

## RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR DE 136 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2008

Pablo Fernández

Vicente J. Bermejo

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

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

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

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

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

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

# RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR DE 136 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2008

Pablo Fernández<sup>1</sup>

Vicente J. Bermejo<sup>2</sup>

## Resumen

En 2008, la rentabilidad de la bolsa española fue -40%, sólo hubo tres empresas (entre 136) con rentabilidad positiva y 61 empresas tuvieron una rentabilidad inferior a -50%. Las 136 empresas destruyeron valor para sus accionistas por importe de 420 millardos de euros. Ha sido un año con gran volatilidad (y, por tanto, con grandes oportunidades de inversión): el cociente entre la cotización máxima y la cotización mínima ha sido superior a 2,5 en 57 empresas y superior a 2 en 92 empresas.

También se muestra que el descenso de 2008 fue menor que los de 2002, 1947 y 1980, y similar a los de 1958 y 1992.

Considerando conjuntamente 2007 y 2008, nueve empresas tuvieron rentabilidad positiva.

Esta “crisis” se superará cuando el sentido común, el trabajo bien hecho, la competencia profesional y la veracidad vuelvan a ser la tónica dominante en la sociedad (dirigentes políticos, directivos de empresas, organismos reguladores, empleados...). Entretanto, serenidad para aprovechar las oportunidades que ofrece el mercado, para trabajar al margen de lo que dicen los “clarividentes” mentirosos o incompetentes (versión moderna de los vendedores de crecepele en el Oeste) y para otras cosas mucho más importantes que éstas.

Clasificación JEL: G12, G31, M21

**Palabras clave:** creación de valor, IBEX 35, rentabilidad para los accionistas y capitalización bursátil.

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

<sup>2</sup> Asistente de Investigación, IESE

# RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR DE 136 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2008

## 1. Datos en 2008

En 2008, la rentabilidad de la bolsa española fue -40% y sólo hubo tres empresas (entre 136) con rentabilidad positiva. Considerando conjuntamente los años 2007 y 2008, nueve empresas tuvieron rentabilidad positiva, la rentabilidad del IBEX 35 fue -30% y la rentabilidad promedio de todas las empresas del continuo fue -46%. La Tabla 1 compara el descenso del IBEX 35 con el de otros índices internacionales.

**Tabla 1**

Rentabilidad de algunos índices mundiales en 2008 (incluye dividendos)

	IBEX 35	S&P500	EuroStoxx 50	FT100	DAX	CAC	Topix
2008	-36,5%	-37,0%	-41,2%	-28,3%	-40,6%	-40,3%	-41,8%
8-11-2007* - 30-12-2008	-39,3%	-38,0%	-42,4%	-28,0%	-38,8%	-40,4%	-43,4%

\* El IBEX 35 alcanzó el 8-11-2007 su máximo histórico.

La destrucción de valor para los accionistas de las 136 empresas del continuo fue de 17 millardos de euros en 2007 y de 420 millardos en 2008. Este último dato se puede desglosar entre dos empresas (Unión Fenosa y Funespaña), que crearon 1,5 millardos de euros para sus accionistas<sup>1</sup>, y 134 empresas que destruyeron 421,5 millardos.

Los Anexos 1 a 5 contienen toda la información relativa a las 136 empresas españolas del mercado continuo que cotizaban en diciembre de 2007 y en 2008. La Tabla 2 es un resumen de algunos resultados.

---

<sup>1</sup> La creación de valor en un período es la capitalización al principio del período multiplicada por la diferencia entre la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida. Por consiguiente, existe creación de valor para los accionistas en un período cuando la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida.

**Tabla 2**

Algunos resultados de este trabajo

(En millones de euros)	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Número de empresas analizadas	<b>136</b>	<b>125</b>	123	119	123	125
Empresas que crearon valor	<b>2</b>	<b>29</b>	102	99	97	108
Mayor creación de valor	U. Fenosa 1.505	Telefónica 26.828	Santander 16.234	Santander 10.404	Telefónica 8.077	Telefónica 15.382
Mayor destrucción de valor	Arcelor -58.067	BBVA -8.820	EADS -7.284	Telefónica -5.842	Santander -3.777	Inditex -5.270
Creación de valor total	<b>-419.987</b>	<b>-15.173</b>	156.496	78.125	49.778	68.838

Rentabilidad media	<b>-45,4%</b>	<b>- 6,4%</b>	50,0%	42,2%	26,7%	35,1%
Rentabilidad media ponderada por cap.	<b>-40,1%</b>	<b>+ 6,4%</b>	45,9%	23,4%	20,9%	31,9%
Mayor rentabilidad	U. Fenosa 19%	CAF 105,5%	Inmocaral 390%	Sniace 389%	Mecalux 101%	Sogecable 223%
Menor rentabilidad	Astroc -92,0%	Astroc -87,4%	Jazztel 22%	Miquel y Costas -31%	Avanzit -25%	Jazztel -37%
Empresas con rentabilidad > 0	<b>3</b>	<b>51</b>	111	108	110	116

El Anexo 1 muestra que sólo dos de las 136 empresas crearon valor para sus accionistas en 2008. En 2007, Telefónica fue la empresa que más valor creó para sus accionistas (seguida de Arcelor, Iberdrola, Acciona y Gas Natural), y 94 empresas destruyeron valor (proporcionaron a sus accionistas una rentabilidad inferior a la rentabilidad exigida). La destrucción de valor de las 136 empresas en 2008 fue de 420 millardos de euros.

