, pues sería necesario conocer la fecha en la que se hizo la adquisición de la autocartera para poder comparar con el valor de mercado en ese momento, y determinar así si supuso una creación de valor para el accionista que abandona la empresa.

¹⁴ El importe que se ha deducido a la hora de la aplicación práctica a la muestra considerada en nuestro estudio ha sido el importe extraído de las Cuentas Anuales de la propia empresa.

Por su parte, la entidad que más ha reducido en términos relativos el capital mediante autocartera fue Endesa en 1998, con una amortización de acciones que representaban un 8,79 por 100 del capital social existente en el momento de la operación. Le siguen Altadis en el año 2000, y el Banco Popular Español en 1997, con unos porcentajes de 4,89 por 100 y 4,17 por 100 respectivamente.

En la **tabla 10** se muestran las reducciones de capital realizadas por las entidades de la muestra en el período de estudio, definiendo cada operación con las siguientes nomenclaturas (véase **tabla 9**):

TABLA 9. Nomenclatura utilizada para identificar las reducciones de capital realizadas.

| Operación: reducción de capital | Nomenclatura |
|---|--------------|
| Por disminución del valor nominal con devolución aportaciones | VII |
| Por disminución del valor nominal con abono a reservas | VIII |
| Por amortización acciones propias (autocartera) | IX |

TABLA 10. Reducciones de capital realizadas por las empresas en el período de estudio.

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------|------|------|------|------|------|---------|------|------|
| ACX | | | VII | VII | | | | |
| ACS | | | | | | | VIII | |
| ALT | | | | | | | IX | VIII |
| BPE | | | | IX | | IX | | |
| CMP | | | | | | VIII | | |
| CTF | | | | | | VIII | | IX |
| DRA | | IX | | | | VIII | | |
| END | | | | | IX | VIII | | |
| RPS | | | | | | VIII | | |
| SOL | | | | | | VIII | | |
| TLF | | | | | | VIII | | |
| TRAS | | | | | | | | |
| UNL | | | | | | | | VIII |
| ZOT | | | | VII | VII | VII | VIII | IX |
| ZEL | | | VII | | VII | VII (2) | VII | |

Nota: entre paréntesis se indica el número de operaciones realizadas.

Tal y como muestra la **tabla 10**, de toda la muestra y en el período analizado, únicamente Trasmediterránea no ha realizado ninguna reducción de capital.

3. ESQUEMA DEL CÁLCULO APLICADO

Para determinar la creación de valor para el accionista se requiere la estimación previa de la cuantía de determinados componentes incluidos en su formulación, como son los dividendos y los derechos preferentes de suscripción, o en su caso de asignación cuando la operación sea totalmente liberada, y la rentabilidad exigida por el accionista. Mientras que los cálculos del primero y tercero serán válidos tanto a nivel particular como general, los derechos preferentes sólo serán tenidos en cuenta en el caso de determinar el valor creado para un accionista particular, puesto que a nivel global o general no se observan las diferentes opciones que éste puede tomar.

3.1. Actualización de dividendos.

La percepción de dividendos por el accionista, al igual que cualquier otra remuneración monetaria, es un componente esencial en la creación de valor ¹⁵. Al incluirlos en el cómputo bajo el criterio de devengo (tanto a nivel global como particular) se hace necesaria la actualización de aquellos dividendos hechos efectivos en un momento posterior al período económico objeto de cálculo. Para ello, se ha tomado como fecha de referencia la del cierre de ejercicio del que calculamos el aumento (o disminución) de valor y como tasa de actualización se ha utilizado el tipo de interés o rentabilidad libre de riesgo, entendida ésta como la rentabilidad ofrecida en el período de pago por las obligaciones del Estado con vencimiento a diez años (véase **tabla 11**).

TABLA 11. Tipo de interés anual de las obligaciones del Estado (vencimiento diez años).

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Interés anual | 8,28% | 11,38% | 9,95% | 7,00% | 5,64% | 4,08% | 5,37% | 5,20% | 4,97% | 4,60% |

Sin embargo, en principio parecería lógico pensar que los dividendos a cuenta, frecuentes en la mayoría de las empresas, no precisan ser actualizados, pues se pagarían en una fecha previa a la finalización del ejercicio. Pero en muchos casos no es así, sobre todo cuanto más se prorratee el pago

¹⁵ No tanto por su cuantía en muchos casos, sino por suponer un hecho más frecuente que la devolución de aportaciones.

del dividendo, puesto que hasta que no se apruebe por la JGA el reparto previsto (plazo máximo de seis meses a contar desde el cierre del ejercicio), todo importe distribuido al accionista por este concepto se entiende realizado «a cuenta».

Hemos considerado para la actualización, a excepción del caso de Zardoya Otis ¹⁶, meses naturales enteros y no días, pues en muchos casos la fecha exacta de pago del dividendo no es proporcionada en las Cuentas Anuales (de hecho en numerosas ocasiones ha sido necesario recurrir a la información de la Bolsa). La actualización más variable ha sido la de Acerinox, como consecuencia de la gran variación tanto del número de pagos como de fechas de abono.

La mayoría de las entidades dividen el abono del dividendo en dos, dando un dividendo a cuenta durante el ejercicio en cuestión y un dividendo complementario tras su aprobación por la JGA, siendo este último el que debe actualizarse, normalmente en un plazo de cinco o seis meses, tal y como se ha podido observar en la muestra del estudio. Esto, por otro lado, hace pensar que las empresas en general aprueban las Cuentas Anuales, y con ellas el reparto del beneficio en los últimos meses del plazo legal establecido para ello.

Por último, señalar que aunque anteriormente se ha comentado la necesidad (en línea con el criterio de devengo) de actualizar la remuneración percibida por el accionista fuera del ejercicio al que corresponde, esta acción se reduce únicamente a los dividendos, pues en el caso de reparto de prima de emisión o reducción de valor nominal con devolución de aportaciones, se considera realizada durante el propio ejercicio del que se calcula el aumento (o disminución) de valor, con lo cual no ha sido necesario su actualización.

3.2. Determinación del valor de los derechos preferentes.

Diferenciamos, por un lado el DPS, surgido en ampliaciones de capital no liberadas y, por otro, el DPA, denominación utilizada para hacer referencia al derecho preferente en el caso de ser una ampliación de carácter liberada. La estimación de ambos es únicamente aplicable a la perspectiva particular.

- El DPS se configura como una forma de compensar al antiguo accionista del perjuicio que supone la entrada de nuevos inversores en posteriores ampliaciones de capital. Otro objetivo de su existencia sería que ese antiguo accionista mantenga la cuota de participación en la sociedad o su porcentaje al voto. Debido a ese doble fin, se dice que el DPS es un derecho mixto (con carácter económico y político). No obstante, existen diversas situaciones en las que no hay DPS, bien por renuncia en la JGA o porque la Ley establezca su pérdida. En los casos en los que quede excluido el DPS, el accionista saldría perjudicado, si bien es cierto que en el caso de pérdida por Ley, este hecho está justificado por el objeto de la operación.

¹⁶ La fecha de pago se realiza siempre a mediados de mes.

Si existe derecho preferente el accionista antiguo tendrá dos posibilidades:

- Ejercitarlo acudiendo a la ampliación y, por tanto, incrementando su número de acciones, que en un futuro le podrán reportar dividendos, o
- Venderlo, pues es transmisible, y obtener de forma líquida lo que se entiende hubiera perdido por la entrada de nuevos accionistas a formar parte del patrimonio social.

Como podemos observar, en el caso de existir el derecho es necesario estimar su importe para incluirlo en la determinación del aumento (o disminución) de valor para el accionista a nivel particular, y diferenciar además las posibles actuaciones del mismo.

De todos los valores ¹⁷ que pueden otorgarse al DPS (y que son extensibles al DPA) se ha optado por utilizar el valor teórico del derecho, uno de los métodos más comunes en la práctica, puesto que muchos de los datos requeridos para poder utilizar el resto no están disponibles y porque la creación de valor tiene como uno de sus componentes básicos la cotización. Así, el valor del derecho preferente es igual a la diferencia de cotización de las acciones existentes antes y después de la ampliación, en otras palabras, sería el equivalente al efecto dilución que se produce en el título con ocasión de la ampliación de capital.

$$DPS = Cot_{a\Delta K} - Cot_{d\Delta K} \quad (4)$$

Donde:

$Cot_{a\Delta K}$: es el valor de cotización de una acción existente antes de la operación de ampliación de capital. Es, por tanto, el valor de mercado de una acción antigua.

$Cot_{d\Delta K}$: es el valor de cotización de una acción tras la ampliación de capital, momento en el que conviven acciones antiguas y nuevas. Este valor se estima como una media ponderada del valor de las acciones ya existentes y el valor de emisión de los títulos nuevos [ecuación (5)].

$$Cot_{d\Delta K} = \left[\frac{(Cot_{a\Delta K} \cdot A) + (VE \cdot N)}{A + N} \right] \quad (5)$$

Siendo:

A: número de acciones antiguas.

VE: valor de emisión de las nuevas acciones a desembolsar.

N: número de acciones nuevas, surgidas de la ampliación.

¹⁷ Para un estudio más detallado de estos métodos consultar GALLEGO *et al.* (2000).

Con respecto a esta formulación hay que hacer varias matizaciones, la primera es que la cotización previa a la ampliación de capital ($Cot_{a\Delta K}$) se ha estimado como media de los valores de mercado en los días precedentes a dicha operación, tomando como período de cálculo el trimestre anterior a la fecha de la misma. La razón de no utilizar la cotización del día antes de la ampliación se debe a la falta, en muchos casos, de la fecha exacta de la operación o de su anuncio y, por tanto, del momento en el que el mercado descontaría la operación. Además, se han dado casos en los que a pesar de que las Cuentas Anuales ofrecen una fecha, ésta luego no coincide exactamente con la información remitida a Bolsa sobre este aspecto (Campofrío por ejemplo con varias operaciones llegando incluso a darse en ejercicios diferentes en función de dónde sea tomada la información).

La segunda puntualización se refiere al valor de cotización tras el incremento de capital ($Cot_{d\Delta K}$), valor que al tener carácter histórico el estudio que se realiza, se podría haber obtenido del mercado, sin embargo, se considera que es un dato que el accionista desconoce *a priori* y que la estimación realizada es una aproximación válida. A lo que hay que añadir, como ya se ha mencionado, que no se conoce el momento exacto en el que el mercado descuenta la ampliación de capital, aspecto que queda fuera de este trabajo.

Por otro lado, ya se comentó que el DPS se calculará también en todos los casos de ampliación de capital, a pesar de su exclusión. Así pues, en estos casos en los que no hay DPS, se calcula de la misma forma que para ampliaciones de capital dineraria; únicamente se hace necesario el cálculo de la relación de acciones nuevas por antiguas, puesto que no es un dato que se haga constar en muchas ocasiones en la Memoria. Para su determinación simplemente se ha calculado la proporción que representan las nuevas acciones sobre las antiguas, realizando el cómputo en importes totales¹⁸ tal y como se muestra en la **ecuación (6)**:

$$\text{Proporción ampliación} = \frac{A}{N} \quad (6)$$

- El DPA surge en ampliaciones de capital totalmente liberadas, con cargo a beneficios o reservas. Su determinación ha sido realizada del mismo modo que el DPS, es decir, como diferencia entre la cotización antes y después de la operación de capital [**ecuación (7)**].

$$DPA = Cot_{a\Delta K} - Cot_{d\Delta K} \quad (7)$$

¹⁸ En el caso de obtenerse en esta relación decimales es como consecuencia de hacer el cálculo para una única acción nueva. Lógicamente, en la práctica en una ampliación de capital, por ser las acciones títulos indivisibles, sería un mayor número de acciones nuevas para obtener un número exacto de acciones antiguas, siendo la proporción, en cualquier caso, la misma.

Ahora bien, el valor de cotización de una acción tras la ampliación de capital ($Cot_{d\Delta K}$), a pesar de ser estimado igualmente como una media, queda reducido de forma significativa pues el valor por el que se introducen las acciones liberadas en el cómputo es su valor de emisión a desembolsar, y éste es nulo. Así pues, quedaría como figura en la **ecuación (8)**:

$$Cot_{d\Delta K} = \left[\frac{(Cot_{a\Delta K} \cdot A)}{A + N} \right] \quad (8)$$

Igual que en el caso anterior, la cotización previa a la ampliación liberada ha sido determinada como media del trimestre anterior a la misma.

En la mayoría de las empresas ha sido necesario realizar este tipo de cálculos, bien para fijar el valor del DPS, o bien del DPA. A pesar de que la formulación ha sido considerada correcta, se han dado casos, los menos, en los que el resultado de la estimación no ha sido el esperado. El valor de los derechos preferentes se supone que debe ser positivo, es decir, tener un valor económico, puesto que su función es proteger al antiguo accionista de la entrada de los nuevos y de una supuesta bajada de la cotización tras la ampliación de capital. Sin embargo, a pesar de que en la mayoría se ha obtenido un valor positivo, se han dado supuestos en los que los derechos preferentes tienen un valor negativo, probablemente porque el valor de emisión de las nuevas acciones ha excedido la posible pérdida de valor de los títulos antiguos. Esta situación sucedió en Repsol en dos años (1999 y 2000) y en Zeltia en uno (2000). En ambos casos con ampliaciones de capital en las que no existe o se excluye el DPS, no dándose en ningún caso con respecto al DPA. A pesar de no tener un sentido económico, y poder ser tomados como nulos, se ha optado por incluirlos en la determinación del aumento (o disminución) de valor para el accionista como componente positivo, ya que si resulta negativo es indicativo de un alto valor de emisión lo cual beneficiaría al accionista antiguo.

Por último, destacar que en la mayoría de las ampliaciones no liberadas llevadas a cabo en el período de estudio (1994-2001) por las empresas que conforman la muestra, ha existido bien exclusión o bien pérdida por Ley del DPS, dando lugar entonces a una minoración del valor para el accionista antiguo.

3.3. Rentabilidad exigida por el accionista.

Para medir realmente la creación de valor no basta con determinar la rentabilidad de éste, sino que hay que observar la superación de las expectativas previstas, añadiendo al incremento (o disminución) de valor anterior un mínimo que debe superar, y que será fijado por los accionistas.

Este umbral se determinará a través de la rentabilidad exigida por el accionista, ke , que es el coste de mercado del capital o de los recursos propios, función del riesgo de la inversión. Si lo que se pretende es crear valor, este coste no debería ser mínimo, pues eso supondría que se está evitando el riesgo en vez de gestionarlo, perdiendo probablemente oportunidades de generar valor.

Para su determinación (ke) la formulación más comúnmente aceptada es el Modelo de Valoración de Activos Financieros (Capital Asset Pricing Model, CAPM) siguiendo los trabajos de MARKOWITZ (1952), SHARPE (1964) y TREYNOR (1965), y que queda expresada como sigue [ecuación (9)]:

$$ke_{t,T} = isr_{t,T} + (\beta \cdot Prm_{t,T}) \quad (9)$$

Donde:

isr : es el tipo libre de riesgo en el mercado, dato exógeno (normalmente se aplica el rendimiento de la Deuda Pública a largo plazo) y que se denomina componente temporal, y

$(\beta \cdot Prm)$: el componente que introduce el riesgo de la empresa, determinado en función de la rentabilidad ofrecida en el mercado. Está formado por:

β : un coeficiente que mide la relación entre la rentabilidad de la empresa y la del mercado (de forma lineal), y que representa el riesgo sistemático, consecuencia de las condiciones del mercado sobre la empresa, y no el específico.

En otras palabras, β mide la sensibilidad de la rentabilidad de la empresa ante la ofrecida por el mercado ¹⁹.

Prm : la prima de riesgo del mercado, es decir, el exceso de rentabilidad sobre el tipo de interés sin riesgo, que exigen los inversores por invertir en activos con riesgo.

Para su determinación hemos supuesto que:

1. La rentabilidad sin riesgo queda representada por el tipo de interés anual de las obligaciones emitidas por el Estado a diez años ²⁰.
2. La rentabilidad del mercado será la generada por el índice IBEX-35. Sobre sus observaciones diarias se determinó el rendimiento medio diario que, una vez anualizado, será el que nos sirva como indicativo de la rentabilidad del mercado español. Se ha estimado como media acumulada a partir del año de inicio de la muestra, para evitar los efectos del ciclo sobre las estimaciones y lograr así que la rentabilidad de mercado se correspondiera con el período histórico muestral (véase **tabla 12**).

¹⁹ Cuanto más alta sea la β más volátiles serán los rendimientos de la empresa, es decir, mayor riesgo. En empresas que cotizan se obtiene a partir de datos históricos y previsiones sobre el comportamiento futuro, para empresas que no cotizan se puede extraer de empresas similares que sí cotizan mediante la realización de determinados ajustes (desapalancamiento, riesgo por falta de liquidez, etc.).

²⁰ A efectos de calcular la rentabilidad exigida por el accionista, este rendimiento se ha tomado en términos de media acumulada desde el inicio de la muestra, es decir, por ejemplo, para el año 1995 la media de los años 1994 y 1995. Su justificación radica en que ha sido el mismo tratamiento dado a la rentabilidad del mercado.

TABLA 12. Rendimiento anualizado del IBEX-35 (media acumulada). Rentabilidad del mercado.

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Rentabilidad mercado | 44,19% | 14,34% | 15,08% | 19,86% | 22,50% | 23,68% | 22,62% | 16,73% | 14,00% |

3. La *Beta* de cada entidad será la de la cabecera del grupo y que hemos supuesto representante de éste. Se estima mediante una regresión lineal simple, en la que la variable endógena es el rendimiento diario de las acciones de la empresa (cotización) y la exógena el rendimiento, igualmente diario, del IBEX-35, y que ha sido tomado como referente del rendimiento del mercado. Consecuentemente el coeficiente estimado para la variable explicativa es representativo de la *Beta* de la empresa para el período incluido en el modelo (en principio debería ser el comprendido entre 1993 y 2001).

Para su determinación se ha tomado la cotización y el dato del IBEX-35 diarios del período temporal disponible para cada empresa, sin embargo, no todas las empresas incluidas en el estudio han cotizado los primeros años, por lo que no ha sido posible calcular la *Beta* de todas en el total de período de estudio (1993-2001).

Para cada empresa el modelo genérico estimado ha sido el siguiente:

$$y_t = \alpha + \beta x_t + u_t \quad (10)$$

$$t = 1993, \dots, 2001$$

Donde:

y: variable endógena, es el rendimiento de la empresa (tomado como la diferencia de logaritmos neperianos de las cotizaciones diarias de la empresa).

α : el término constante.

β : el coeficiente que vamos a tomar como representativo de la *Beta* de cada empresa.

x: la variable explicativa, el rendimiento del IBEX-35 (tomado como la diferencia de logaritmos neperianos de la cotización diaria de este índice).

u: la perturbación aleatoria.

Para todas las empresas de la muestra se ha realizado una primera aproximación tomando el total de los datos disponibles, y que como norma general es el período de 1993 a 2001 (aproximadamente unos 2.190 datos). La intención era calibrar la posibilidad de manejar un único valor (*Beta*)

por empresa para todo el período de estudio, objetivo que no ha sido factible (a excepción de cinco casos, uno de ellos forzado por falta de información ²¹), debido a cambios significativos en el parámetro a estimar durante el período de estudio. Para determinar esta incidencia y saber dónde se produce el cambio estructural del parámetro estimado (*Beta*), se ha utilizado el Contraste o Test de Chow [CHOW (1960)], conocido así a raíz de un artículo publicado por este autor.

Con el objetivo de probar la constancia del parámetro *Beta* estimado (en la Regresión Lineal Simple, RLS o también OLS), es decir, que sea aplicable tanto dentro como fuera de la muestra tomada, se requiere observar el contraste de precisión de las predicciones (Test de Chow), que consiste en dividir el total de observaciones en submuestras, siendo la hipótesis nula que los parámetros de estas submuestras son iguales (en nuestro caso sólo tenemos uno, la *Beta*).

Consecuentemente, para una empresa cualquiera:

- Modelo del total de la muestra (restringido):

$$y_t = \alpha + \beta x_t + u_t \quad (11)$$

$$t = 1, \dots, T$$

Siendo *T*: el período total de estudio (datos comprendidos entre 1993-2001).

- Modelo para submuestras (no restringido), suponiendo un cambio estructural del parámetro en el dato T_i diferenciaríamos dos estimaciones. GUJARATI (1999, 259) denomina al período antes de producirse el cambio estructural «período de reconstrucción» y al posterior «período de postreconstrucción».

Para el primero de ellos el modelo sería:

$$y_t = \alpha_1 + \beta_1 x_t + u_t \quad (12)$$

$$t = T_1, \dots, T_i$$

Siendo:

T: el número de datos u observaciones, y

t: en nuestro caso, el tiempo.

²¹ Es el caso de Trasmediterránea en el que se ha establecido la hipótesis de una única *Beta* para el total del período (que se corresponde con la determinada para los dos últimos años del período), como consecuencia de la falta de una negociación continua de sus títulos y, por tanto, por la escasez de datos para poder establecer un modelo de regresión sobre los mismos.

Para el período posterior al cambio estructural la estimación a realizar se corresponde con el modelo siguiente:

$$y_t = \alpha_2 + \beta_2 x_t + u_t \quad (13)$$

$$t = T_{i+1}, \dots, T$$

El subíndice distinto de los parámetros se debe a que pueden ser diferentes, mientras que la variable explicativa es la misma. Así la hipótesis nula a contrastar sería que los valores obtenidos de *Beta* sean iguales.

Para cada uno de los modelos se debe estimar el coeficiente de *Beta* y obtener los errores de predicción identificando la distribución que éstos siguen. De tal manera, se llega al siguiente estadístico de contraste que se distribuye como una F de Snedecor:

$$F = \frac{\frac{SCR^* - (SCR_1 + SCR_2)}{k}}{\frac{(SCR_1 + SCR_2)}{(T-2k)}} \approx F_{k, T-2k} \quad (14)$$

Siendo:

SCR^* : la suma de los cuadrados residuales para el modelo estimado con la muestra total.

SCR_1 y SCR_2 : la suma de los cuadrados residuales obtenidos en cada una de las submuestras.

k : son los grados de libertad en el modelo con todas las observaciones.

$(T-2k)$: los grados de libertad en el modelo de las submuestras y que se ha denominado no restringido.

Los valores de la *Beta* resultado de este estudio, diferenciando por los períodos en los que es de aplicación, se recogen en la **tabla 13**. En ella puede observarse cómo en la mayoría de los casos ha sido necesario realizar varias estimaciones dentro del período total de estudio (que han dado lugar a varias *Betas* para una misma empresa) siendo sólo posible aplicar una misma *Beta* (sin contar Trasmediterránea) en el caso del Banco Popular, Endesa, Uniland Cementera y Zeltia.

La entidad para la que más *Betas* ha sido necesario calcular ha sido Campofrío, cuatro en total.

TABLA 13. *Betas* estimadas para cada grupo en el período de estudio.

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|------|
| ACX | 0,8739 | | | | 0,6064 | | | | |
| ACS | 1,0436 | | | | 0,6325 | | | | |
| ALT | 0,8114 | | | | 0,6997 | | 0,2429 | | |
| BPE | 0,7086 | | | | | | | | |
| CMP | 0,4024 | | 0,4253 | | 0,8186 | 0,2312 | | | |
| CTF | | 0,5054 | | 0,5729 | 0,3983 | | | | |
| DRA | 1,2264 | | | | 0,8865 | | 0,4290 | | |
| END | 0,7686 | | | | | | | | |
| RPS | 0,8402 | | | | 0,5725 | 0,531 | | | |
| SOL | | | | 0,8603 | | 0,7505 | | | |
| TLF | 1,0291 | | | | 1,3112 | | | | |
| TRAS | 0,1288 | | | | | | | | |
| UNL | 0,3357 | | | | | | | | |
| ZOT | 0,4833 | | | | 0,5334 | 0,2067 | | | |
| ZEL | | | | | | 0,8469 | | | |

3.4. Estimación de la creación de valor.

Resumimos a continuación el esquema seguido para la determinación de la creación de valor para el accionista desde las dos perspectivas analizadas.

La formulación seguida para el cálculo de la creación de valor global, o general del accionista de una empresa, en forma de *ICV*²² para facilitar su comparativa, se muestra en la **tabla 14**.

²² Su importe en euros se obtiene multiplicando el *ICV* por el valor de la inversión realizada (cotización).

TABLA 14. Esquema del cálculo de la creación de valor desde la perspectiva global.

| Accionista único | |
|---|---|
| Aumento (o disminución) de valor | Variación de capitalización bursátil (+) Dividendo actualizado y devoluciones de prima y Valor nominal (+) Amortización de acciones (-) Aportaciones por ampliaciones de capital (-) Conversión de obligaciones |
| ÷ Inversión realizada | Valor de cotización al inicio del período |
| = Rentabilidad del accionista | |
| (-) Rentabilidad exigida | Determinada para cada entidad en base a la <i>Beta</i> obtenida y la rentabilidad sin riesgo y de mercado |
| = ICV (Índice de Creación de Valor) Global | |

Desde la perspectiva global todas las operaciones e importes se toman en totales, de tal manera que se obtiene la creación de valor para el total de los accionistas de la empresa en cuestión, pudiéndose decir que únicamente existe un tipo de accionista.

Por el contrario, el esquema de cálculo desde el punto de vista particular es individual, determina el incremento (o disminución) de valor de forma unitaria, por acción y se estructura sobre la base de los diferentes tipos de accionistas, cuyo origen se encuentra en las operaciones de capital realizadas, siendo por tanto este aspecto el primero a considerar. Éstas se circunscriben fundamentalmente a las ampliaciones de capital con emisión de nuevas acciones, puesto que son operaciones en las que, en principio, tiene derecho a incrementar su inversión y por tanto decidir, mientras que en el resto normalmente no tiene capacidad de actuar. No obstante, hay que señalar que los movimientos de capital cuya finalidad es modificar el valor nominal, y no el número de acciones, suelen afectar a todos los accionistas existentes en el momento de la operación no dando opción a elegir. Por otro lado, en las reducciones de capital mediante disminución del número de acciones, en nuestro estudio sólo por amortización de autocartera, la única forma de actuar del accionista es vendiendo su acción a la empresa para que ésta la amortice, opción que, por otro lado, puede tomar en cualquier momento sin que sea la empresa la compradora y sin necesidad de reducir capital, por lo que no será tenida en cuenta.

Así pues, las posibles actuaciones de un inversor, presente o potencial, ante ampliaciones de capital dan lugar a diferentes situaciones que, simplificando, serían las siguientes:

- Accionista existente al inicio del ejercicio y que ejercita sus derechos preferentes suscribiendo o recibiendo acciones de la ampliación.

- Accionista existente al inicio del ejercicio y que no participa en la ampliación de capital.
- Nuevo accionista que se incorpora en las ampliaciones de capital realizadas durante el ejercicio.

Obviamente se trata de casos muy generales y extremos, de los que luego se pueden extraer el resto de casuística.

El esquema de cálculo desde la perspectiva particular queda resumido en la **tabla 15**.

TABLA 15. Esquema del cálculo de la creación de valor desde la perspectiva particular.

| Operación de capital | Sin ampl. K | Con ampl. de capital | | | |
|---|--|---------------------------|------------------------------|-----------------------------------|------------------|
| | | Accionista antiguo | | | Accionista nuevo |
| Tipología de accionista | Accionista antiguo | Accionista que pierde DPS | Accionista que vende DPS/DPA | Accionista que suscribe | |
| Aumento (o disminución) de valor | VAc | VAc | VAc | VAc (antiguas) VAp (suscritas) | VAp |
| | D | D | D | D | D |
| | | | +DPS +DPA | | |
| ÷ Inversión realizada | Cotización al inicio del período | | | (Cotización al inicio + PxADq)* | PxADq |
| = Rentabilidad accionista | | | | | |
| (-) Rentabilidad exigida | Determinada para cada entidad en base a la Beta obtenida y la rentabilidad sin riesgo y de mercado | | | | |
| = ICV (Índice de Creación de Valor) Particular | | | | | |

* Media ponderada tomando como hipótesis que el antiguo accionista posee los títulos necesarios para suscribir una nueva acción.

PxADq: el precio de adquisición incluye ya el valor de los derechos preferentes.

Siendo las nomenclaturas utilizadas y su significado las siguientes (véase **tabla 16**).

TABLA 16. Nomenclaturas utilizadas para la formulación de la creación de valor particular.

| Concepto | | Nomenclatura |
|---|--|--------------|
| Variación valor acción | <i>Cotización final – cotización inicio</i> | VAc |
| | <i>Cotización al final – Precio de adquisición</i> | VAp |
| Dividendo actualizado (diferenciando por VN y clase de acción) Reparto de reservas Devolución de VN | | D |
| Derechos preferentes | Valor teórico del DPS | DPS |
| | Valor teórico del DPA | DPA |
| Precio de adquisición | $VE + J \cdot (\text{DPS o DPA})$ $J = N.^{\circ}$ de derechos necesarios para suscribir una acción | PxAdq |

Con respecto a este cálculo, tenemos que señalar que los componentes que hemos definido en conjunto como «D» se han de estimar para cada tipo de acción, de tal manera que con respecto al dividendo, por ejemplo, se ha comprobado si existen acciones propias para asignar el dividendo que les correspondería al resto de forma proporcional, además y en consonancia con el criterio de devengo aplicado para actualizar los dividendos, se entiende, y así se ha aplicado en la práctica, que éste se reparte entre las acciones existentes al cierre ya que es en esta fecha cuando se realiza la propuesta. De la misma manera la devolución del valor nominal o reparto de prima se asigna a las acciones que existen en el momento de realizar esta operación, por lo que si durante el ejercicio se ha realizado una ampliación de capital posterior, estas acciones (nuevas) no se ven afectadas ²³. Este hecho ha complicado los cálculos individuales por acción, provocando en algunos casos, como son Zardoya Otis y Zeltia, la necesidad de establecer hipótesis adicionales que serán comentadas al analizar dichas entidades.

²³ Por esta razón «D» aparece en la **tabla 15** en cursiva.

4. RESULTADOS OBTENIDOS

A continuación se muestran (en forma de tabla) los resultados obtenidos de la creación de valor para el accionista de cada empresa incluida en nuestra muestra y para el período de estudio comprendido entre 1993 y 2001, desde las dos perspectivas analizadas, global, a nivel generalizado para todo accionista, y particular, en el sentido de diferenciar toda opción que pueda tomar un socio. Esta última perspectiva es fundamental, pues no toda acción conlleva a la creación de valor y, si lo hace, no tiene por qué ser en la misma cuantía. Así, en este último cálculo se distinguirán los tipos de accionistas que pueden surgir en función de sus actos (accionista nuevo, antiguo sin DPS, antiguo que vende el DPS, etc.), siendo estos únicamente posibles ante las operaciones de capital realizadas por su empresa, y expresándose para cada uno de ellos su creación de valor en euros y a través del Índice de Creación de Valor (*ICV*), el cual aparece en cursiva. Por esta razón, en la exposición de los resultados obtenidos de la creación de valor a nivel particular se hará especial hincapié en las operaciones de capital realizadas por cada entidad (fundamentalmente ampliaciones), indicando en cada caso sus características (tipo de operación, valores de emisión de nuevas acciones, valor de los derechos preferentes, etc.). Igualmente en el supuesto de que las remuneraciones al accionista, o devoluciones de aportaciones realizadas, no afecten por igual a todas las acciones, aspecto obviado por la metodología global, se comentará su efecto, así como las hipótesis consideradas para su tratamiento.

Por último señalar que la no existencia de creación de valor en algún ejercicio se debe a la imposibilidad de su obtención por falta de información de mercado (cotización), pues algunas entidades no cotizaban desde el inicio del período de estudio (este hecho se produce en Trasmediterránea por su escasez de información al negociarse en parqué, Cortefiel que comenzó a cotizar en 1994, Sol Meliá en 1996 y Zeltia que lo hizo en 1998).