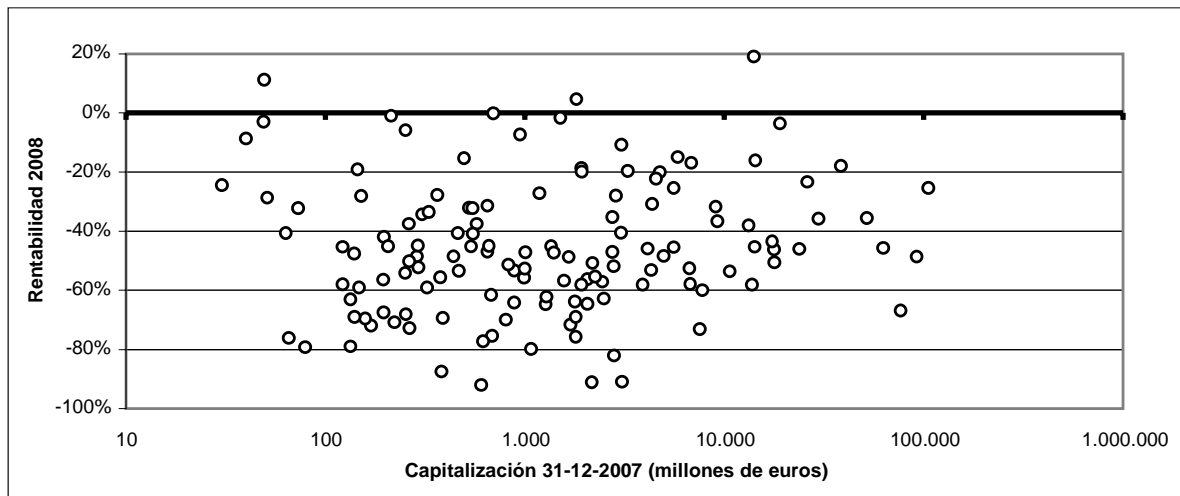
El Anexo 2 muestra que la empresa más rentable para sus accionistas en 2008 fue Unión Fenosa (en 2007 fue CAF; en 2006, Inmocaral, y en 2005, Sniace). Un total de 133 empresas tuvieron una rentabilidad negativa para sus accionistas en 2008 (74 en 2007 y sólo 12 en 2006). La rentabilidad media en 2008 fue -45,4% (la media ponderada por capitalización fue -40,1%). La rentabilidad media de 2007 también fue negativa (-6,4%), pero la media ponderada por capitalización fue positiva (6,4%), debido a la mayor rentabilidad de las empresas grandes, especialmente Telefónica.

El Anexo 3 muestra la rentabilidad de las 121 empresas que cotizaron en 2007 y 2008: nueve empresas tuvieron rentabilidad positiva y 61 empresas tuvieron una rentabilidad inferior al -50%. La rentabilidad del IBEX en este período fue -29,7%.

El Anexo 4 muestra la capitalización y la rentabilidad de las 136 empresas. La capitalización de las 136 empresas pasó de 857 millardos de euros en 2007 a 505 en 2008. En 2008, las diez mayores empresas supusieron el 64% de la capitalización total, mientras que las 48 empresas más pequeñas sólo representaron el 1% de la capitalización total. La Figura 1 muestra la relación rentabilidad - capitalización de las 136 empresas en 2008.

**Figura 1**


Rentabilidad y capitalización de las 136 empresas analizadas



El Anexo 5 muestra la tremenda oscilación (volatilidad) de la cotización de las empresas en los últimos doce meses: el cociente entre la cotización máxima y la cotización mínima de 2008 fue superior a 2,5 en 57 empresas y superior a dos en 92 empresas. La volatilidad no es “mala”, de hecho ha ofrecido en los últimos años, y continúa ofreciendo, muchas posibilidades atractivas de inversión (y también de ahorro, como muestra la Tabla 3).

**Tabla 3**

La volatilidad rebaja el coste de la cena

	<p>Disfruta de hasta un 30% de descuento.</p> <p>Nos vamos a fijar únicamente en el IBEX-35. Si el día que venís a cenar el IBEX-35 cierra con un 5,7% de pérdida o de ganancia, multiplicaremos ese dato por el número de comensales que seáis. Si sois una mesa de cinco comensales, sólo habrá que multiplicar <math>5,7 \times 5</math> comensales = 28,5.</p> <p>28,5% es el descuento que aplicaremos a vuestra factura. No importa que el IBEX-35 suba o baje. Promoción válida para las noches de los jueves, viernes y sábados. Los sábados aplicaremos el porcentaje mayor de los dos días anteriores.</p>
---	--

El Anexo 6 muestra la evolución de la cotización de algunas empresas con grandes caídas.

## 2. Ha habido descensos de cotizaciones superiores a los de 2008

La Figura 2 muestra la evolución del IBEX 35 en los últimos 22 años: el descenso de las cotizaciones en 2008 (de 16.000 a 9.000) vino precedido por una subida (de 6.000 a 16.000) y de un descenso (de 13.000 a 6.000). No es nada nuevo: lo que sube acaba bajando, y viceversa<sup>2</sup>.

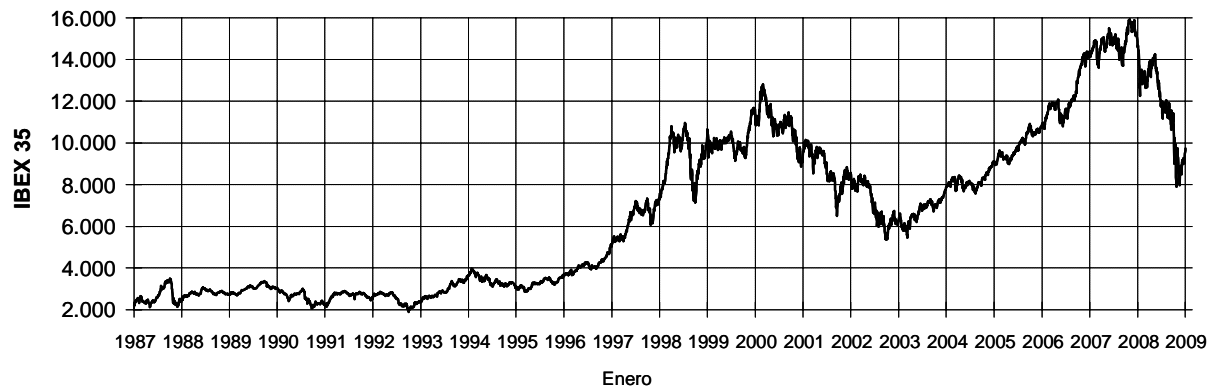
<sup>2</sup> Esto es cierto para índices bursátiles y carteras diversificadas. Para valores individuales, la segunda parte (“viceversa”) no se cumple siempre: hay cotizaciones de acciones que descienden y ya no vuelven a subir porque la empresa desaparece.

La Figura 3 se obtiene de la Figura 2 (basta dividir el IBEX de cada día entre el valor máximo del IBEX anterior) y permite comprobar que el descenso de 2008 fue menor que el de 2002 (enloquecimiento debido a Internet).

La Figura 4 permite comprobar que el descenso de 2008 fue menor que el de 2002, que el de 1947 y que el de 1980 (eso sí que fue un descenso y, además, acompañado de alta inflación), y similar a los de 1958 y 1992.

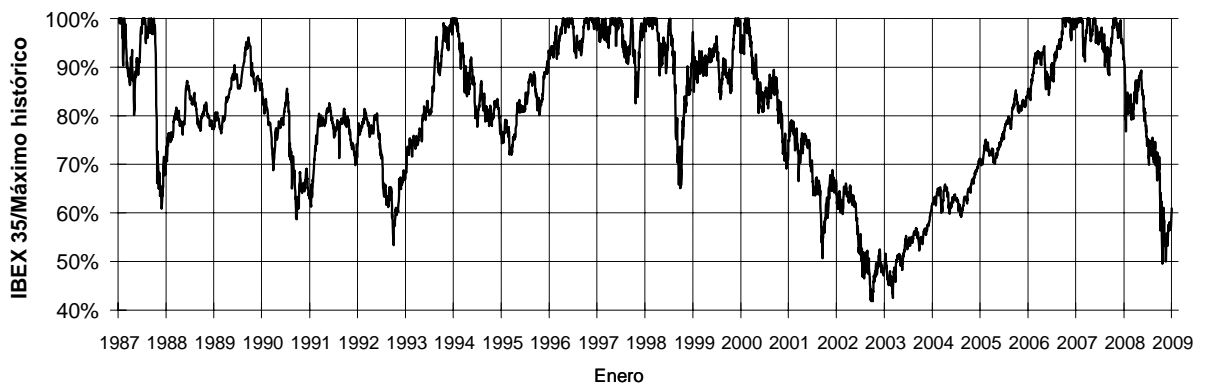
## Figura 2

Evolución del IBEX 35 en los últimos 22 años. Datos diarios



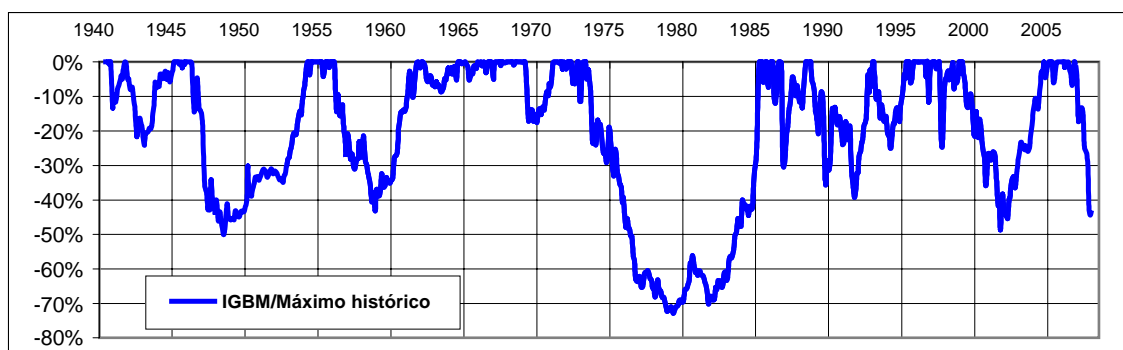
## Figura 3

IBEX 35 de cada día/máximo histórico



## Figura 4

IGBM de cada mes/máximo histórico, diciembre



Pero el IGBM y el IBEX 35 no representan a la economía española, sino que reflejan principalmente la evolución en bolsa de cinco empresas (Telefónica, Santander, BBVA, Iberdrola y Repsol), que tienen la mayor parte de su negocio fuera de España. La capitalización de estas empresas supuso el 65% de la del IBEX 35 en 2008.

### 3. Algunas lecciones que serán útiles para preparar las próximas crisis

1. A pesar de los recientes descensos de la bolsa, la inversión (diversificada) en acciones ha seguido siendo (a largo plazo) mejor opción que la inversión en renta fija. Sólo los accionistas que compraron al final de 1997 y 2001 (burbuja de Internet) y en 2005-2006 (burbuja inmobiliaria-bancaria) han ganado menos que si hubieran invertido en bonos del Estado.
2. Sigue siendo mejor comprar acciones tras un descenso que tras una subida de las cotizaciones.
3. Si tiene un asesor de inversiones, asegúrese de que sabe ganar cuando la bolsa sube y cuando la bolsa baja.
4. No es sostenible el producir durante varios años más del doble de la demanda final.
5. No debería poder publicarse un hecho relevante como el siguiente: «El consejo considera necesario, en defensa del interés social, hacer expreso que no existe ningún hecho o circunstancia significativa en la evolución de los negocios o en la situación patrimonial de [la empresa] que justifique la reciente evolución negativa de la cotización». Este fue publicado en diciembre de 2007 por una empresa cuya cotización ya había caído un 57% desde el máximo y que cayó más de un 90% a partir de entonces.

### 4. Sobre la remuneración de los directivos

El siguiente ejemplo de compensación de directivos está alejado de España, pero permite pensar en el problema porque también aquí ha habido situaciones comparables.

En diciembre de 2004, el consejo de Fannie Mae (Federal National Mortgage Association, empresa autorizada para conceder y garantizar préstamos), despidió a Mr. Raines (CEO) y a Mr. Howard (CFO). El despido se debió a que la SEC dictaminó que Fannie Mae había “inflado” sus beneficios en los últimos años<sup>3</sup> y debía reducirlos en unos 6.300 millones de dólares<sup>4</sup>.

Compensación de Mr. Raines durante su mandato como CEO (miles de dólares)

Año	Sueldo	Bonus	Opciones/acciones	LTIP*	Suma
2000	992	2.481	5.829	4.589	<b>13.891</b>
2001	992	3.125	7.946	6.803	<b>18.866</b>
2002	992	3.300	6.680	7.234	<b>18.206</b>
2003	992	4.180	3.007	11.621	<b>19.800</b>

\* Long Term Incentive Plan, LTIP.

<sup>3</sup> Haciendo uso de contabilidad creativa en: amortización, compromisos, derivados, deuda, consolidación...

<sup>4</sup> También cambiaron a los auditores: despidieron a KPMG y contrataron a Deloitte.



Bastante más de la mitad de la remuneración de Mr. Raines dependía del beneficio reportado. El *bonus* se lograba si se conseguía un beneficio determinado. Los LTIP consistían en que la empresa daba acciones a los directivos: en la determinación del número de acciones, el beneficio pesaba un 50%. El consejo adoptó en 2000 el “*earnings per share challenger option grants*”: el CEO recibiría en enero de 2004 un total de 213.000 opciones si el beneficio por acción de 2003 superaba los 6,46 dólares (la empresa reportó 7,91 dólares).