4.1. Resultados obtenidos según la perspectiva global.

A pesar de que la perspectiva global ofrece la creación de valor para todos los accionistas de la empresa, es decir el importe total, para poder comparar con la particular hemos determinado la creación de valor por acción tomando para ello las acciones existentes al cierre de cada ejercicio. Este resultado y el *ICV* (que aparece en cursiva) desde la perspectiva global para las entidades de la muestra se recogen en la **tabla 17**:

TABLA 17. ICV y creación de valor en euros por acción para cada entidad en el período de estudio. Perspectiva global.

| | | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ACX | ICV | 17,95% | -2,98% | 38,40% | 2,76% | -41,32% | 87,23% | -27,62% | 8,51% |
| | € | 9,88 | -2,04 | 28,32 | 3,11 | -11,21 | 17,33 | -10,80 | 2,73 |
| ACS | ICV | -40,96% | 47,58% | 23,41% | 5,27% | 7,17% | -42,29% | -7,04% | 19,85% |
| | € | -3,43 | 2,55 | 1,85 | 0,55 | 0,84 | -5,71 | -0,65 | 1,76 |
| ALT | ICV | -22,21% | 21,43% | 7,42% | 105,64% | 28,81% | -15,21% | 10,25% | 9,64% |
| | € | -5,34 | 4,52 | 2,05 | 35,49 | 4,28 | -1,88 | 1,53 | 1,59 |
| BPE | ICV | -10,06% | 35,09% | 1,80% | 50,83% | -14,32% | -14,17% | 4,32% | -8,88% |
| | € | -9,68 | 33,00 | 2,43 | 20,32 | -9,16 | -9,29 | 1,40 | -3,30 |
| CMP | ICV | -8,72% | -51,49% | 43,49% | 159,53% | -24,85% | -38,42% | 18,29% | -15,20% |
| | € | -3,64 | -21,66 | 10,56 | 29,53 | -4,15 | -6,06 | 1,70 | -1,92 |
| CTF | ICV | | -34,93% | 31,76% | 71,31% | -6,49% | -17,60% | -22,08% | -48,94% |
| | € | | -7,77 | 5,36 | 8,68 | -1,45 | -4,14 | -4,90 | -4,78 |
| DRA | ICV | -29,18% | -23,26% | 5,92% | 41,03% | 42,05% | -35,59% | 23,22% | 21,19% |
| | € | -3,94 | -2,68 | 0,58 | 4,93 | 8,20 | -3,73 | 2,03 | 2,46 |
| END | ICV | -32,21% | 17,74% | 21,04% | 1,14% | 20,86% | -26,50% | -19,17% | -11,84% |
| | € | -13,16 | 5,72 | 8,69 | 0,16 | 3,69 | -5,40 | -3,78 | -2,15 |
| RPS | ICV | -30,34% | 1,80% | 11,59% | 14,24% | 2,94% | 46,98% | -35,49% | -13,18% |
| | € | -8,11 | 0,39 | 2,77 | 4,26 | 1,15 | 5,40 | -7,95 | -2,24 |
| SOL | ICV | | | | 11,52% | -37,89% | 41,44% | -17,86% | -34,66% |
| | € | | | | 3,22 | -13,89 | 2,23 | -1,87 | -3,82 |
| TLF | ICV | -27,69% | -2,40% | 64,52% | 20,75% | 19,15% | 80,82% | -37,05% | -25,40% |
| | € | -3,10 | -0,22 | 6,51 | 3,76 | 4,59 | 9,63 | -6,91 | -4,15 |
| TRAS | ICV | | -48,88% | 28,98% | -15,01% | -9,33% | -5,54% | -13,57% | 108,68% |
| | € | | -23,50 | 8,49 | -6,09 | -3,59 | -2,13 | -5,39 | 40,76 |
| UNL | ICV | 48,05% | -19,33% | -19,70% | 80,88% | 5,62% | -32,86% | -19,05% | 33,45% |
| | € | 11,84 | -7,37 | -6,55 | 23,48 | 3,05 | -20,48 | -9,03 | 13,72 |
| ZOT | ICV | 18,42% | 9,60% | 5,37% | 27,00% | 39,88% | -20,65% | -4,06% | 21,18% |
| | € | 11,16 | 6,56 | 3,89 | 20,36 | 7,13 | -2,49 | -0,39 | 1,81 |
| ZEL | ICV | | | | | | 179,26% | 166,46% | -24,98% |
| | € | | | | | | 10,50 | 5,94 | -2,49 |

El ICV permite comparar la creación de valor entre las empresas de la muestra, pudiéndose observar cómo los mejores años para la mayoría de las empresas fueron 1996 y 1997, período en los que casi todas generan valor para sus accionistas; por el contrario, en 1999 y 2000, diez de las quince entidades analizadas destruyeron valor para sus inversores, coincidiendo con el descenso de los mercados consecuencia del ciclo económico. Por su parte, los accionistas que durante más ejercicios del período de estudio han obtenido una creación de valor han sido los de Zardoya Otis y Altadis, destacando también Zeltia (si bien su período de estudio es muy pequeño). Esta última entidad es además la que mayor creación de valor ha generado en un ejercicio (1999 con un 179,26%), y la que menos fue Campofrío en 1995 (con una destrucción de valor para sus inversores de -51,49%).

En la siguiente Tabla (véase **tabla 18**) se recogen las medidas de centralización y dispersión del ICV:

TABLA 18. Medidas de centralización y dispersión del ICV Global.

| | Promedio | Mediana | Desviación |
|------------|----------|----------|------------|
| ACX | 10,37% | 5,64% | 37,26% |
| ACS | 1,62% | 6,22% | 29,11% |
| ALT | 18,22% | 9,95% | 36,69% |
| BPE | 5,58% | - 3,54% | 22,84% |
| CMP | 10,33% | - 11,96% | 63,12% |
| CTF | - 3,85% | - 17,60% | 38,63% |
| DRA | 5,67% | 13,56% | 29,32% |
| END | - 3,62% | - 5,35% | 20,42% |
| RPS | - 0,18% | 2,37% | 24,77% |
| SOL | - 7,49% | - 17,86% | 30,08% |
| TLF | 11,59% | 8,38% | 40,63% |
| TRAS | 6,48% | - 9,33% | 46,71% |
| UNL | 9,63% | - 6,72% | 37,85% |
| ZOT | 12,09% | 14,01% | 17,68% |
| ZEL | 106,91% | 166,46% | 93,41% |

Como prueba de su inestabilidad puede observarse la gran diferencia, en la inmensa mayoría de los casos, entre el valor representativo de la media y el de la mediana llegando incluso en algunos casos (cinco en total) a cambiar el signo, y el alto valor de la desviación típica, que no se sitúa para ninguna empresa por debajo de un 17 por 100. La empresa que más variabilidad de creación de valor presenta es Zeltia, de la que únicamente están disponibles tres años, dos de ellos con una creación de valor de más de un 150 por 100, mientras que en el último ha provocado una pérdida de éste para sus propietarios. En la situación opuesta, con una menor dispersión dentro de la muestra, está Zardoya Otis.

Probablemente estos resultados obtenidos encuentren su justificación en las fluctuaciones acaecidas en el mercado de valores, ya que el valor que éste otorga a la empresa a través de la cotización de sus títulos es el que mayor poder explicativo tiene sobre la creación de valor. La razón de ello es que el mercado desde el momento en que se negocian los títulos de una entidad ofrece continuamente una valoración de los mismos, positiva o negativa, en base a múltiples factores entre los que se encuentra la gestión y las perspectivas empresariales.

Por su parte el resto de componentes del valor para el accionista son de carácter esporádico (a excepción del dividendo al que se puede asignar en la mayoría de los casos una frecuencia estable), de tal manera que es posible que una empresa no haya modificado su capital y no haya remunerado a sus socios, siendo únicamente el aumento o disminución de valor la variación experimentada por la cotización de los títulos. A esto hay que añadir que es un valor que puede sufrir muchas oscilaciones y además de gran cuantía (sobre todo con relación al resto de componentes). Si se observa el mercado bursátil español, puede verse cómo los años de mayor creación de valor fueron años favorables para éste, propiciados por factores tales como medidas fiscales favorables sobre plusvalías, bajadas de tipos de interés, trayectoria sólida del PIB y del IPC, etc. Mientras que en los años 2000 y 2001 han sido desfavorables para la mayoría de los mercados de valores, tanto a nivel nacional como internacional, siendo el año 2000 uno de los peores para la historia de la Bolsa española, afectado no sólo por componentes internos al país, sino también por las crisis internacionales (de EE.UU., Argentina, etc.). Todos estos factores provocan que el comportamiento general del mercado, marcado por la incertidumbre, sea desfavorable, afectando de manera negativa a la totalidad de las empresas que participan en el mismo.

4.2. Resultados obtenidos según la perspectiva particular.

Los resultados de la creación de valor desde la perspectiva individual para cada una de las entidades (ICV y creación de valor en euros por tipo de acción) de la muestra se recogen en los apartados siguientes, distinguiendo por empresas.

4.2.1. Acerinox.

La remuneración otorgada por Acerinox a sus accionistas no ha sido sólo el dividendo con cargo al beneficio del ejercicio, sino que también, como ya se señaló, repartió prima de emisión en los años 1997 y 1998. Además realizó devoluciones de aportaciones (reducción de valor nominal) en dos ocasiones (1996 y 1997).

Con respecto a las ampliaciones de capital realizadas extraemos los siguientes datos (véase **tabla 19**):

TABLA 19. Características de las ampliaciones de capital realizadas por Acerinox.

| Año | Origen | VE | Proporción * | Cot. prev. | Cot. post. | DPS | DPA |
|------|--------------------|-------|--------------|------------|------------|------|------|
| 1994 | ΔK Dineraria | 48,08 | 10,00 | 79,63 | 76,76 | 2,87 | |
| 1995 | ΔK Liberada | 0 | 10,00 | 94,45 | 85,86 | | 8,59 |
| 2000 | ΔK Empleados | 16,5 | 76,90 | 31,71 | 31,51 | 0,20 | |
| 2001 | ΔK Empleados | 16,5 | 77,90 | 34,22 | 34,00 | 0,22 | |

* Número de acciones antiguas necesarias para suscribir una nueva.

En las dos primeras ampliaciones surge el derecho preferente, de suscripción (1994) o, en su caso asignación (1995) de nuevas acciones, con lo que el antiguo accionista puede elegir entre su participación o no en el incremento del capital, posibilitando la entrada de nuevos socios en el último caso. Las emisiones de acciones llevadas a cabo en los años 2000 y 2001, y destinadas a empleados y jubilados del grupo, excluyen a los antiguos accionistas, los cuales renunciaron a su DPS, siendo considerada su pérdida como una minoración del valor creado (por el importe estimado del derecho).

La creación de valor por acción (euros) y el *ICV* se recogen en la **tabla 20** en la que puede observarse que, ante operaciones de capital en las que se renuncia por interés social al DPS, el accionista antiguo de Acerinox sale perjudicado frente al que se incorpora nuevo, dándose una diferencia bastante elevada que provoca que se cuestione el interés real del accionista antiguo al renunciar al DPS. Por el contrario, en aquellos casos en los que existen derechos preferentes y se pueden negociar (a opción del poseedor) o ejercitar para suscribir acciones, el accionista antiguo obtiene mayor creación de valor o, en su caso, menor destrucción que el nuevo.

TABLA 20. Creación de valor (*ICV* y €) para un accionista (perspectiva individual) de Acerinox.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|--------------------------|--|--------|---------------|--------|------------------|---------|------------|-------|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | <i>ICV</i> | € | <i>ICV</i> | € | <i>ICV</i> | € | <i>ICV</i> | € |
| 1994 | ΔK Dineraria | | 17,94% | 10,86 | 15,63% | 8,60 | -13,64% | -10,47 | |
| 1995 | ΔK Liberada | | -1,68% | -1,26 | -2,98% | -2,04 | -25,78% | -22,15 | |
| 1996 | - | 38,40% | 28,32 | | | | | | |
| 1997 | - | 2,76% | 3,11 | | | | | | |
| 1998 | - | -41,32% | -11,21 | | | | | | |
| 1999 | - | 87,23% | 17,33 | | | | | | |
| 2000 | ΔK Empleados y jubilados | -28,67% | -11,35 | | | | | 90,49% | 14,93 |
| 2001 | ΔK Empleados y jubilados | 6,94% | 2,26 | | | | | 122,87% | 20,27 |

4.2.2. Acesa.

La remuneración de los socios de Acesa consistió únicamente en la percepción de dividendos (que fueron constantes, es decir, del mismo importe durante todo el período de estudio). Además realizó todos y cada uno de los años de estudio una ampliación de capital liberada, en la que surge el DPA

para el antiguo accionista (véase **tabla 21**). Desde la perspectiva de un accionista concreto ²⁴ este tipo de operaciones sí son tenidas en cuenta, pues además de poder entrar nuevos socios, el antiguo accionista puede optar por participar de la nueva emisión o vender su DPA, obteniendo en este momento su importe equivalente de forma líquida. Surgen, por tanto, todos los años tres tipos de accionistas.

TABLA 21. Características de las operaciones de capital realizadas por Acesa.

| Año | Origen | VE | Proporción * | Cot. prev. | Cot. post. | DPS | DPA |
|------|-------------------|----|--------------|------------|------------|-----|------|
| 1994 | ΔK Liberada | 0 | 20 | 7,29 | 6,95 | | 0,35 |
| 1995 | ΔK Liberada | 0 | 15 | 6,84 | 6,42 | | 0,43 |
| 1996 | ΔK Liberada | 0 | 20 | 8,27 | 7,88 | | 0,39 |
| 1997 | ΔK Liberada | 0 | 20 | 10,33 | 9,83 | | 0,49 |
| 1998 | ΔK Liberada | 0 | 20 | 14,47 | 13,78 | | 0,69 |
| 1999 | ΔK Liberada | 0 | 20 | 12,23 | 11,65 | | 0,58 |
| 2000 | ΔK Liberada | 0 | 20 | 9,73 | 9,27 | | 0,46 |
| 2001 | ΔK Liberada | 0 | 20 | 10,64 | 10,13 | | 0,51 |

* Número de acciones antiguas necesarias para suscribir una nueva.

La creación de valor de cada tipo de acción así como su *ICV* figuran en la **tabla 22**.

TABLA 22. Creación de valor (*ICV* y €) para un accionista (perspectiva individual) de Acesa.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|---------------------|--|---|---------------|-------|------------------|-------|------------|-------|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | <i>ICV</i> | € | <i>ICV</i> | € | <i>ICV</i> | € | <i>ICV</i> | € |
| 1994 | ΔK Liberada | | | -40,51% | -3,56 | -40,96% | -3,43 | -25,83% | -1,81 |
| 1995 | ΔK Liberada | | | 44,88% | 2,57 | 47,58% | 2,55 | 20,89% | 1,35 |
| 1996 | ΔK Liberada | | | 21,32% | 1,77 | 23,41% | 1,82 | 23,77% | 1,85 |
| 1997 | ΔK Liberada | | | 3,94% | 0,43 | 5,27% | 0,55 | 12,18% | 1,19 |
| 1998 | ΔK Liberada | | | 6,82% | 0,84 | 7,17% | 0,84 | -11,67% | -1,61 |
| 1999 | ΔK Liberada | | | -41,74% | -5,92 | -42,29% | -5,71 | -30,36% | -3,52 |
| 2000 | ΔK Liberada | | | -7,29% | -0,70 | -7,04% | -0,65 | -7,96% | -0,73 |
| 2001 | ΔK Liberada | | | 19,04% | 1,77 | 19,85% | 1,76 | 3,50% | 0,36 |

²⁴ Desde el punto de vista global no son portadoras de valor para el accionista.

Como puede observarse, en las ampliaciones de capital liberadas realizadas por Acesa la creación de valor para los accionistas antiguos, ejerzan o vendan sus DPA, es bastante similar. Con respecto a los nuevos tras estas operaciones, no es posible establecer una pauta de comportamiento general, pues hay años en los que su valor es inferior y otros en los que se da la situación contraria.

4.2.3. Altadis.

Altadis repartió entre sus accionistas parte del beneficio todos los años, a excepción del año 2000 en el que obtuvo pérdidas, no obstante compensó al accionista distribuyendo como dividendo parte de la prima de emisión, importe que incrementará el valor creado como una remuneración más, y además en este caso afectará a todos los accionistas.