Sin embargo, Fannie Mae no pidió a Mr. Raines que devolviera la parte de compensación que no le correspondía por haber inflado artificialmente el beneficio. Y, “sorprendentemente”, Fannie Mae fue muy “generosa” con Mr. Raines, que fue despedido con el siguiente “paquete”:

Concepto	Descripción	Valor estimado (millones de dólares)
Opciones	370.000 opciones	7
Pensión vitalicia	114.000 dólares mensuales hasta el fallecimiento de Mr. Raines y de su mujer	25
Seguro médico	Seguro médico hasta el fallecimiento de Mr. Raines y de su mujer	1
Seguro de vida	Hasta el fallecimiento de Mr. Raines y de su mujer	1

#### Evolución de los beneficios de Fannie Mae

(Millones de dólares)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Junio de 2008
Beneficio declarado	4.448	5.367	4.619	7.905	3.767	6.347	4.059	-2.050	-5.111
Beneficio real	948	1.867	3.914	8.081	4.967				

#### Evolución de la cotización de la acción de Fannie Mae



Bebchuk y Fried (2005)<sup>5</sup> califican estos incentivos (que son similares a los que utilizan otras muchas empresas) como:

1. Perversos, por incentivar a los directivos a inflar artificialmente el beneficio.
2. Aterrizaje suave (*soft landing*), por incentivar a los directivos a realizar maniobras para enriquecerse a corto plazo y provocar el despido por el que recibirán cuantiosas sumas.
3. Desligados del desempeño (*pay decoupled from performance*): el dinero obtenido en el despido no tuvo ninguna relación con la evolución de la empresa.
4. Camuflados (*camouflage*): la empresa hace muy poco transparente la cuantía del despido.

---

<sup>5</sup> Bebchuk, L. A. y J. M. Fried (2005), «Executive Compensation at Fannie Mae: A Case Study of Perverse Incentives, Nonperformance Pay, and Camouflage», *Journal of Corporation Law*, vol. 30, págs. 807-822.

## Anexo 1

Creación de valor en 2008 de 136 empresas españolas del mercado continuo (millones de euros)

	2008	2007		2008	2007		2008	2007
1 Arcelormittal	-58.067	18.166	47 Enagás	-1.377	325	93 Pescanova	-216	151
2 Santander	-53.538	-544	48 OHL	-1.354	-205	94 Vértice 360	-201	
3 Telefónica	-35.575	26.828	49 Abengoa	-1.314	-539	95 Corp. Dermoestética	-179	-82
4 BBVA	-34.498	-8.820	50 Red Eléctrica	-1.311	1.278	96 Adolfo Domínguez	-177	-239
5 Iberdrola	-22.797	6.179	51 Elecnor	-1.301	488	97 Tudor	-170	20
6 Repsol YPF	-13.555	-4.566	52 Sol Meliá	-1.290	-1.063	98 Ercros	-162	-363
7 Iberdrola Renov.	-13.032		53 Catalana Occidente	-1.211	-785	99 Dinamia	-158	-42
8 Gas Natural	-10.553	3.823	54 Iberia	-1.088	0	100 Sniace	-158	-120
9 Endesa	-9.911	-806	55 Martinsa-Fadesa	-1.069		101 CAF	-158	451
10 EADS	-9.808	-5.022	56 Seda Barcelona	-966	-356	102 Natra	-157	-114
11 Acciona	-9.353	4.184	57 B. Guipuzcoano	-963	-275	103 Prosegur	-150	-109
12 Critería Caixa	-9.163		58 Grifols	-961	945	104 Renta 4	-147	
13 Inditex	-8.406	-929	59 Grupo Emp. Ence	-946	-304	105 Reno de Médici	-137	5
14 Banco Popular	-7.580	-3.334	60 Faes Farma	-919	-508	106 Barón de Ley	-133	-4
15 Metrovacesa	-6.798	-5.269	61 B. de Andalucía	-784	-729	107 B. Crédito Balear	-132	-175
16 Sacyr Vallehermoso	-6.302	-6.337	62 Zeltia	-756	-5	108 Cleop	-128	10
17 Abertis	-6.123	-359	63 Tubacex	-656	176	109 Tavex Algodonera	-127	-141
18 Gamesa	-5.349	2.337	64 Tubos Reunidos	-642	-2	110 Campofrío	-124	-302
19 Ferrovial	-4.566	-4.488	65 Indra	-635	-170	111 Natraceutical	-124	-390
20 Banesto	-4.233	-3.096	66 Parquesol Inmb.	-634	-203	112 Urbas Guard.	-118	-187
21 FCC	-4.147	-4.091	67 Astroc	-630	-4.757	113 AISA Inmob	-114	
22 ACS	-3.691	-1.771	68 Codere Sa	-621		114 Unipapel	-113	-58
23 B. de Sabadell	-3.675	-1.925	69 Gral. Alquiler Maq.	-584	185	115 Vueling	-102	-414
24 Colonial	-3.122	-5.066	70 Ebro Puleva	-578	-1.269	116 Azkoyen	-100	-35
25 Cintra	-3.036	-1.466	71 Itinere infr.	-564	-130	117 Iberpapel	-100	-22
26 Bankinter	-2.825	-26	72 Duro Felguera	-558	75	118 Testa Inmuebles	-87	-1.752
27 Telecinco	-2.712	-1.271	73 Avanzit	-544	-530	119 Puleva biotech	-84	-26
28 Bolsas y Mercados	-2.599	1.166	74 Sos Cuétara	-528	66	120 Montebalito	-79	-45
29 PRISA	-2.578	-321	75 Cie automotive	-497	-59	121 Inbesós	-71	-9
30 Cepsa	-2.359	2.037	76 Fluidra	-480		122 Inypsa	-66	-42
31 Aguas de Barcelona	-2.223	-285	77 Uralita	-433	147	123 Viscofán	-66	-40
32 Solaria	-2.209		78 Renta Corp.	-370	-541	124 PRIM	-56	-39
33 Zardoya Otis	-1.931	-844	79 Sotogrande	-364	-29	125 Indo Int.	-56	-35
34 Lab. Almirall	-1.789		80 Mecalux	-356	-144	126 Miquel y Costas	-41	-102
35 Corp. Mapfre	-1.755	-733	81 Clínica Baviera	-305		127 CVNE	-37	24
36 Acerinox	-1.749	-2.050	82 Papeles y Cart. Europa	-291	-33	128 Nicolás Correa	-33	-1
37 B. Pastor	-1.681	-1.338	83 Lab. Rovi	-291		129 Dogi	-30	-101
38 Técnicas reunidas	-1.636	702	84 Befesa	-273	-331	130 Tecnocom	-25	-88
39 Reyal Urbis	-1.597		85 Vidrala	-269	62	131 Federico Paternina	-19	-3
40 Realía Business	-1.532		86 B. de Castilla	-264	-309	132 Cía General de Invers.	-11	-2
41 Cementos Portland	-1.515	-861	87 Jazztel	-261	-500	133 Lingotes Especiales	-7	-38
42 Corp. Fin. Alba	-1.505	-982	88 Fersa Ener. Rnvl.	-248		134 Bodegas Riojanas	-6	-5
43 Antena 3	-1.481	-1.847	89 B. de Vasconia	-229	-186	135 Funespaña	1	-44
44 B. de Valencia	-1.411	59	90 B. de Galicia	-227	-285	136 Unión Fenosa	1.505	2.067
45 NH Hoteles	-1.398	-478	91 Amper	-223	-23			
46 Vocento	-1.390	-265	92 Service Point	-218	-16			