Con respecto a las operaciones de capital, esta entidad ha realizado dos reducciones de capital, una con ocasión de la conversión a euros (que no afecta a la creación de valor), y otra por amortización de acciones. La única ampliación de capital efectuada fue consecuencia de una OPA sobre el 100 por 100 del Grupo Seita a finales del año 1999, y cuyos datos específicos son los siguientes (véase **tabla 23**):

TABLA 23. Características de las ampliaciones de capital realizadas por Altadis (€).

| Año | Origen | VE | Proporción* | Cot. prev. | Cot. post. | DPS | DPA |
|------|----------------------|------|-------------|------------|------------|------|-----|
| 1999 | ΔK Fusión Seita | 4,70 | 1,34 | 17,05 | 11,78 | 5,27 | |

* Número de acciones antiguas necesarias para suscribir una nueva.

Esta operación es tenida en cuenta tanto a nivel global como particular, sin embargo, a nivel global únicamente contempla una posibilidad, y es que supone un desembolso para el accionista, reduciendo el valor creado. A nivel particular se diferencia al antiguo accionista cuyo valor creado se ve mermado por la pérdida del DPS, y al accionista que se incorpora (grupo Seita) que no requiere comprar para ello DPS. Así pues, aunque esta operación es observada desde las dos perspectivas de creación de valor analizadas, en el año 1999 cada una llevará a un resultado diferente.

Por otro lado, recordar que, a diferencia del cálculo global, la reducción de capital por amortización de acciones propias llevada a cabo en el año 2000 no se considera en esta forma de creación de valor. La justificación de ello, como ya se comentó previamente, reside en la idea de que, en el caso de ser analizado el valor creado para un accionista concreto, este hecho influiría en el supuesto único del inversor a quien ha sido comprada la acción por parte de la empresa, hecho que no es analizado en este estudio (pues se considera que en dicho caso dejaría de ser un accionista de la empresa antes del cierre, fecha en la que se mide el valor). Consecuentemente, a excepción de los años 1999 y 2000, los resultados obtenidos por ambas formulaciones serán los mismos por no existir operaciones de capital.

TABLA 24. Creación de valor (ICV y €) para un accionista (perspectiva individual) de Altadis.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|----------------------|--|---------|---------------|---|------------------|---|----------|------|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | ICV | € | ICV | € | ICV | € | ICV | € |
| 1994 | - | - 22,21% | - 5,34 | | | | | | |
| 1995 | - | 21,43% | 4,52 | | | | | | |
| 1996 | - | 7,00% | 2,05 | | | | | | |
| 1997 | - | 105,64% | 35,49 | | | | | | |
| 1998 | - | 28,81% | 4,28 | | | | | | |
| 1999 | ΔK Fusión Seita..... | - 49,58% | - 10,67 | | | | | 195,22% | 9,18 |
| 2000 | - | 10,60% | 1,46 | | | | | | |
| 2001 | - | 10,90% | 1,59 | | | | | | |

En base a los resultados obtenidos, es importante resaltar el efecto de la única operación de capital realizada, por la fusión con Seita, que provoca que el antiguo accionista tenga una destrucción de valor de casi un 50 por 100, mientras que el accionista recién incorporado obtenga una creación de valor cercano al 200 por 100. De nuevo, al igual que se comentó en el caso de Acerinox, la no existencia del DPS perjudica claramente al antiguo accionista, a pesar de que en este supuesto no existe por Ley y que implícitamente se entiende justificado, los resultados obtenidos no lo demuestran. No obstante, hay que destacar que en los años posteriores a la fusión (2000 y 2001) sí se creó valor para el accionista.

4.2.4. Banco Popular Español.

El Banco Popular Español ha llevado a cabo una política de distribución de dividendos elevada, de forma trimestral, presentando, junto con Acesa, el *Pay-out* más estable de toda la muestra. Además en 1998 añadió al dividendo una devolución de prima de emisión (que ascendió a 0,78 €/acción), incrementando el valor del accionista.

Las únicas operaciones de capital de esta empresa fueron tres: una ampliación como consecuencia de la conversión a euros (y por tanto obviada para la creación de valor a nivel global y particular) y dos reducciones de capital por amortización de acciones propias (1997 y 1998), las cuales a efectos particulares no son tenidas en cuenta por las razones ya comentadas. Así pues, a excepción de estos años, los resultados de las dos perspectivas de cálculo de creación de valor serán los mismos, existiendo únicamente un tipo de accionista, aquel que permanece en la empresa y considerado como antiguo.

TABLA 25. Creación de valor (ICV y €) para un accionista (perspectiva individual) del Banco Popular.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|---------------------|--|-------|---------------|---|------------------|---|----------|---|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | ICV | € | ICV | € | ICV | € | ICV | € |
| 1994 | - | -10,06% | -9,68 | | | | | | |
| 1995 | - | 35,10% | 33,01 | | | | | | |
| 1996 | - | 1,80% | 2,42 | | | | | | |
| 1997 | - | 53,25% | 19,48 | | | | | | |
| 1998 | - | 14,32% | -9,17 | | | | | | |
| 1999 | - | -14,18% | -9,11 | | | | | | |
| 2000 | - | 4,32% | 1,40 | | | | | | |
| 2001 | - | -8,88% | -3,29 | | | | | | |

Tal y como muestra la **tabla 25** esta entidad, por otra parte considerada una de las entidades financieras españolas más rentables, no ha creado valor en la mitad del período estudiado. Ello lleva a pensar que la denominación de rentable no coincide con lo que se considera creación de valor.

4.2.5. Campofrío.

La remuneración de los accionistas de Campofrío consistió en dividendos todos los años de estudio, no hubo ni reparto de prima de emisión ni devolución de aportaciones.

Las ampliaciones de capital ²⁵ que influyen en el valor creado a nivel particular de un accionista de Campofrío han sido dos (véase **tabla 26**), ambas efectuadas en el mismo ejercicio y sin DPS, la primera por exclusión en la Ley, consecuencia de la fusión con Navidul y además con acciones rescatables, y la segunda, por renuncia en la JGA a favor de la retribución para el Consejo. Constituyen, pues, una minoración del valor creado para el antiguo accionista por el importe estimado del derecho, y una ventaja para el nuevo socio, en cuanto a que no requiere para adquirir las nuevas acciones la compra previa de ningún derecho.

²⁵ Esta entidad realizó también dos operaciones de diferente efecto sobre el capital pero con la misma finalidad, modificar el nominal de las acciones para facilitar su operativa (en 1998 una elevación de nominal para un desdoblamiento posterior exacto, y en 1999 una reducción para su conversión en euros) no afectando ninguna a la creación de valor (ni global ni particular).

TABLA 26. Características de las ampliaciones de capital realizadas por Campofrío (€).

| Año | Origen | VE | Proporción* | Cot. prev. | Cot. post. | DPS | DPA |
|------|----------------------------------|------|-------------|------------|------------|-------|------|
| 2000 | ΔK Fusión Navidul, S.A. | | 5,89 | 5,25 | 11,68 | 10,75 | 0,93 |
| | ΔK Retribución Consejo Adm. | 5,89 | 97,71 | 12,33 | 12,27 | 0,07 | |

* Número de acciones antiguas necesarias para suscribir una nueva.

Como consecuencia de la operativa de la entidad, a excepción del año 2000, los cálculos de valor se referirán al único tipo de accionista existente, el antiguo, coincidiendo, por tanto, con el cómputo desde la perspectiva global. En el año 2000 se diferenciarán las posibles situaciones de un accionista en función de la operación realizada, es decir, frente a cada una de las ampliaciones de forma independiente.

TABLA 27. Creación de valor (ICV y €) para un accionista (perspectiva individual) de Campofrío.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|----------------------------|--|---------|---------------|---|------------------|---|----------|------|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | ICV | € | ICV | € | ICV | € | ICV | € |
| 1994 | - | - 8,72% | - 3,64 | | | | | | |
| 1995 | - | - 51,42% | - 21,66 | | | | | | |
| 1996 | - | 43,49% | 10,56 | | | | | | |
| 1997 | - | 159,53% | 29,53 | | | | | | |
| 1998 | - | - 24,85% | - 4,15 | | | | | | |
| 1999 | - | - 38,42% | - 6,06 | | | | | | |
| 2000 | ΔK Fusión Navidul, S.A. .. | 5,68% | 0,64 | | | | | 108,97% | 6,42 |
| | ΔK Retribución | 5,68% | 0,64 | | | | | 108,97% | 6,42 |
| 2001 | - | - 15,19% | - 1,92 | | | | | | |

Como puede observarse en la **tabla 27**, en el año 2000 Campofrío ha creado valor tanto para el accionista nuevo como para el antiguo. Sin embargo, existe una gran diferencia entre ellos, pues mientras el primero no llega a un 6 por 100 de ICV, el accionista recién incorporado a la empresa

consigue casi un 109 por 100. Nuevamente señalamos algo ya comentado en las entidades anteriores que han realizado operaciones similares, y que en el caso de Campofrío se refrenda, pues se dan las dos posibilidades de ampliaciones sin DPS. Dado que el posible interés del nuevo inversor está claro, cabe preguntarse cuál es realmente el interés del antiguo socio para renunciar al DPS o para que la Ley establezca su inexistencia. Con respecto a la fusión podría pensarse que en años siguientes provocará un efecto positivo para el accionista, sin embargo, en el año siguiente (2001) tampoco se crea valor.

4.2.6. Cortefiel.

Cortefiel repartió todos los años de estudio dividendos con cargo al beneficio generado en el ejercicio, destacando un incremento considerable en cuanto al porcentaje que éste representa sobre el valor nominal desembolsado. No distribuyó prima ni realizó devolución de aportaciones que pudieran incrementar valor al accionista.

La única operación sobre el capital de Cortefiel que afecta al cálculo del valor creado es la ampliación dineraria realizada en 1999, pero destinada a la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, y en la que se excluye en la JGA el DPS, minorando, por tanto, el valor para el antiguo accionista. Sus datos son los siguientes (véase **tabla 28**):

TABLA 28. Características de las ampliaciones de capital realizadas por Cortefiel (€).

| Año | Origen | VE | Proporción* | Cot. prev. | Cot. post. | DPS | DPA |
|------|-------------------------------------|----|-------------|------------|------------|------|-----|
| 1999 | Dineraria/Caja Ahorros Barcelona .. | 3 | 133,18 | 24,79 | 24,62 | 0,16 | |

* Número de acciones antiguas necesarias para suscribir una nueva.

Además Cortefiel realizó dos reducciones de capital, una de ellas por amortización de acciones, únicamente observada en el caso del cómputo global, no coincidiendo por tanto la creación de valor desde las dos perspectivas, ni en este año ni en 1999 (al observarse en la perspectiva particular dos tipos de accionistas). La otra, por ser para la conversión a euros (disminución de valor nominal con abono a reservas), no afecta al cómputo de la creación de valor.

La creación de valor para cada accionista de Cortefiel, así como su *ICV*, figuran en la **tabla 29**:

TABLA 29. Creación de valor (ICV y €) para un accionista (perspectiva individual) de Cortefiel.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|--|--|--------|---------------|---|------------------|---|----------|-------|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | ICV | € | ICV | € | ICV | € | ICV | € |
| 1994 | | | | | | | | | |
| 1995 | – | – 34,93% | – 7,77 | | | | | | |
| 1996 | – | 31,77% | 5,35 | | | | | | |
| 1997 | – | 71,31% | 8,68 | | | | | | |
| 1998 | – | – 6,49% | – 1,45 | | | | | | |
| 1999 | ΔK Dineraria. Caja Ah. y Pensiones Barcelona | – 18,22% | – 4,32 | | | | | 638,59% | 19,16 |
| 2000 | – | – 22,07% | – 4,90 | | | | | | |
| 2001 | – | – 49,13% | – 4,73 | | | | | | |

Como puede observarse (véase **tabla 29**), la única ampliación de capital de Cortefiel provoca que el accionista antiguo salga perjudicado de forma significativa ante la entrada del nuevo socio (entidad financiera), sobre todo si se analiza en términos comparativos entre ellos (siendo la causa el bajo valor de emisión). De nuevo se produce una situación claramente discriminatoria entre socios.

4.2.7. Dragados.

La remuneración otorgada a los accionistas ²⁶ de esta empresa fueron únicamente dividendos, siendo una de las entidades de la muestra, como ya se comentó, más estable en cuanto a la medida del dividendo sobre valor nominal desembolsado.

Dragados sólo ha realizado dos operaciones que afectan a la cifra de capital social, ambas reducciones, sin embargo, cada una de ellas de una modalidad diferente, minoración de acciones y reducción de valor nominal para la conversión a euros. La primera, amortización de autocartera realizada en 1995, únicamente es observada por la creación de valor global, por las razones ya comentadas, mientras que la segunda, llevada a cabo en 1999, no es tenida en cuenta por ninguna de las dos metodologías de cálculo. Consecuentemente, la creación de valor, tanto en euros como porcen-

²⁶ Dragados tiene acciones privilegiadas, pero su privilegio no afecta, como ya se comentó, a la percepción de dividendos, por lo que todas las acciones existentes recibirán la misma cuantía.

tualmente (*ICV*), coincidirán desde la perspectiva global y particular todos los años de estudio salvo en 1995, tal y como muestra la **tabla 30**, en la que puede observarse cómo Dragados ha creado valor para su accionista en cinco de los ocho años estudiados, si bien, con una gran dispersión.

TABLA 30. Creación de valor (*ICV* y €) para un accionista (perspectiva individual) de Dragados.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|---------------------|--|--------|---------------|---|------------------|---|------------|---|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | <i>ICV</i> | € | <i>ICV</i> | € | <i>ICV</i> | € | <i>ICV</i> | € |
| 1994 | | -29,18% | -3,94 | | | | | | |
| 1995 | | -23,35% | -2,59 | | | | | | |
| 1996 | | 5,92% | 0,58 | | | | | | |
| 1997 | | 41,03% | 4,93 | | | | | | |
| 1998 | | 42,05% | 8,20 | | | | | | |
| 1999 | | -35,59% | -11,19 | | | | | | |
| 2000 | | 23,22% | 2,03 | | | | | | |
| 2001 | | 21,19% | 2,46 | | | | | | |

4.2.8. Endesa.

Con respecto a la remuneración efectiva a los accionistas de Endesa, señalar que fue únicamente vía dividendos en todos los años del período analizado.

Con relación a las operaciones sobre la cifra de capital de Endesa, únicamente es considerada, desde el punto de vista individual o particular de la creación de valor, la ampliación efectuada en 1999 para fusionarse con otras entidades participadas, en la que además no existe el DPS para antiguos accionistas. Sus características figuran en la **tabla 31**.

TABLA 31. Características de las ampliaciones de capital realizadas por Endesa.

| Año | Origen | VE | Proporción* | Cot. prev. | Cot. post. | DPS | DPA |
|------|--|-------|-------------|------------|------------|------|-----|
| 1999 | ΔK Fusión sociedades participadas | 14,44 | 9,19 | 21,08 | 20,43 | 0,65 | |

* Número de acciones antiguas necesarias para suscribir una nueva.

Además, en 1998 Endesa amortizó acciones propias, por lo que no coincidirá la creación de valor particular con la perspectiva global ni en este año (al obviar este hecho la primera), ni en el año 1999, al tenerse en cuenta la existencia en este último de dos tipos de accionistas antiguo que pierde el DPS y nuevo (aquel incorporado tras las fusiones, cuya aportación a la empresa se reduce al valor de emisión de las acciones al no tener que adquirir DPS para acudir a la ampliación).

Por otro lado, también realizó una reducción de nominal con ocasión de la conversión del capital a euros, que no afecta al cálculo de la creación de valor.