	2008	2007
Suma	-419.987	-16.687

## Anexo 2

Rentabilidad para los accionistas en 2008 de 136 empresas españolas del mercado continuo

	2008		2008		2008
1 Unión Fenosa	19,1%	47 Abertis	-38,1%	93 Cleop	-56,4%
2 Funespaña	11,2%	48 Corp. Fin. Alba	-40,5%	94 Martinsa-Fadesa	-56,8%
3 Testa Inmuebles	4,7%	49 B. de Vasconia	-40,7%	95 Técnicas Reunidas	-57,2%
4 Viscofán	-0,1%	50 Nicolás Correa	-40,7%	96 Ferrovial	-58,0%
5 Tecnocom	-1,0%	51 Befesa	-40,9%	97 Puleva biotech	-58,0%
6 Prosegur	-1,7%	52 Iberpapel	-42,0%	98 Bolsas y Mercados	-58,1%
7 Bodegas Riojanas	-2,9%	53 Critería Caixa	-43,5%	99 Acciona	-58,2%
8 Cepsa	-3,6%	54 Ercros	-44,8%	100 Sol Meliá	-58,2%
9 CVNE	-5,9%	55 Mecalux	-45,0%	101 Azkoyen	-59,0%
10 CAF	-7,4%	56 Zeltia	-45,1%	102 Ampel	-59,1%
11 Lingotes Especiales	-8,7%	57 Unipapel	-45,1%	103 Gamesa	-59,9%
12 Indra	-10,7%	58 Lab. Rovi	-45,3%	104 Fluidra	-61,6%
13 Red Eléctrica	-14,9%	59 Inypsa	-45,3%	105 Faes Farma	-62,2%
14 Campofrío	-15,3%	60 Banco Popular	-45,4%	106 Lab. Almirall	-62,8%
15 ACS	-16,0%	61 Cintra	-45,5%	107 Vueling	-63,1%
16 Corp. Mapfre	-16,8%	62 BBVA	-45,7%	108 Elecnor	-63,8%
17 Endesa	-18,0%	63 Aguas de Barcelona	-45,9%	109 Tubacex	-64,2%
18 Sos Cuétara	-18,6%	64 Iberdrola Renov.	-46,0%	110 Cementos Portland	-64,7%
19 Miquel y Costas	-19,2%	65 EADS	-46,2%	111 Grupo Emp. Ence	-64,7%
20 Grifols	-19,6%	66 Sotogrande	-46,9%	112 Arcelormittal	-66,9%
21 Ebro Puleva	-19,8%	67 Reygal Urbis	-47,0%	113 Sniace	-67,4%
22 Enagás	-20,0%	68 Itinere infr.	-47,1%	114 Vértice 360	-68,2%
23 B. de Valencia	-22,2%	69 B. de Andalucía	-47,2%	115 NH Hoteles	-69,0%
24 Inditex	-23,3%	70 Montebalito	-47,6%	116 AISA Inmob.	-69,1%
25 Cía General de Invers.	-24,4%	71 Bankinter	-48,3%	117 Clínica Baviera	-69,4%
26 Zardoya Otis	-25,4%	72 Jazztel	-48,5%	118 Tavex Algodonera	-69,5%
27 Telefónica	-25,4%	73 Tudor	-48,5%	119 Parquesol Inmb.	-70,0%
28 Uralita	-27,2%	74 Santander	-48,6%	120 Adolfo Domínguez	-70,8%
29 Barón de Ley	-27,8%	75 B. Guipuzcoano	-48,7%	121 Vocento	-71,6%
30 Iberia	-27,9%	76 Natra	-50,2%	122 Reno de Médici	-71,9%
31 PRIM	-28,0%	77 Gas Natural	-50,5%	123 Service Point	-72,8%
32 Federico Paternina	-28,6%	78 Abengoa	-50,8%	124 Sacyr Vallehermoso	-73,1%
33 Acerinox	-30,8%	79 Cie automotive	-51,3%	125 Gral. Alquiler Maq.	-75,4%
34 B. de Castilla	-31,3%	80 B. Pastor	-51,9%	126 Realía Business	-75,7%
35 B. de Sabadell	-31,7%	81 Corp. Dermoestética	-52,2%	127 Indo Int.	-76,2%
36 Pescanova	-32,2%	82 FCC	-52,5%	128 Avanzit	-77,3%
37 Dogi	-32,2%	83 Codere Sa	-52,7%	129 Urbas Guard.	-79,0%
38 B. de Galicia	-32,3%	84 Telecinco	-53,1%	130 Inbesós	-79,3%
39 Renta 4	-33,6%	85 Duro Felguera	-53,2%	131 Seda Barcelona	-80,0%
40 B. Crédito Balear	-34,3%	86 Papeles y Cart. Europa	-53,4%	132 PRISA	-82,1%
41 Catalana Occidente	-35,2%	87 Metrovacesa	-53,6%	133 Renta Corp.	-87,5%
42 Iberdrola	-35,5%	88 Dinamia	-54,2%	134 Colonial	-90,9%
43 Repsol YPF	-35,9%	89 Antena 3	-55,4%	135 Solaria	-91,1%
44 Banesto	-36,6%	90 Fersa Ener Rnvbl.	-55,7%	136 Astroc	-92,0%
45 Natraceutical	-37,5%	91 Tubos Reunidos	-55,8%		
46 Vidrala	-37,5%	92 OHL	-56,2%		

Fuente de los datos: Datastream.