Los resultados obtenidos de la creación de valor para un accionista concreto de Endesa, así como el ICV, fueron los siguientes (véase **tabla 32**):

TABLA 32. Creación de valor (ICV y €) para un accionista (perspectiva individual) de Endesa.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|------------------------------------|--|---------|---------------|---|------------------|---|----------|------|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | ICV | € | ICV | € | ICV | € | ICV | € |
| 1994 | - | - 32,21% | - 13,16 | | | | | | |
| 1995 | - | 17,74% | 5,71 | | | | | | |
| 1996 | - | 21,04% | 8,69 | | | | | | |
| 1997 | - | 1,14% | 0,16 | | | | | | |
| 1998 | - | 22,22% | 3,39 | | | | | | |
| 1999 | Fusión empresas participadas | - 29,30% | - 6,62 | | | | | 21,43% | 3,09 |
| 2000 | - | - 19,16% | - 3,78 | | | | | | |
| 2001 | - | - 11,79% | - 2,15 | | | | | | |

Tal y como muestra la **tabla 32**, la fusión con empresas participadas perjudica notablemente al antiguo accionista frente al inversor que se incorpora. Cabría pensarse que en años siguientes se pudiera derivar de la fusión, a pesar de lo ocurrido en 1999, una creación de valor, sin embargo, ésta no se produce.

4.2.9. Repsol YPF.

Repsol repartió entre sus accionistas parte del beneficio generado todos los años, además en 1999 se incrementó su cuantía utilizando para ello la reserva voluntaria (no hubo ni reparto de prima ni devoluciones de aportaciones a los socios).

Durante los años 1999 y 2000 ha realizado varias ampliaciones de capital cuyas características se muestran en la **tabla 33**.

TABLA 33. Características de las ampliaciones de capital realizadas por Repsol YPF.

| Año | Origen | VE | Proporción* | Cot. prev. | Cot. post. | DPS | DPA |
|------|---------------------------|-------|-------------|------------|------------|--------|-----|
| 1999 | ΔK Dineraria | 19,67 | 3,13 | 18,72 | 18,95 | - 0,23 | |
| 2000 | ΔK ASTRA | 12,00 | 48,80 | 21,13 | 0,18 | 0,18 | |
| | ΔK YPF | 12,00 | 148,46 | 21,13 | 21,06 | 0,06 | |
| | ΔK Repsol Comercial | 19,70 | 3.439,17 | 19,09 | 19,09 | 0,00 | |

* Número de acciones antiguas necesarias para suscribir una nueva.

La primera ampliación fue dineraria (para financiar la inversión en YPF), y se realizó en dos fases, pero al ser las fechas muy próximas se han tomado como una única operación, en la que se excluyó el DPS, considerándose para el antiguo accionista su pérdida, mientras que para el inversor que entra a través de esta emisión de acciones supone una ventaja, ya que no requiere la adquisición previa de derechos. Sin embargo, y en contra del sentido o valor económico que se supone tiene el DPS, cuando se determina su valor en esta operación se obtiene negativo ²⁷, entendiéndose entonces para el antiguo accionista como un incremento de valor.

Por su parte, las ampliaciones de capital efectuadas en el año 2000 son todas para recibir aportaciones no dinerarias (acciones de otras empresas, Astra, S.A., YPF, S.A. y Repsol Comercial de productos petrolíferos ²⁸), renunciando por tanto el antiguo accionista a su DPS. El valor estimado para los tres derechos es positivo, destacando el que surgiría en la ampliación para recibir acciones de Repsol Comercial, cuyo valor es prácticamente nulo. Los cálculos de la creación de valor han sido realizados tomando cada ampliación de las efectuadas en este año como si fuera la única del ejercicio. Así pues, como en todas las ampliaciones de capital, se renuncia al DPS, únicamente se contemplan dos posibles situaciones: el antiguo accionista, que no tiene derecho a adquirir los títulos emitidos, y el nuevo.

²⁷ Como consecuencia de un alto valor de emisión de las nuevas acciones.

²⁸ Las dos primeras mediante Oferta Pública de Acciones, mientras que la última mediante Oferta Privada.

TABLA 34. Creación de valor (ICV y €) para un accionista (perspectiva individual) de Repsol.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|-------------------------|--|--------|---------------|---|------------------|---|----------|----------|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | ICV | € | ICV | € | ICV | € | ICV | € |
| 1994 | - | - 30,34% | - 8,11 | | | | | | |
| 1995 | - | 1,80% | 0,39 | | | | | | |
| 1996 | - | 11,59% | 2,77 | | | | | | |
| 1997 | - | 14,24% | 4,26 | | | | | | |
| 1998 | - | 2,94% | 1,15 | | | | | | |
| 1999 | ΔK Dineraria | 39,04% | 5,92 | | | | | 3,65% | 0,72 |
| 2000 | ΔK ASTRA | - 36,15% | - 8,32 | | | | | 33,72% | 4,05 |
| | ΔK YPF | - 36,15% | - 8,32 | | | | | 33,72% | 4,05 |
| | ΔK Repsol Comercial ... | - 36,15% | - 8,32 | | | | | - 23,33% | - 163,94 |
| 2001 | - | - 13,18% | - 2,24 | | | | | | |

Tal y como se puede observar (véase **tabla 34**) hay que resaltar que, a excepción de la ampliación dineraria, en el resto de ampliaciones efectuadas por Repsol (todas sin DPS para la adquisición de acciones de otras entidades) se ha beneficiado al nuevo inversor en lo que respecta a creación de valor. Aspecto que viene repitiéndose ya en empresas anteriores.

4.2.10. Sol Meliá.

Los accionistas de Sol Meliá recibieron como remuneración todos los años únicamente dividendos procedentes de beneficios, salvo el último ejercicio que obtuvo pérdidas.

Con relación a las operaciones de capital realizadas por esta empresa a partir de la fecha en la que existe información de mercado (1997), y que inciden en el valor creado a nivel individual para cada accionista, existen únicamente una reducción para la conversión a euros (y no tenida en cuenta) y tres ampliaciones que fueron todas para adquirir otras entidades y, por tanto, con exclusión del DPS para el antiguo accionista. Las dos primeras en 1999, una consecuencia de una OPA sobre Meliá Inversiones Americanas, N.V., otra para llevar a cabo la fusión de Inmotel Inversiones, y la última, en el año 2000, tuvo como objeto la fusión con varias entidades, entre ellas Tryp y Tribenol, S.L. Sus características se resumen en la **tabla 35**.

TABLA 35. Características de las ampliaciones de capital realizadas por Sol Meliá.

| Año | Origen | VE | Proporción* | Cot. prev. | Cot. post. | DPS | DPA |
|------|-----------------------------|-------|-------------|------------|------------|------|-----|
| 1999 | ΔK MIA, N.V. | 21,17 | 3,68 | 30,24 | 28,30 | 1,94 | |
| | ΔK INMOTEL | 16,54 | 2,22 | 37,45 | 33,97 | 3,48 | |
| 2000 | ΔK TRYP y TRIBENOL | 15,00 | 12,97 | 37,45 | 35,84 | 1,61 | |

* Número de acciones antiguas necesarias para suscribir una nueva.

Igual que en casos anteriores, en los que se ha dado más de una ampliación en un mismo ejercicio, el tratamiento será como si fueran independientes y únicas.

Respecto a los cálculos en el año 1999, hay que comentar que como consecuencia de la realización del *split* con posterioridad a las dos ampliaciones de capital, es necesario ajustar tanto el importe estimado para los derechos como la variación del valor de la acción, para convertirlos en equivalentes para una acción resultante del desdoblamiento (tres acciones antes de esta operación).

Los resultados obtenidos en la creación de valor (véase **tabla 36**) son similares a los generados con el cómputo global a excepción de los años en los que se llevan a cabo estas ampliaciones (1999 y 2000), pues, a pesar de que también intervienen en el cálculo, no lo hacen de la misma manera.

TABLA 36. Creación de valor (ICV y €) para un accionista (perspectiva individual) de Sol Meliá.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|---------------------|--|---------|---------------|---|------------------|---|----------|--------|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | ICV | € | ICV | € | ICV | € | ICV | € |
| 1994 | | | | | | | | | |
| 1995 | | | | | | | | | |
| 1996 | | | | | | | | | |
| 1997 | - | 11,53% | 3,22 | | | | | | |
| 1998 | - | - 37,89% | - 13,89 | | | | | | |
| 1999 | ΔK MIA, N.V. | - 4,19% | - 0,42 | | | | | 1,53% | 0,32 |
| | ΔK NMOTEL | - 4,19% | - 0,42 | | | | | 16,58% | 2,74 |
| 2000 | ΔK TRYP y TRIBENOL | - 15,21% | - 1,71 | | | | | - 39,99% | - 6,00 |
| 2001 | - | - 34,66% | - 3,82 | | | | | | |

En base a los resultados obtenidos, puede decirse que tras las operaciones de 1999 el antiguo accionista sale perjudicado frente al recién incorporado a la empresa, mientras que en la última fusión (2000) se produce una destrucción de valor tanto para el antiguo como para el nuevo accionista, si bien, mayor para este último. Consecuentemente no puede establecerse una pauta general.

4.2.11. Telefónica.

Con respecto a la remuneración recibida por el accionista de Telefónica hay que señalar que, de todos los años de estudio, únicamente percibieron dividendos hasta 1997 (inclusive); a partir de entonces la empresa decide poner en práctica otro «sistema de remuneración» (según su Informe de Gestión), consistente en la asignación de acciones mediante ampliaciones de capital liberadas y que se hace efectivo a partir de 1999. Además, al final del período (2000 y 2001) la empresa tuvo pérdidas.

Por otro lado, Telefónica destaca por haber realizado numerosas operaciones de capital (más de veinte). Todas las ampliaciones efectuadas han sido por emisión de acciones y serán tenidas en cuenta para determinar el valor creado para un accionista concreto de la entidad. La diferencia con el cómputo global se producirá en los años en los que se realice cualquiera de estas ampliaciones, ya que a nivel particular, además de tener en cuenta las ampliaciones totalmente liberadas con cargo a reservas, el resto de emisiones de acciones se consideran por tipología de accionista (nuevo y antiguo). La mayoría de las ampliaciones llevadas a cabo han sido para la adquisición de otras empresas, con la consecuente renuncia por parte del antiguo accionista a la suscripción de las nuevas acciones. Las empresas involucradas, por orden cronológico, se muestran en la **tabla 37**.

TABLA 37. Empresas adquiridas por Telefónica en el período de estudio.

| Empresas | Año |
|---|------|
| Ambat y Vigil Telefónica Argentina Tele Sudeste Celular Participações Telesp | 2000 |
| Telefónica del Perú Endemol CEI | |
| Negocio Móvil en México a Motorola | 2001 |

Las únicas emisiones de acciones que dan libre entrada a nuevos socios y la opción de elegir al antiguo son las de carácter liberado, mediante la negociación de los DPA, y la ampliación de capital dineraria de 1998, mediante el DPS. En el año 2001, para la ampliación dineraria (en reali-

dad fueron dos) se produce la renuncia al DPS, ya que la operación fue la forma de instrumentalizar un programa de remuneración para empleados del grupo (participación en el Plan de *Stock Options* denominado «Programa TIES»). Las características de las ampliaciones se muestran en la **tabla 38**.

TABLA 38. Características de las ampliaciones de capital realizadas por Telefónica.

| Año | Origen | VE | Proporción* | Cot. prev. | Cot. post. | DPS | DPA |
|----------------------------|----------------------------|-------------------|-------------|------------|------------|-------|------|
| 1998 | ΔK Dineraria | 30,05 | 11 | 35,94 | 35,44 | 0,49 | |
| | ΔK Obligaciones conv. | 29,10 | 1.596.382 | 40,84 | 40,84 | 0,00 | |
| 1999 | ΔK Liberada | 0,00 | 50 | 38,99 | 38,23 | | 0,76 |
| | ΔK Liberada | 0,00 | 50 | 42,71 | 41,87 | | 0,84 |
| | ΔK Obligaciones conv. | 8,60 | 3.192.464 | 14,96 | 14,96 | 0,00 | |
| 2000 | ΔK liberada | 0,00 | 50 | 15,82 | 15,51 | | 0,31 |
| | ΔK Obligaciones conv. | 9,51 | 71 | 22,95 | 22,76 | 0,19 | |
| | ΔK AMBAT | 9,50 | 225 | 25,78 | 25,71 | 0,07 | |
| | ΔK Telefónica ARG | 9,13 | 21 | 23,26 | 22,61 | 0,65 | |
| | ΔK TELESUD | 4,00 | 42 | 23,12 | 22,68 | 0,44 | |
| | ΔK TELESP | 11,91 | 9 | 23,12 | 22,03 | 1,09 | |
| | ΔK Telefónica PERÚ | 9,07 | 48 | 23,12 | 22,84 | 0,29 | |
| | ΔK ENDEMOL | 3,88 | 19 | 23,14 | 22,16 | 0,98 | |
| | ΔK CEI | 11,23 | 47 | 20,94 | 20,74 | 0,20 | |
| | 2001 | ΔK Liberada | 0 | 50 | 19,67 | 19,28 | |
| ΔK Remuneración TIES | | 5 | 136 | 19,35 | 19,24 | 0,10 | |
| ΔK Liberada | | 0 | 50 | 19,35 | 18,97 | | 0,38 |
| ΔK Móvil MÉXICO | | 5,5 | 36 | 17,98 | 17,64 | 0,33 | |

* Número de acciones antiguas necesarias para suscribir una nueva.

Con respecto a la información ofrecida en la **tabla 38**, hay que hacer varias matizaciones:

- La ampliación para la conversión de obligaciones realizada en el año 2000 no fue la primera realizada en el año, su colocación en primer lugar se debe a que se corresponden con múltiples ampliaciones de capital (siete) y además en diferentes fechas, abarcando la mayoría del ejercicio. Por ello, para la determinación del DPS se ha utilizado, como representativo de la cotización previa a la ampliación, la media de todo el ejercicio (en vez de la del trimestre previo).

- Para canjear por acciones de AMBAT y VIGIL (2000) se produjeron realmente dos ampliaciones pero sin diferencia en cuanto a fechas y valores, tomándose como una a efectos de este trabajo.
- En el año 2001 se llevan a cabo dos ampliaciones de capital para cumplir el Programa TIES, sin embargo, y dado que las características de la emisión son similares y que se producen con dos días de diferencia, se ha optado por tomarlas como si fueran una única operación.
- La cotización previa a las ampliaciones para adquirir Tele Sudeste Celular Participações, Telesp y Telefónica de Perú es la misma, pues las dos primeras fueron efectuadas en la misma fecha, y la última con dos días de diferencia.
- El valor estimado (teórico) del DPS en las dos ampliaciones realizadas para llevar a cabo las dos primeras conversiones de obligaciones es nulo, consecuencia de la similitud (existe una diferencia mínima a nivel de decimales) entre la cotización previa y posterior a la operación.

A partir de 1998, año en el que se comienzan a efectuar operaciones de capital, surgen diferentes tipos de accionistas. Las ampliaciones liberadas, que dan opción a la entrada de nuevos socios y la posibilidad a los antiguos accionistas de vender su DPA si no quieren participar. Ello dará lugar a tres situaciones diferentes (en los años 1999 y 2001). Además, al haberse producido varias ampliaciones en un mismo ejercicio, el accionista que recibe una acción de la primera tendría derecho a participar en la segunda. Sin embargo, en los resultados que se muestran a continuación (véase **tabla 39**) estas operaciones han sido tratadas de forma independiente, es decir, como si hubieran sido las únicas que se hubieran producido en el ejercicio. De tal manera que, posteriormente, se podrán ir realizando los cálculos (que no reflejan las tablas) de aquellas situaciones intermedias por combinaciones entre las diferentes operaciones realizadas en el mismo año. De la misma manera se ha procedido siempre que se efectúen varias operaciones en un mismo año. Así, en el caso de tratarse de varias ampliaciones en la que desaparece el DPS (2000 y 2001), el aumento (o disminución) para el antiguo accionista, al no poder acudir a ninguna de las ampliaciones, será único, independiente de la operación realizada, mientras que para el nuevo accionista será un valor diferente para cada una ²⁹.

²⁹ Con respecto al nuevo accionista podrían darse diferentes situaciones, no contempladas en las tablas, en el caso de tener acceso a varias operaciones de capital sin DPS en el mismo ejercicio.