	2008
IBEX 35	-36,5%
Promedio de las 136 empresas	-45,4%
Media ponderada por capitalización	-40,1%

## Anexo 3

Rentabilidad para los accionistas de 121 empresas españolas del mercado continuo en el período diciembre de 2006 – diciembre de 2008

	2007-2008		2007-2008		2007-2008
1 CAF	90,3%	42 Testa Inmuebles	-41,7%	82 Telecinco	-60,0%
2 Unión Fenosa	49,9%	43 Campofrío	-42,6%	83 Befesa	-60,0%
3 Grifols	23,1%	44 Iberpapel	-43,4%	84 Puleva biotech	-61,8%
4 Cepsa	16,9%	45 Arcelormittal	-44,0%	85 Gral. Alquiler Maq.	-62,1%
5 Red Eléctrica	15,7%	46 Duro Felguera	-44,3%	86 B. de Andalucía	-62,1%
6 CVNE	12,3%	47 Santander	-44,5%	87 Natra	-62,1%
7 Telefónica	5,7%	48 Bankinter	-44,6%	88 Azkoyen	-64,1%
8 Viscofán	3,1%	49 Sotogrande	-44,7%	89 Montebalito	-64,7%
9 Pescanova	2,6%	50 Catalana Occidente	-45,3%	90 B. Pastor	-64,8%
10 Prosegur	-1,1%	51 Aguas de Barcelona	-45,6%	91 FCC	-67,7%
11 Bodegas Riojanas	-4,1%	52 Elecnor	-45,9%	92 Metrovacesa	-68,1%
12 Enagás	-7,3%	53 Ebro Puleva	-46,6%	93 Reno de Médici	-68,6%
13 Indra	-7,8%	54 Banesto	-47,9%	94 Grupo Emp.Ence	-69,0%
14 Sos Cuétara	-8,8%	55 Miquel y Costas	-48,2%	95 Faes Farma	-70,6%
15 Uralita	-9,9%	56 Lingotes Especiales	-48,5%	96 Sol Meliá	-70,8%
16 Endesa	-13,9%	57 Acerinox	-48,5%	97 Ferrovial	-72,3%
17 B. de Valencia	-14,6%	58 BBVA	-48,5%	98 Service Point	-72,5%
18 Iberdrola	-17,1%	59 B. de Castilla	-48,9%	99 Antena 3	-72,5%
19 ACS	-18,2%	60 Itinere infr.	-49,2%	100 Natraceutical	-72,5%
20 Inditex	-19,8%	61 Cleop	-50,3%	101 Cementos Portland	-72,8%
21 Iberia	-21,1%	62 Cie automotive	-50,7%	102 Vocento	-73,0%
22 Cia General de Invers.	-21,7%	63 Tubacex	-51,0%	103 Dogi	-73,0%
23 Barón de Ley	-22,6%	64 Mecalux	-51,0%	104 Parquesol Inmb.	-74,0%
24 Vidrala	-24,0%	65 B. de Galicia	-51,1%	105 Jazztel	-74,3%
25 Corp. Mapfre	-24,9%	66 Corp. Fin. Alba	-51,2%	106 NH Hoteles	-74,5%
26 Federico Paternina	-26,7%	67 Tubos Reunidos	-52,2%	107 Ercros	-77,0%
27 Zardoya Otis	-29,3%	68 Banco Popular	-52,2%	108 Sniace	-79,5%
28 Tecnocom	-29,6%	69 B. Guipuzcoano	-52,4%	109 Inbesós	-79,5%
29 Gas Natural	-32,6%	70 Unipapel	-52,7%	110 PRISA	-82,4%
30 Técnicas Reunidas	-34,8%	71 Cintra	-53,2%	111 Tavex Algodonera	-83,0%
31 Acciona	-34,9%	72 Papeles y Cart. Europa	-53,4%	112 Indo Int.	-83,1%
32 Abertis	-35,1%	73 B. de Vasconia	-53,9%	113 Sacyr Vallehermoso	-83,9%
33 Nicolás Correa	-35,9%	74 B. Crédito Balear	-54,5%	114 Adolfo Domínguez	-84,6%
34 Bolsas y Mercados	-36,0%	75 EADS	-54,5%	115 Seda Barcelona	-85,2%
35 Funespaña	-36,5%	76 OHL	-56,6%	116 Avanzit	-86,8%
36 PRIM	-37,7%	77 Abengoa	-57,1%	117 Vueling	-89,9%
37 Gamesa	-38,2%	78 Dinamia	-57,3%	118 Renta Corp.	-94,3%
38 B. de Sabadell	-38,7%	79 Inypsa	-58,1%	119 Urbas Guard.	-95,5%
39 Repsol YPF	-39,0%	80 Amper	-58,5%	120 Colonial	-96,6%
40 Tudor	-39,2%	81 Corp. Dermoestética	-59,6%	121 Astroc	-99,0%
41 Zeltia	-39,9%				

Fuente de los datos: Datastream.

IBEX 35	-29,7%
Promedio de las 121 empresas	-46,2%

## Anexo 4

### Capitalización y rentabilidad de 136 empresas del mercado continuo

	Capitalización (millones de euros)			Rentabilidad			Capitalización (millones de euros)			Rentabilidad	
	2008	2007	2006	2008	2007		2008	2007	2006	2008	2007
1 Telefónica	74.574	106.067	79.329	-25,4%	41,7%	69 Mecalux	444	661	751	-45,0%	-10,9%
2 Santander	53.960	92.501	88.436	-48,6%	8,1%	70 Grupo Emp. Ence	439	1.272	1.426	-64,7%	-12,2%
3 Iberdrola	32.715	51.935	29.859	-35,5%	28,5%	71 Realia Business	430	1.803		-75,7%	
4 BBVA	32.457	62.816	64.788	-45,7%	-5,3%	72 B. de Castilla	428	651	899	-31,3%	-25,6%
5 Endesa	30.280	38.486	37.935	-18,0%	5,1%	73 Campofrío	410	496	731	-15,3%	-32,2%
6 Arcelormittal	24.630	76.715	29.914	-66,9%	69,0%	74 Cie automotive	399	827	827	-51,3%	1,1%
7 Inditex	19.529	26.192	25.438	-23,3%	4,6%	75 Duro Felguera	381	887	758	-53,2%	19,1%
8 Repsol YPF	18.435	29.765	31.987	-35,9%	-4,9%	76 Tubos Reunidos	363	994	940	-55,8%	8,1%
9 Cepsa	18.088	18.998	15.894	-3,6%	21,3%	77 B. de Galicia	356	548	779	-32,3%	-27,9%
10 Unión Fenosa	16.206	14.073	11.425	19,1%	25,9%	78 Pescanova	353	526	352	-32,2%	51,2%
11 Iberdrola Renov.	12.883	23.866		-46,0%		79 Vidrala	352	575	479	-37,5%	21,7%
12 ACS	10.950	14.344	15.071	-16,0%	-2,6%	80 Sotogrande	341	649	628	-46,9%	4,0%
13 EADS	9.533	17.824	21.208	-46,2%	-15,4%	81 Befesa	325	550	813	-40,9%	-32,4%
14 Critería Caixa	9.349	17.386		-43,5%		82 Tubacex	313	888	657	-64,2%	36,8%
15 Gas Natural	8.638	17.920	13.429	-50,5%	36,3%	83 Fersa Ener. Rnvbl.	309	378		-55,7%	
16 Abertis	8.446	13.254	12.847	-38,1%	4,8%	84 Lab. Rovi	292	538		-45,3%	
17 Banco Popular	7.390	14.221	16.688	-45,4%	-12,6%	85 Colonial	282	3.077	7.006	-90,9%	-62,3%
18 Corp. Mapfre	6.589	6.849	4.085	-16,8%	-9,7%	86 B. de Vasconia	264	462	608	-40,7%	-22,3%
19 B. de Sabadell	5.936	9.070	10.377	-31,7%	-10,3%	87 Barón de Ley	263	364	339	-27,8%	7,1%
20 Acciona	5.656	13.781	8.967	-58,2%	55,8%	88 Fluidra	257	678		-61,6%	
21 Banesto	5.554	9.242	11.637	-36,6%	-17,9%	89 Tecnocon	239	214	226	-1,0%	-28,9%
22 Red Eléctrica	4.870	5.849	4.395	-14,9%	36,1%	90 Jazztel	239	439	825	-48,5%	-50,1%
23 Zardoya Otis	4.022	5.581	6.019	-25,4%	-5,3%	91 Parquesol Inmb.	238	804	941	-70,0%	-13,3%
24 Enagás	3.715	4.772	4.206	-20,0%	16,0%	92 CVNE	235	253	216	-5,9%	19,4%
25 B. de Valencia	3.495	4.550	3.917	-22,2%	9,8%	93 Papeles y Cart. Europa	218	468	397	-53,4%	-0,1%
26 Gamesa	3.100	7.781	5.073	-59,9%	54,3%	94 Renta 4	214	330		-33,6%	
27 FCC	3.046	6.711	10.080	-52,5%	-31,9%	95 Seda Barcelona	213	1.078	1.008	-80,0%	-26,2%
28 Cintra	3.025	5.593	6.549	-45,5%	-14,1%	96 Solaria	193	2.173		-91,1%	
29 Acerinox	2.951	4.367	5.981	-30,8%	-25,6%	97 B. Crédito Balear	192	305	451	-34,3%	-30,6%
30 Ferrovial	2.746	6.750	10.373	-58,0%	-34,1%	98 Avanzit	184	619	1.023	-77,3%	-41,9%
31 Itinere infr.	2.699	1.009	1.063	-47,1%	-4,0%	99 Gral. Alquiler Maq.	169	687	413	-75,4%	53,9%
32 Indra	2.657	3.050	2.710	-10,7%	3,3%	100 Natraceutical	164	263	598	-37,5%	-56,0%
33 Grifols	2.623	3.283	2.152	-19,6%	53,0%	101 Ercros	161	292	532	-44,8%	-58,3%
34 Metrovacesa	2.576	10.666	13.080	-53,6%	-31,2%	102 Tudor	148	288	244	-48,5%	18,1%
35 Bankinter	2.561	4.981	4.644	-48,3%	7,3%	103 Corp. Dermoestética	140	292	346	-52,2%	-15,5%
36 Aguas de Barcelona	2.190	4.129	4.162	-45,9%	0,6%	104 Amper	131	324	304	-59,1%	1,5%
37 Sacyr Vallehermoso	1.943	7.571	12.809	-73,1%	-40,1%	105 Natra	130	264	348	-50,2%	-23,9%
38 Iberia	1.887	2.859	2.616	-27,9%	9,5%	106 Astroc	121	606	4.820	-92,0%	-87,4%
39 Testa Inmuebles	1.876	1.816	3.291	4,7%	-44,3%	107 Clínica Baviera	116	388		-69,4%	
40 Telcelco	1.862	4.319	5.323	-53,1%	-14,8%	108 Miquel y Costas	113	145	232	-19,2%	-35,9%
41 Corp. Fin. Alba	1.788	3.037	3.710	-40,5%	-18,0%	109 Unipapel	112	206	252	-45,1%	-13,8%
42 Catalana Occidente	1.741	2.749	3.294	-35,2%	-15,6%	110 Iberpapel	112	197	204	-42,0%	-2,4%
43 Sos Cuétara	1.563	1.924	1.718	-18,6%	12,1%	111 Dinamia	110	251	281	-54,2%	-6,7%
44 Bolsas y Mercados	1.538	3.896	2.620	-58,1%	52,8%	112 PRIM	108	151	176	-28,0%	-13,4%
45 Ebro Puleva	1.508	1.929	2.954	-19,8%	-33,4%	113 Vértice 360	91	253		-68,2%	
46 Reyál Urbis	1.458	2.753		-47,0%		114 Cleop	85	196	172	-56,4%	14,1%
47 Prosegur	1.446	1.506	1.524	-1,7%	0,6%	115 Montebalito	72	140	110	-47,6%	-32,6%
48 B. Pastor	1.308	2.790	3.860	-51,9%	-26,8%	116 Service Point	71	265	196	-72,8%	1,0%
49 Abengoa	1.068	2.188	2.516	-50,8%	-12,7%	117 Inypsa	67	122	133	-45,3%	-23,5%
50 Técnicas Reunidas	1.029	2.447	1.628	-57,2%	52,3%	118 Sniace	64	197	244	-67,4%	-37,0%
51 Antena 3	925	2.261	3.849	-55,4%	-38,4%	119 Adolfo Domínguez	62	222	429	-70,8%	-47,4%
52 Lab. Almirall	914	2.500		-62,8%		120 Tavex Algodonera	61	159	263	-69,5%	-44,1%
53 OHL	892	2.062	2.095	-56,2%	-0,9%	121 Azkoyen	60	148	168	-59,0%	-12,3%
54 CAF	857	948	466	-7,4%	105,5%	122 Reno de Médici	60	170	152	-71,9%	11,7%
55 B. Guipuzcoano	842	1.663	1.715	-48,7%	-7,3%	123 Funespaña	54	49	87	11,2%	-42,9%
56 Uralita	837	1.185	986	-27,2%	23,7%	124 Dogi	54	73	147	-32,2%	-60,2%
57 Sol Meliá	787	1.925	2.774	-58,2%	-30,1%	125 Puleva biotech	51	122	134	-58,0%	-9,0%
58 Zeltia	744	1.358	1.204	-45,1%	9,6%	126 Vueling	49	134	489	-63,1%	-72,6%
59 B. de Andalucía	714	1.399	2.002	-47,2%	-28,1%	127 Bodegas Riojanas	47	49	50	-2,9%	-1,3%
60 Cementos Portland	688	2.063	2.756	-64,7%	-23,0%	128 Renta Corp.	46	382	854	-87,5%	-54,7%
61 Martinsa-Fadesa	680	1.576		-56,8%		129 AISA Inmob	43	140		-69,1%	
62 Viscofán	674	694	685	-0,1%	3,1%	130 Nicolás Correa	37	63	59	-40,7%	8,1%
63 Elecnor	638	1.782	1.202	-63,8%	49,3%	131 Federico Paternina	36	51	50	-28,6%	2,7%
64 NH Hoteles	546	1.805	1.858	-69,0%	-17,9%	132 Lingotes Especiales	35	40	72	-8,7%	-43,6%
65 PRISA	495	2.810	2.891	-82,1%	-2,0%	133 Urbas Guard.	28	134	213	-79,0%	-78,6%
66 Faes Farma	480	1.286	1.644	-62,2%	-22,2%	134 Indo Int.	24	65	92	-76,2%	-29,0%
67 Codere Sa	473	1.002		-52,7%		135 Cia General de Invers.	23	30	29	-24,4%	3,7%
68 Vocento	472	1.700	1.837	-71,6%	-4,9%	136 Inbesós	16	79	81	-79,3%	-1,2%