TABLA 39. Creación de valor (ICV y €) para un accionista (perspectiva individual) de Telefónica.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|--------------------------|--|---------|---------------|--------|------------------|--------|----------|--------|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | ICV | € | ICV | € | ICV | € | ICV | € |
| 1994 | - | - 27,69% | - 3,10 | | | | | | |
| 1995 | - | - 2,40% | - 0,22 | | | | | | |
| 1996 | - | 64,52% | 6,51 | | | | | | |
| 1997 | - | 20,75% | 3,76 | | | | | | |
| 1998 | ΔK Dineraria | | | 18,29% | 4,78 | 13,91% | 3,68 | - 21,65% | - 7,67 |
| | ΔK Obligaciones conv. . | 16,42% | 4,29 | | | | | 1,64% | 0,48 |
| 1999 | ΔK Liberada | | | 70,85% | 8,96 | 72,75% | 9,02 | 67,14% | 8,56 |
| | ΔK Liberada | | | 71,04% | 8,98 | 72,75% | 9,02 | 50,41% | 7,03 |
| | ΔK Obligaciones conv ... | 68,83% | 8,70 | | | | | 161,17% | 13,85 |
| | ΔK Liberada | | | 71,29% | 8,98 | 72,75% | 9,02 | 32,63% | 5,06 |
| 2000 | ΔK Obligaciones conv. . | - 48,76% | - 12,09 | | | | | 65,43% | 6,22 |
| | ΔK AMBAT | - 48,76% | - 12,09 | | | | | 65,54% | 6,23 |
| | ΔK Telefónica ARG | - 48,76% | - 12,09 | | | | | 73,07% | 6,67 |
| | ΔK TELESUD | - 48,76% | - 12,09 | | | | | 28,05% | 1,12 |
| | ΔK TELESP | - 48,76% | - 12,09 | | | | | 320,83% | 38,21 |
| | ΔK Telefónica PERÚ | - 48,76% | - 12,09 | | | | | 74,28% | 6,74 |
| | ΔK ENDEMOL | - 48,76% | - 12,09 | | | | | 334,47% | 12,98 |
| | ΔK CEI | - 48,76% | - 12,09 | | | | | 36,99% | 4,15 |
| 2001 | ΔK Liberada | | | - 28,63% | - 5,04 | - 29,09% | - 5,02 | - 38,34% | - 7,48 |
| | ΔK Remuneración TIES | - 30,82% | - 5,42 | | | | | 184,38% | 9,22 |
| | ΔK Liberada | | | - 28,83% | - 5,07 | - 29,09% | - 5,02 | - 36,91% | - 6,99 |
| | ΔK Móvil MÉXICO | - 30,82% | - 5,42 | | | | | 157,05% | 8,64 |

Como puede observarse en la **tabla 39** salvo en el período 1996-1999, Telefónica no ha creado valor en ningún año para el antiguo accionista.

Destaca el año 2000, en el que, como consecuencia de la adquisición de otras empresas, se produce una gran diferencia entre la creación de valor para el accionista que ya existía en la empresa (destrucción de valor) y el que se incorpora en ese momento (creación de valor), sobre todo en las operaciones de Telesp y Endemol, cuyos accionistas crean un valor superior a un 300 por 100 sobre la inversión realizada, probablemente como consecuencia de un bajo valor de emisión. Por otro lado, esta misma situación de beneficio para el nuevo accionista se produce en las ampliaciones realizadas en 2001 sin DPS, teniendo una de ellas su origen en el sistema de remuneración implan-

tado en Telefónica para los trabajadores del grupo. De nuevo cabría preguntarse, tal y como hemos hecho en el análisis de otras entidades, el interés real para el antiguo accionista de la entrada de nuevos socios sin existir DPS.

Con respecto a las ampliaciones liberadas, resulta imposible efectuar una generalización, pues en 1999 todas las que se realizaron tuvieron un efecto positivo sobre los accionistas, creándose un alto valor para éstos, sobre todo para los antiguos. Sin embargo, las ampliaciones efectuadas en el año 2001 conllevaron un efecto negativo en la creación de valor tanto del antiguo como del nuevo accionista. Lo único que se puede extraer de los resultados obtenidos respecto a estas operaciones (emisión de acciones liberadas) es que su efecto (positivo o negativo) favorece, en este caso concreto de Telefónica, al antiguo accionista (bien generando más valor o menor pérdida que para el nuevo).

4.2.12. Trasmediterránea.

Los socios de Trasmediterránea percibieron todos los años dividendos procedentes de beneficios.

Con respecto a las operaciones de capital realizadas, esta empresa destaca por haber hecho una única operación, una ampliación de capital con ocasión de la conversión al euro (1999) con cargo a reservas, hecho que no afecta a la creación de valor para el accionista. Consecuentemente sólo existe un tipo de accionista, aquel que permanece en la empresa en todo el período de estudio y por tanto, la creación de valor coincide desde la perspectiva particular (véase **tabla 40**) y global (véase **tabla 17**).

TABLA 40. Creación de valor (ICV y €) para un accionista (perspectiva individual) de Trasmediterránea.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|---------------------|--|---------|---------------|---|------------------|---|----------|---|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | ICV | € | ICV | € | ICV | € | ICV | € |
| 1994 | | | | | | | | | |
| 1995 | - | - 48,88% | - 23,50 | | | | | | |
| 1996 | - | 28,98% | 8,49 | | | | | | |
| 1997 | - | - 15,01% | - 6,09 | | | | | | |
| 1998 | - | - 9,33% | - 3,59 | | | | | | |
| 1999 | - | - 5,54% | - 2,13 | | | | | | |
| 2000 | - | - 13,57% | - 5,39 | | | | | | |
| 2001 | - | 108,68% | 40,76 | | | | | | |

4.2.13. Uniland Cementera.

Esta entidad sigue las mismas pautas que la anterior. Por un lado, la remuneración otorgada a sus accionistas fue un dividendo con cargo a beneficios todos los años, y por otro, la única operación de capital que realizó fue con motivo de la conversión a euros, si bien en este caso una reducción de capital (minoración del valor nominal con abono a reservas).

Consecuentemente, la creación de valor coincide en ambas perspectivas de cálculo y existe una única tipología de accionista, antiguo.

La creación de valor en euros por acción y el *ICV* se recogen en la **tabla 41**.

TABLA 41. Creación de valor (*ICV* y €) para un accionista (perspectiva individual) de Sol Meliá.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|---------------------|--|---------|---------------|---|------------------|---|------------|---|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | <i>ICV</i> | € | <i>ICV</i> | € | <i>ICV</i> | € | <i>ICV</i> | € |
| 1994 | - | 48,05% | 11,84 | | | | | | |
| 1995 | - | - 19,33% | - 7,37 | | | | | | |
| 1996 | - | - 19,70% | - 6,55 | | | | | | |
| 1997 | - | 80,88% | 23,48 | | | | | | |
| 1998 | - | 5,62% | 3,06 | | | | | | |
| 1999 | - | - 32,86% | - 20,48 | | | | | | |
| 2000 | - | - 19,05% | - 9,03 | | | | | | |
| 2001 | - | 33,45% | 13,71 | | | | | | |

4.2.14. Zardoya Otis.

Los accionistas de Zardoya Otis se han visto beneficiados de una política de distribución de dividendos, por parte de la empresa, considerable y además de periódica (trimestral) creciente en el tiempo. Adicionalmente en 1997 se ha distribuido prima de emisión y en diversas ocasiones se han llevado a cabo devoluciones de aportaciones (reducción de valor nominal). Ambas suponen un incre-

mento del valor del accionista, tanto desde la perspectiva global como particular, sin embargo, en este último caso, al determinarse por acción y tipo de accionista, deben ser analizadas en mayor detalle por dos razones:

- a) Estas dos operaciones se mezclan con los *splits* realizados por la empresa, siendo necesario establecer su equivalencia (a acciones existentes al cierre), a lo que hay que añadir que,
- b) Zardoya Otis ha ampliado capital todos los años, siendo por tanto necesario identificar a qué acciones les corresponde el reparto de prima o la devolución de valor nominal.

En definitiva, en el caso de esta entidad no sólo es necesario conocer las operaciones realizadas sino las fechas exactas en las que se efectuaron. En función de esta información extraemos los siguientes resultados a considerar en los cálculos de la creación de valor particular:

- Todas las devoluciones de valor nominal (1997, 1998, 1999 y 2000) se produjeron antes de las ampliaciones y, por tanto, no inciden en el valor creado para las acciones nuevas emitidas durante el ejercicio.
- La devolución de la prima de emisión de 1997 fue previa a la ampliación de capital, por lo que las acciones nuevas no percibieron nada de la misma.
- Por último con respecto a los *splits*, el efectuado en 1998 no influye en los cálculos por haberse realizado antes de las operaciones de capital de dicho año, sin embargo, el desdoblamiento de 1999 se produce en medio de dos operaciones que afectan al número de acciones. Así, mientras que la ampliación de capital posterior no afecta al cálculo, la devolución de nominal (1,2 €/acción), previa al *split*, habrá que ajustarla para adecuarla a una acción resultante de este desdoblamiento (se convierte, por tanto, en 0,06 €/acción).

Con respecto a las ampliaciones de capital realizadas por Zardoya Otis en el período de estudio (todas liberadas con cargo a reservas), sus características figuran en la **tabla 42**.

TABLA 42. Características de las ampliaciones de capital realizadas por Zardoya Otis.

| Año | Origen | VE | Proporción * | Cot. prev. | Cot. post. | DPS | DPA |
|------|-------------------|----|--------------|------------|------------|-----|-------|
| 1994 | ΔK Liberada | 0 | 10 | 75,28 | 68,44 | | 6,84 |
| 1995 | ΔK Liberada | 0 | 10 | 78,89 | 71,72 | | 7,17 |
| 1996 | ΔK Liberada | 0 | 10 | 77,04 | 70,04 | | 7,00 |
| 1997 | ΔK Liberada | 0 | 10 | 112,91 | 102,65 | | 10,26 |
| 1998 | ΔK Liberada | 0 | 6 | 33,52 | 28,73 | | 4,79 |
| 1999 | ΔK Liberada | 0 | 10 | 11,33 | 10,30 | | 1,03 |
| 2000 | ΔK Liberada | 0 | 10 | 9,13 | 8,30 | | 0,83 |
| 2001 | ΔK Liberada | 0 | 10 | 10,65 | 9,68 | | 0,97 |

* Número de acciones antiguas necesarias para suscribir una nueva.

Como consecuencia de estas operaciones, desde la perspectiva particular de creación de valor, se diferenciarán todos los años tres situaciones: dos para el accionista antiguo (puede vender el DPA o ejercerlo), y una para el nuevo, que exige la adquisición previa de los correspondientes DPA.

Los resultados no coincidirán con los obtenidos desde el punto de vista global, pues las ampliaciones liberadas no se tienen en cuenta en este último y, además, como consecuencia de la amortización de autocartera (realizada en el año 2001 y obviada desde el punto de vista particular).

La creación de valor para cada accionista de Zardoya Otis en euros por acción, así como el ICV se muestran en la **tabla 43**.

TABLA 43. Creación de valor (ICV y €) para un accionista de Zardoya Otis.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|---------------------|--|---|---------------|-------|------------------|--------|----------|-------|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | ICV | € | ICV | € | ICV | € | ICV | € |
| 1994 | ΔK Liberada | | | 16,83% | 11,16 | 18,42% | 2,35 | 3,43% | 11,21 |
| 1995 | ΔK Liberada | | | 8,04% | 6,56 | 9,60% | 2,82 | 3,93% | 6,05 |
| 1996 | ΔK Liberada | | | 3,27% | 3,89 | 5,37% | 6,58 | 9,39% | 2,60 |
| 1997 | ΔK Liberada | | | 28,99% | 22,37 | 29,67% | -10,73 | -10,45% | 24,04 |
| 1998 | ΔK Liberada | | | 43,31% | 7,53 | 42,15% | -4,62 | -16,07% | 9,03 |
| 1999 | ΔK Liberada | | | -19,58% | -2,30 | -19,09% | -0,43 | -4,22% | -2,59 |
| 2000 | ΔK Liberada | | | -8,45% | -0,68 | -7,07% | 0,69 | 8,37% | -0,89 |
| 2001 | ΔK Liberada | | | 20,15% | 1,82 | 21,54% | 0,48 | 5,00% | 1,87 |

A pesar de que Zardoya Otis (véase **tabla 43**) ha llevado a cabo ampliaciones de capital liberadas todos los años de estudio, no es posible establecer una pauta de comportamiento general sobre su efecto en la creación de valor para el accionista (durante tres años esta operación ha beneficiado al nuevo accionista, dándole una mayor creación de valor, mientras que en otros no).

4.2.15. Zeltia.

La operativa analizada de esta entidad en este apartado se refiere únicamente al período 1998-2001, ya que la empresa previamente no cotizó.

Con relación a la remuneración, hay que recordar que Zeltia, a pesar de haber anunciado varios años en sus Cuentas Anuales dividendos, posteriormente, éstos no se hicieron efectivos. De hecho, lo único percibido por el accionista fue una devolución de prima en el año 2001 (de 0,02 €/acción).

Por otra parte, la empresa llevó a cabo frecuentes reducciones de nominal (de 1998 a 2000) con devolución de aportaciones. Estas operaciones, junto con el desdoblamiento de acciones y la realización de otras operaciones de capital (ampliaciones) en el mismo ejercicio, plantea un problema de cálculo (similar al señalado en la empresa anterior, Zardoya) que exige un análisis más pormenorizado.

Así, para los cálculos posteriores, efectuamos las siguientes puntualizaciones:

- La devolución de prima de emisión de 2001 se realizó después de haber ampliado capital, teniendo entonces también efecto sobre las nuevas acciones.
- La devolución de valor nominal se ha repetido durante varios años:
 - 1998: fue antes de la ampliación, con lo que las acciones nuevas no tienen derecho a la misma (0,75 €/acción).
 - 1999: en este año se efectuaron dos devoluciones, la primera (de 0,010 €/acción), no afecta a las acciones surgidas en la ampliación liberada. Sin embargo, como se produjo antes del segundo *split* llevado a cabo ese año, hay que ajustar su importe, convirtiéndose a efectos de cálculo y para hacerlo homogéneo a una acción resultante del desdoblamiento, en 0,003 euros.
La segunda devolución (0,005 €/acción) fue tras la ampliación de capital y el *split* realizado, por lo que no requiere ajuste.
 - 2000: la devolución de nominal llevada a cabo en este ejercicio (0,02 €/acción) fue posterior a la emisión de nuevas acciones, beneficiando por tanto a estas últimas.

Centrándonos ahora en las operaciones de capital hay que señalar que Zeltia ha realizado durante el período de estudio, más concretamente en los últimos años, toda la variedad de operaciones de capital analizadas a nivel teórico a excepción de la amortización de autocartera. Además de haber realizado múltiples reducciones de capital (todas mediante reducción de valor nominal³⁰), Zeltia también ha llevado a cabo varias ampliaciones de capital, siete en total. Únicamente una de ellas ha incidido sobre el valor nominal y fue como consecuencia de la redenominación del capital a euros. Del resto de ampliaciones, dos fueron mediante la emisión de acciones liberadas (1999 y 2001) y el resto para recibir aportaciones de socios. De estas últimas, únicamente la efectuada en 1998 permitió la entrada libre de nuevos accionistas, es decir, existió y se negoció el DPS. En cam-

³⁰ Se trata de la empresa que más ha reducido el valor nominal en términos relativos y la que mayor número de devoluciones de aportaciones por este concepto ha realizado, aspecto que, por otro lado, beneficia fiscalmente al accionista. También, como ya se señaló, ha sido, de la muestra, la entidad que más veces ha realizado desdoblamiento de acciones y además de mayor cuantía.

bio, las ampliaciones de capital del año 2000 fueron todas con una finalidad determinada, la primera como consecuencia de la adquisición de la filial Pharma Mar, S.A., y las otras dos, de carácter dinerario, derivadas de una Oferta Pública de Suscripción (OPS) y venta de acciones. En ninguna de ellas hubo DPS. Destacar que en la OPS, y venta mencionada, existió la opción de que se sumaran a esta oferta los antiguos accionistas (incluidos los recién incorporados tras la operación sobre Pharma Mar, S.A.), pudiendo vender sus títulos. Tras efectuar la emisión de acciones pertinente, se efectuó la segunda ampliación de capital dineraria del año 2000, como ejecución del Green Shoe³¹ por entidades colocadoras.

Las ampliaciones de capital a tener en cuenta, así como sus características se muestran en la **tabla 44**.

TABLA 44. Características de las ampliaciones de capital realizadas por Zeltia.

| Año | Origen | VE | Proporción* | Cot. prev. | Cot. post. | DPS | DPA |
|------|--------------------|------|-------------|------------|------------|-------|------|
| 1999 | ΔK Liberada | 0 | 15 | 15,01 | 14,07 | | 0,94 |
| 2000 | ΔK PHARMA | 4,55 | 9 | 52,17 | 47,30 | 4,87 | |
| | ΔK Dineraria | 60,5 | 12 | 56,13 | 56,46 | -0,33 | |
| | ΔK «Green Shoe» . | 60,5 | 60 | 57,65 | 57,70 | -0,05 | |
| 2001 | ΔK Liberada | 0 | 4 | 20,82 | 16,66 | | 4,16 |

* Número de acciones antiguas necesarias para suscribir una nueva.

En el año 2000 las ampliaciones llevadas a cabo excluyen al antiguo accionista, diferenciando entonces únicamente dos posibilidades: accionista antiguo que no puede acudir, y el nuevo inversor en la empresa. Como puede observarse en la **tabla 44** el resultado de la estimación del DPS en el caso de la ampliación dineraria del año 2000, junto con la efectuada para ejecución del *Green Shoe*, son de cuantía negativa, probablemente porque el valor de emisión de las nuevas acciones ha cubierto el efecto dilución.

Por otro lado, el valor de los tres DPS (año 2000) se corresponde con los derechos de una acción antes de llevarse a cabo el *split* realizado en este año, por lo que para hacer equivalentes los valores se deben dividir por cuatro.

Hay que tener en cuenta además que los resultados de la creación de valor particular, que figuran en la **tabla 45**, se refieren a cada una de las operaciones realizadas como si fuera la única del ejercicio, es decir, de forma independiente de las otras³².

³¹ Es una práctica habitual en estas operaciones y consiste en ofrecer acciones a las entidades financieras que participaron en la OPS con el fin de instrumentar un mecanismo que estabilice la cotización.

³² Se pueden extraer múltiples casos según las opciones que tome el nuevo accionista. Por ejemplo, el accionista que se incorpora de Pharma Mar, S.A. pierde, al igual que el antiguo accionista, los DPS de las ampliaciones dinerarias posteriores, pues se renunció al derecho.

TABLA 45. Creación de valor (ICV y €) para un accionista de Zeltia.

| AÑO | Operación realizada | A. ANTIGUO | | | | | | A. NUEVO | |
|------|-----------------------|--|------|---------------|--------|------------------|--------|-----------|---------|
| | | No hay ampl. o no hay (no existe o renuncia) DPS | | Venta DPS/DPA | | Ejercita DPS/DPA | | | |
| | | ICV | € | ICV | € | ICV | € | ICV | € |
| 1994 | | | | | | | | | |
| 1995 | | | | | | | | | |
| 1996 | | | | | | | | | |
| 1997 | | | | | | | | | |
| 1998 | | | | | | | | | |
| 1999 | ΔK Liberada | | | 185,41% | 11,59 | 189,13% | 11,08 | 4,45% | 0,63 |
| 2000 | ΔK PHARMA | 198,34% | 8,68 | | | | | 981,00% | 11,16 |
| | DK Dineraria | 198,34% | 8,68 | | | | | - 32,81% | - 4,96 |
| | DK «Green Shoe» | 198,34% | 8,68 | | | | | - 32,81% | - 4,96 |
| 2001 | DK Liberada | | | - 9,11% | - 1,13 | - 24,98% | - 2,49 | - 6 0,34% | - 10,04 |

En función de los resultados obtenidos puede decirse que Zeltia (comenzó a cotizar en el año 1998) ha realizado varias ampliaciones de capital, destacando en el caso de las de carácter liberado (1999 y 2001) un claro beneficio (o menor pérdida) para el accionista antiguo, mientras que para aquellas realizadas en 2000, todas sin DPS (para adquirir la filial Pharma y dos dinerarias), no puede establecerse una repercusión similar a las anteriores.

Para finalizar este apartado, y a pesar de que, como se ha podido observar, los resultados desde la perspectiva particular no son directamente comparables, podemos extraer algunas conclusiones sobre la creación de valor teniendo en cuenta los diferentes tipos de accionistas. Destaca fundamentalmente el diferente efecto que han tenido las operaciones de capital sobre el antiguo y el nuevo accionista de las empresas de la muestra:

- En los casos en los que se ha realizado una ampliación de capital para recibir aportaciones dinerarias (en las que existe DPS), se ha dado una mayor creación de valor para los antiguos accionistas que para los recién incorporados. No obstante, únicamente se han producido dos operaciones de este tipo en el total del período y para la muestra analizada (Telefónica y Acerinox).

Cuando se han llevado a cabo emisiones de acciones liberadas, operación que algunas empresas establecen como una forma de remuneración o ventaja para el antiguo accionista, se han dado casos en los que el accionista nuevo que entra en la empresa ha sido el beneficiado. Por ejemplo, en las empresas Acesa y Zardoya Otis, que han emitido todos los años

del período acciones liberadas, se ha generado en casi la mitad de los casos una mayor creación de valor para el accionista que se incorpora en esta ampliación que para el antiguo (independientemente de que éste venda el DPA o lo ejerza).

- En las operaciones en las que no ha existido el DPS, bien por renuncia en la Junta General de Accionistas, o bien por imperativo legal, cabe destacar las ampliaciones de capital, cuando han sido para percibir aportaciones dinerarias o en especie, que han producido en el antiguo accionista una minoración de su valor, consecuencia de la supuesta pérdida del DPS, derecho que, por otra parte, no precisaba el nuevo inversor.

En la inmensa mayoría (85%) de los casos observados en la muestra, la creación de valor es superior para el nuevo accionista que para el antiguo. De hecho se producen situaciones en las que para el antiguo accionista se destruye valor, frente a una muy elevada creación de valor para el que se acaba de convertir en propietario de la empresa (es el caso de Telefónica en todas las operaciones de este tipo realizadas durante los años 1999 y 2001). Los supuestos en los que se produce la situación contraria son mínimos, la ampliación realizada por Repsol para financiar la inversión en YPF, en Sol Meliá cuando se fusionó con Tryp y, por último, en Zeltia cuando emitió acciones para llevar a cabo la OPS y de venta, junto con la ampliación posterior con motivo de la ejecución del *Green Shoe*.

Por último, simplemente comentar que podrían haberse obtenido más tipos de accionistas, como son el inversor de la empresa que vende su participación en un mercado secundario y el que entra en la empresa adquiriendo los títulos en éste. Sin embargo, el incremento (o disminución) de valor para estos inversores no es generalizable. En el primer caso, ni siquiera se podría hablar de creación de valor porque el accionista deja de serlo y, al vender su participación, el importe que obtenga se entiende como recuperación de la inversión realizada. En el segundo caso, el accionista que entre en la empresa a través del mercado de negociación de los títulos, daría lugar a múltiples posibilidades puesto que el aumento (o disminución) de valor sería función directa de los valores existentes en el momento de la operación (precio de adquisición o cotización del momento de la compra, derecho a la aplicación de reservas, etc.). Al no ser posible acotar esta posibilidad no se ha incluido en el estudio.

5. RELACIÓN ENTRE LAS DIFERENTES PERSPECTIVAS EN LA DETERMINACIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR

A continuación vamos a analizar si existe relación entre las dos formulaciones de cálculo (global y particular) y, en el caso de existir, el peso que tiene sobre la creación de valor global determinada por acción, cada una de las creaciones de valor definidas para cada accionista en particular, teniendo en cuenta su actuación ante las operaciones de capital.

En el supuesto de no haberse producido ninguna operación de capital, ambas perspectivas de cálculo coinciden, por lo que se tomarán únicamente como muestra los datos correspondientes a los períodos y entidades que han realizados estas operaciones, transformándoles en datos de sección cru-

zada, es decir, independientes del instante en que se produjeron. La estimación se realiza por Mínimos Cuadrados Ordinarios (*MCO*) y el modelo a aplicar será:

$$G_j = \alpha + \beta_1 \cdot P_j + \beta_2 \cdot V_j + \beta_3 \cdot E_j + \beta_4 \cdot N_j + \mu_j \quad (15)$$

Donde:

G: variable explicada, es la creación de valor en unidades monetarias por acción determinada desde la perspectiva global.

P: creación de valor del accionista antiguo que pierde su DPS por acción.

V: creación de valor del accionista antiguo que vende su derecho por acción.

E: creación de valor del accionista antiguo que ejerce su derecho por acción.

N: creación de valor del accionista nuevo.

j: es el número de observaciones.

μ : la perturbación aleatoria o término de error.

Los resultados obtenidos se muestran en la **tabla 46**, en la que se incluyen no sólo el valor de los parámetros estimados y su significación individual (*T de Student*, *T-prob*) y global (*F de Snedecor*) obtenidos, sino también la bondad del ajuste (R^2), la suma de residuos al cuadrado (*SRC*) y varios test como son el de Durbin Watson (para la autocorrelación de los residuos), Test de Normalidad de los residuos y Test de Heterocedasticidad de los residuos.

TABLA 46. Parámetros estimados y test para el modelo propuesto.

| Y = G | Coefficiente | Error estándar. | T-valor | T-prob | Part. R ² |
|---------------------------------|--|-----------------|---------|--------|----------------------|
| Constante | -0,3369 | 1,038 | -0,324 | 0,747 | 0,0022 |
| <i>P</i> | -0,3610 | 0,1471 | -2,45 | 0,018 | 0,1137 |
| <i>V</i> | 1,0931 | 1,209 | 0,904 | 0,371 | 0,0171 |
| <i>E</i> | -0,2733 | 1,302 | -0,210 | 0,835 | 0,0009 |
| <i>N</i> | -0,0300 | 0,0267 | -1,13 | 0,264 | 0,0264 |
| R^2 | 0,6056 | | | | |
| <i>SRC</i> | 847,7174 | | | | |
| <i>F (conjunto)</i> | F (4,47) = 18,05 [0,000]** | | | | |
| <i>Durbin Watson</i> | 1,4 | | | | |
| <i>Test Normalidad</i> | Chi ² (2) = 4,1151 [0,1278] | | | | |
| <i>Test Heterocedast.</i> | F (8,38) = 1,1155 [0,3749] | | | | |
| <i>N.º observaciones</i> | | | 52 | | |
| <i>Parámetros</i> | | | 5 | | |

Como puede observarse (véase **tabla 46**) la creación de valor estimada como combinación de los diferentes valores creados de cada accionista da unos resultados que pueden ser mejorados, pues la mayoría de los coeficientes estimados no son significativos individualmente.

Si probamos a omitir variables explicativas mediante el procedimiento de prueba y error, nos encontramos con dos modelos de resultados similares que son los siguientes [**ecuaciones (16) y (17)**] y que serían seleccionados indistintamente:

$$G_j = \alpha + \beta_1 \cdot P_j + \beta_2 \cdot V_j + \mu_j \quad (16)$$

$$G_j = \alpha + \beta_1 \cdot P_j + \beta_2 \cdot E_j + \mu_j \quad (17)$$

Los parámetros estimados y test realizados para el primero de los modelos figuran en la **tabla 47**.

TABLA 47. Parámetros estimados y test para el Modelo propuesto

| Y = G | Coefficiente | Error estándar | T-valor | T-prob. | Part. R ² |
|-------------------------|-----------------------------|----------------|---------|---------|----------------------|
| Constante | -0,5692 | 0,9791 | -0,581 | 0,564 | 0,0069 |
| P | -0,3869 | 0,1401 | -2,76 | 0,008 | 0,1346 |
| V | 0,8401 | 0,1451 | 5,79 | 0,000 | 0,4061 |
| R ² | 0,5945 | | | | |
| SRC | 871,6714 | | | | |
| F (conjunto) | F (2,49) = 35,92 [0,000]** | | | | |
| Durbin Watson | 1,4 | | | | |
| Test Normalidad | Chi^2 (2) = 4,1152 [0,1278] | | | | |
| Test Heterocedast. | F (4,44) = 2,1277 [0,0933] | | | | |
| N.º observaciones | | | 52 | | |
| Parámetros | | | 3 | | |

Según los resultados obtenidos podemos decir que la creación de valor determinada desde la perspectiva global está fundamentalmente marcada por el valor creado del antiguo accionista que opta por no acudir a la ampliación de capital (dineraria o liberada) y vende su derecho (DPS o DPA) y, en menor medida, de forma negativa, por la creación de valor obtenida por el antiguo accionista que pierde por ley o renuncia el DPS.

Por su parte, los resultados del segundo modelo seleccionado figuran en la **tabla 48**, pudiéndose comprobar que son similares al anterior, tanto en coeficientes estimados como en test.

TABLA 48. Parámetros estimados y test para el modelo propuesto.

| Y = G | Coefficiente | Error estándar | T-valor | T-prob. | Part. R ² |
|---------------------------------|--|----------------|---------|---------|----------------------|
| <i>Constante</i> | - 0,6967 | 1,007 | - 0,692 | 0,492 | 0,0097 |
| <i>P</i> | - 0,3738 | 0,1428 | - 2,62 | 0,012 | 0,1227 |
| <i>E</i> | 0,8933 | 0,1575 | 5,67 | 0,000 | 0,3963 |
| <i>R</i> ² | 0,5878 | | | | |
| <i>SRC</i> | 885,9886 | | | | |
| <i>F (conjunto)</i> | F (2,49) = 34,94 [0,000]** | | | | |
| <i>Durbin Watson</i> | 1,5 | | | | |
| <i>Test Normalidad</i> | Chi ² (2) = 3,7896 [0,1503] | | | | |
| <i>Test Heterocedast.</i> | F (4,44) = 2,0750 [0,1003] | | | | |
| <i>N.º Observaciones</i> | | | 52 | | |
| <i>Parámetros</i> | | | 3 | | |

En el análisis realizado, tal y como era de esperar, la creación de valor desde la perspectiva global se ve influenciada sólo por la de los antiguos accionistas y, dentro de éstos, fundamentalmente por el que tiene la opción de elegir si desea incrementar su inversión en la empresa o no (influencia positiva), *E* o *V* y, en menor medida, por el que pierde su derecho a acudir a la ampliación de capital (incidencia negativa), *P*. Luego queda demostrado que las operaciones de capital han influido negativamente en la creación de valor.

6. CONCLUSIONES

Con respecto a las diferentes formulaciones o metodologías de cálculo podemos decir que, sin duda, la perspectiva individual ofrece mayor información, pues se puede diferenciar en función de la situación en la que se encuentren los diferentes accionistas que puedan existir en la empresa. Sin embargo, no facilita la comparación entre empresas, a través del *ICV*, ya que no todas realizan las mismas operaciones en los mismos términos ni en el mismo momento, para lo cual es más útil la creación de valor desde la perspectiva global o general, aunque no deje de ser una visión genérica del valor que ha generado la empresa para la totalidad de sus accionistas en un ejercicio.

La divergencia fundamental de contenido entre ambas formulaciones, y que provoca la obtención de diferentes resultados, se reduce al efecto que producen las operaciones de capital, y que puede resumirse como sigue:

- Las ampliaciones de capital por emisión de acciones son tenidas en cuenta tanto a nivel individual como global, sin embargo, desde este último punto de vista únicamente se contemplan si existe un desembolso por parte de los accionistas de la empresa, obviando por tanto, las

emisiones de acciones liberadas, y sin considerar que son únicamente los inversores que entran en las diferentes ampliaciones de capital, los que realizan la aportación mencionada. Así, mientras que desde la perspectiva global sólo se produce una merma del valor creado para el accionista por un importe igual al desembolso realizado (monetario o en especie), a nivel individual se diferencian las posibilidades de acudir a la ampliación por parte del antiguo accionista, cuyo valor creado puede verse tanto disminuido como incrementado, y las condiciones bajo las que entra en la empresa el nuevo accionista. Además, se incluyen como operaciones que pueden afectar al cómputo de la creación de valor, las emisiones de acciones liberadas, puesto que existe DPA y éste es un valor negociable.

- Las reducciones de capital tampoco son tratadas de la misma manera, a excepción de aquella que produce una disminución del valor nominal con devolución de aportaciones, que en ambos cálculos se considera que produce un ajuste positivo en el valor creado para el accionista, sin embargo, desde el punto de vista individual se tiene en cuenta que pueden existir acciones que no perciban dicha devolución por haber sido emitidas en una fecha posterior.

Por su parte, las reducciones de capital por amortización de acciones tampoco se contemplan igual, puesto que, mientras a nivel global conllevan un incremento de valor (consecuencia del cómputo en número total de acciones), en cambio, en la creación de valor de cada accionista, este hecho no afectaría más que al inversor que ha vendido sus acciones a la empresa y lo haría además en un momento anterior al que se hacen las estimaciones (compra por parte de la empresa). Este supuesto no ha sido considerado en el cómputo del aumento (o disminución) de valor a nivel particular, pues se entiende que en dicho caso dejaría de ser un accionista de la empresa. Así pues, en el caso de llevarse a cabo una reducción de capital por amortización de autocartera, la creación de valor en términos porcentuales (ICV) sería lógicamente inferior a la que se obtendría desde el cómputo global (pues sólo se tiene en cuenta al accionista que permanece en la empresa).

Por último, hemos podido corroborar a través del estudio realizado mediante los Datos de Sección Cruzada, que las dos perspectivas de cálculo de creación de valor del accionista difieren en el tratamiento de las operaciones de capital, así como del accionista (antiguo y nuevo) que forma parte de la empresa. En definitiva, la perspectiva global observa un único tipo de accionista, aquel que existe en la empresa al inicio del ejercicio y permanece al final del mismo, determinando para él un valor creado que se ve afectado de forma genérica por las operaciones de capital realizadas por la empresa, en las que ha existido o existirá un movimiento de efectivo (toda ampliación de capital supone una disminución de valor, y toda reducción de capital, por devolución de aportaciones o amortización de acciones, supone un incremento del mismo). En cambio, desde la perspectiva particular de cada accionista, se tiene en cuenta la capacidad de actuación de éste ante las operaciones de capital realizadas por la empresa, dando lugar a diferenciarlos por sus actos y, acercándose, por tanto, a una creación de valor para cada uno de ellos más próxima a la realidad.

En definitiva, de todo lo anterior podemos extraer las siguientes conclusiones:

1. En el caso de no efectuar ninguna operación de capital por la empresa, la creación de valor para el accionista coincide desde la perspectiva global y particular, mientras que,

2. Si se llevan a cabo operaciones de capital los resultados serán diferentes. De hecho, en función de los modelos estimados de relación entre ambas formulaciones, podemos añadir, para la muestra estudiada, que:
- a) El valor creado para el accionista nuevo no incide y, por tanto, no es considerado en la perspectiva global, ya que en los modelos estimados el parámetro correspondiente no resultó significativo estadísticamente.
 - b) Con respecto al valor creado para el antiguo accionista, hay que distinguir diferentes situaciones: por un lado, en el supuesto de vender sus derechos, la creación de valor global recoge 0,84 euros por cada euro de valor creado a nivel particular; por otro lado, si ejerce su derecho a suscribir (o percibir) nuevas acciones, por cada euro de valor creado para éste el valor creado global sería de 0,89 euros; y finalmente, en el supuesto de que no exista, pierda o se renuncie al derecho preferente de suscripción, un euro de destrucción de valor a nivel particular para el antiguo accionista, se corresponde con una creación de valor global de entre 0,37 euros y 0,39 euros, con lo que dicha relación negativa pone de manifiesto que, en este caso, el beneficiado sería el nuevo accionista.

Por todo lo anterior, concluimos que todos aquellos indicadores de valor que no tienen en cuenta las operaciones de capital realizadas por la empresa (como son muchos de los indicadores utilizados comúnmente en la práctica, como el EVA, Beneficio Económico, etc.), no miden realmente la creación de valor, ni siquiera la metodología global, puesto que, a pesar de considerar dichas operaciones, el resultado al que se llega no es equivalente para todos los accionistas siendo por ello simplemente un valor medio entre el valor creado para el antiguo y el nuevo accionista.

BIBLIOGRAFÍA

- BEAVER, W.H. y RYAN, S. [2000]: «Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book market ratio to predict book returns on equity». *Journal of Accounting Research*, 38.
- BEN NACCUR, S. y GOAIED, M. [2003]: «The Value Creation Process in the Tunisian Stock Exchange». *Universite de Tunis IH*, Working Paper: API/WPS 9903.
- BREALY, R. y MYERS, S. [1993]: *Fundamentos de Financiación Empresarial*. McGraw-Hill, 4.ª Edición.
- BREUSCH, T. y PAGAN, A. [1979]: «A simple Test for Heteroscedasticity and Random Coefficient Variation». *Econometrica*, vol. 47.
- BROXTERMAN, W. y MURAD, D.S. [1999]: «Enhancing shareholder value». *FEICA 1999 Conference*, september. The ChemQuest Group, Inc.
- BUGHIN, J. y COPELAND T.E. [1997]: «The virtuous cycle of shareholder value creation». *The McKinsey Quarterly*, núm. 2.
- CACHANOSKY, J.C. [1999]: «Value Based Management». *Libertas*, mayo.

- CHEN, P.F. y ZHANG, G. [2003]: «Profitability, earnings and book value in equity valuation: a geometric view and empirical evidence». Hong Kong University of Science and Technology Working paper. *Social Science Research Network*, agosto. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=442260.
- CHOW, G.C. [1960]: «Tests of Equality between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions». *Econometrica*, vol. 28, núm. 3
- COLLINS, D.W. y KOTHARI, S.P. [1989]: «An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients». *Journal of Accounting and Economics*, 11.
- COPELAND, T., KOLLER, T. y MURRIN, J. [2000]: *Valuation, measuring and managing the value of companies*. New York: John Wiley.
- DECHOW, P. M., KOTHARI, S.P. y WATTS, R.L. [1998]: «The relation between earnings and cash flows». *Journal of Accounting and Economics*, 25.
- DEGEORGE, F., PATEL, J. y ZECKHAUSER, R. [1999]: «Earnings management to exceed thresholds». *Journal of Business*, 72.
- DODD, J. y CHEN, S. [1999]: «EVA: a new panacea?». *Business and Economic Review*, vol. 42.
- ECCLES, R.G., HERZ, R.H., KEEGAN, E.M. y PHILIPS, D. [2001]: *La revolución del Valuereporting. Mas allá de la cuenta de resultados*. Bilbao: Deusto.
- ECHAVARRÍA, C. y BARRUTIA, J.M. [2001]: «La creación de valor: un enfoque multidisciplinar». *Actualidad Financiera*, VI (2) Monográfico.
- EGUIDAZU, S. [1999]: *Creación de valor y gobierno de empresas*. Barcelona, Ediciones Gestión 2000.
- FERNÁNDEZ, P. [2000]: *Creación de valor para el accionista*. Barcelona, Ediciones Gestión 2000.
- GALLEGO DÍEZ, E., GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M. y RÚA ALONSO DE CORRALES, E. [2000]: *Contabilidad de Sociedades*. Madrid, Pirámide, S.A.
- GONZALO ANGULO, J.A. y TÚA PEREDA, J. [1997]: *Normas Internacionales del IASC*. Madrid: ICJCE.
- GORDON, M. [1959]: «Dividends, earnings and stock prices». *Review of Economics and Statistics*. Mayo.
- GUJARATI, D.N. [1999]: *Econometría*. Colombia. McGraw-Hill Interamericana.
- HALL, J.H. [2000]: Dissecting EVA: The value drivers determining the shareholder value of industrial companies. Working Paper. *Social Science Research Network*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304196.
- ÍNIGUEZ SÁNCHEZ, R. y PVEDA FUENTES, F. [2001]: «Medidas de creación de valor para los accionistas vs. beneficios». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXX, n.º 107.
- JARQUE, C.M. y BERA, A.K. [1987]: «A Test for Normality of Observations and Regression Residuals». *International Statistical Review*, vol. 55.
- LAZONICK, W. [1994]: «Creating and extracting value: corporate investment behaviour and American performance». *Studies in Technology, innovation and economic policy*, STEP Report, R-20.
- MARKOWITZ, H.M. [1952]: «Portfolio Selection». *The Journal of Finance*, 7.
- MARTIN, J.D. y PETTY, J.W. [2001]: *La gestión basada en el valor*. Barcelona: Gestión 2000.
- MILLER, M.H. y MODIGLIANI, F. [1961]: «Dividend Policy, Growth and the valuation of shares». *Journal of Business*, 34.
- O'HANLON J. y PEASNELL, K. [2001]: «Residual income and value-creation: the missing link». *Social Science Research Network*, marzo. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=264827.
- OHLSON, J. [1995]: «Earnings, book values and dividends in security valuation». *Contemporary Accounting Research*, 11.
- OHLSON, J. y PENMAN, S. [1989]: «Accounting measurement, price-earnings ratio, and the information content of security prices». *Journal of Accounting Research*, 27.

- PÉREZ CARBALLO, J. [2001]: *Del valor de la empresa a la creación de valor*. Madrid: Editorial Civitas.
- RAPPAPORT, A. [1998]: *Creating shareholder value*. New York: Free Press (2.^a edición).
- REIMANN, B.C. [1989]: *Managing for value. A guide to value-based strategic management*. Oxford, Ohio, USA: Basil Blackwell in association with the Planning Forum.
- ROTTEMBERG, J.J. y SCHARFSTENIN, D.S. [1990]: «Shareholder value. Maximization and product market competition». *The Review of Financial Studies*, vol. 3.
- SCOTT, M.C. [1999]: *El proceso de creación de valor en la empresa*. Bilbao: Deusto.
- TAPSCOTT, D. [2001]: *La creación de valor en la economía digital*. Buenos Aires: Granica.
- VELEZ PAREJA, I. [2001]: «Value creation revisited: The economic profit». Working paper, *Social Science Research Network*, febrero, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=195448.
- WHITE, H. [1980]: «A heteroscedasticity consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroscedasticity». *Econometrica*, 48.
- ZHANG, G. [2000]: «Accounting, capital investment decisions and equity valuation: theory and empirical implications». *Journal and Accounting Review*, vol. 38, n.º 2.

ANEXO: TABLAS

TABLA A.1. DIVIDENDO (€) POR ACCIÓN CORREGIDOS DE SPLITS

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| ACX | 0,36 | 0,48 | 0,48 | 0,48 | 0,48 | 0,90 | 1,08 | 0,78 |
| ACS | 0,45 | 0,45 | 0,45 | 0,45 | 0,45 | 0,45 | 0,45 | 0,45 |
| ALT | 0,17 | 0,19 | 0,21 | 0,31 | 0,08 | 0,50 | 0,56 | 0,62 |
| BPE | 0,64 | 0,70 | 0,78 | 0,89 | 0,98 | 1,08 | 1,20 | 1,36 |
| CMP | 0,15 | 0,20 | 0,20 | 0,22 | 0,24 | 0,26 | 0,26 | 0,26 |
| CTF | 0,10 | 0,10 | 0,12 | 0,13 | 0,16 | 0,19 | 0,20 | 0,20 |
| DRA | 0,18 | 0,18 | 0,18 | 0,18 | 0,18 | 0,18 | 0,18 | 0,18 |
| END | 0,24 | 0,28 | 0,42 | 0,46 | 0,53 | 0,59 | 0,65 | 0,69 |
| RPS | 0,28 | 0,34 | 0,36 | 0,40 | 0,44 | 0,42 | 0,50 | 0,21 |
| SOL ¹ | – | – | 0,08 | 0,08 | 0,08 | 0,12 | 0,14 | 0 |
| TLF | 0,40 | 0,46 | 0,53 | 0,61 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TRAS..... | 0,36 | 0,36 | 0,36 | 0,18 | 0,18 | 0,18 | 0,18 | 1,20 |
| UNL | 1,20 | 1,95 | 1,95 | 1,95 | 2,25 | 2,25 | 2,28 | 2,63 |
| ZOT | 0,38 | 0,38 | 0,38 | 0,40 | 0,41 | 0,44 | 0,46 | 0,47 |
| ZEL | 0,02 | 0 | 0,01 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

¹ Los dos primeros años no existe información disponible (Cuentas Anuales Proforma).

NOTA: Dividendos equivalentes a una acción existente al cierre del último ejercicio del período analizado (2001) como consecuencia, en su caso, de los *splits* realizados por la empresa. Por ejemplo, en el caso de Zeltia, una acción del año 1993 se convierte en 60 al cierre de 2001; así el dividendo calculado para el año 1994 (0,02 €) es el que le correspondería a una de estas últimas.

TABLA A.2. DIVIDENDO SOBRE VALOR NOMINAL EN LAS EMPRESAS DE LA MUESTRA PARA EL PERÍODO ESTUDIADO

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ACX | 30,00% | 40,00% | 44,44% | 50,06% | 50,46% | 90,31% | 108,30% | 79,00% |
| ACS | 15,07% | 15,00% | 15,00% | 15,00% | 15,00% | 15,03% | 15,03% | 15,05% |
| ALT | 29,00% | 32,00% | 35,20% | 51,20% | 69,00% | 86,42% | 0,00% | 104,83% |
| BPE | 170,00% | 187,00% | 208,00% | 236,00% | 260,00% | 215,55% | 239,00% | 272,00% |
| CMP | 15,00% | 20,52% | 20,00% | 22,00% | 23,95% | 26,44% | 26,59% | 26,52% |
| CTF | 68,25% | 68,17% | 80,19% | 88,13% | 104,17% | 124,42% | 130,96% | 131,37% |
| DRA | 18,00% | 18,00% | 18,00% | 18,00% | 18,00% | 18,03% | 18,08% | 18,22% |
| END | 19,76% | 23,25% | 35,00% | 38,50% | 44,09% | 49,43% | 54,33% | 57,55% |
| RPS | 28,00% | 34,20% | 36,20% | 40,00% | 44,04% | 42,00% | 49,96% | 21,05% |
| SOL | - | - | 42,00% | 41,67% | 40,19% | 60,52% | 72,12% | 0,00% |
| TLF | 13,20% | 15,20% | 17,80% | 20,40% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| TRAS | 12,01% | 12,01% | 12,01% | 5,99% | 5,99% | 5,98% | 5,98% | 40,00% |
| UNL | 20,00% | 32,50% | 32,50% | 32,50% | 37,50% | 37,50% | 38,01% | 43,77% |
| ZOT | 20,00% | 0,00% | 5,56% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| ZEL | 63,00% | 63,00% | 63,00% | 74,24% | 84,37% | 104,42% | 459,59% | 470,30% |

TABLA A.3. VARIACIÓN DEL VALOR NOMINAL (VN) COMO CONSECUENCIA DE LA CONVERSIÓN DEL CAPITAL A EUROS

| | Variación | | Observaciones: <i>splits</i> realizados en el mismo ejercicio de la conversión a euros |
|------|-----------|---------|---|
| | € | % | |
| ACX | 0,0384 | 3,991 | |
| ACS | -0,0051 | -0,168 | |
| ALT | -0,0010 | -0,168 | |
| BPE | 0,2487 | 33,109 | |
| CMP | -0,0037 | -0,368 | |
| CTF | -0,0005 | -0,168 | |
| DRA | -0,0017 | -0,168 | Previamente a la conversión hubo un <i>split</i> 1 acción (500 ptas.) = 3 acciones (166,67 ptas.) |
| END | -0,0020 | -0,168 | |
| RPS | -0,0051 | -0,168 | Una vez realizada la conversión se realizó un <i>split</i> 1 acción (3 €) = 3 acciones (1 €) |
| SOL | -0,0010 | -0,168 | Una vez realizada la conversión se realizó un <i>split</i> 1 acción (0,60 €) = 3 acciones (0,20 €) |
| TLF | -0,0017 | -0,168 | Previamente a la conversión hubo un <i>split</i> 1 acción (500 ptas.) = 3 acciones (166,67 ptas.) |
| TRAS | 0,0049 | 0,164 | |
| UNL | -0,0001 | -0,002 | |
| ZOT | -0,3207 | -76,231 | |
| ZEL | 0,0684 | 7,346 | Previamente a la conversión se realizó un <i>split</i> 1 acción (775 ptas.) = 5 acciones (155 ptas.) Posteriormente, y también en el mismo ejercicio se realizaron dos reducciones de nominal y otro <i>split</i> |