Fuente de los datos: Datastream y elaboración propia.

## Anexo 5

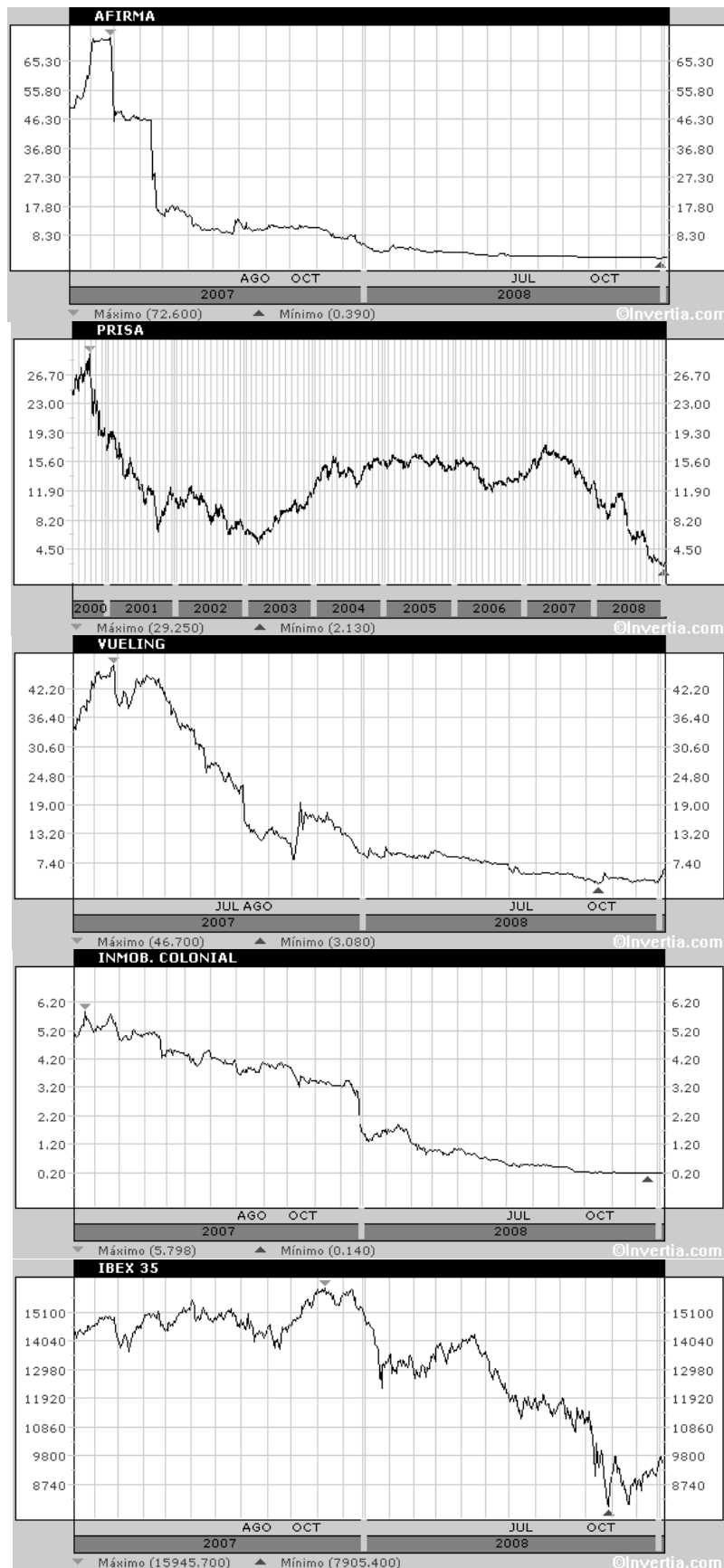
Oscilación de la cotización de 136 empresas del mercado continuo en el último año: Cotización máxima de 2008/cotización mínima de 2008

	2008		2008		2008
1 Astroc	12,82	47 Tubos Reunidos	2,82	93 Reyal Urbis	1,97
2 Colonial	12,57	48 Martinsa-Fadesa	2,81	94 Zeltia	1,97
3 Solaria	12,19	49 Puleva biotech	2,74	95 Unipapel	1,97
4 Renta Corp.	8,60	50 Dinamia	2,71	96 Tudor	1,94
5 Urbas Guard.	7,00	51 Metrovacesa	2,71	97 Miquel y Costas	1,94
6 PRISA	6,03	52 Santander	2,70	98 Natraceutical	1,91
7 Seda Barcelona	5,21	53 Bolsas y Mercados	2,66	99 B. Crédito Balear	1,91
8 Inbesós	5,17	54 Antena 3	2,59	100 Enagás	1,85
9 Arcelormittal	4,87	55 B. Pastor	2,59	101 Inypsa	1,83
10 Realia Business	4,81	56 Azkoyen	2,59	102 Iberpapel	1,82
11 Avanzit	4,76	57 Codere Sa	2,50	103 Vidrala	1,81
12 Gral. Alquiler Maq.	4,60	58 Papeles y Cart. Europa	2,42	104 Abertis	1,79
13 Indo Int.	4,23	59 Abengoa	2,40	105 Telefónica	1,79
14 Vocento	4,08	60 Iberia	2,40	106 Inditex	1,78
15 Service Point	4,06	61 Duro Felguera	2,39	107 Prosegur	1,75
16 Adolfo Domínguez	4,05	62 Corp. Dermoesztica	2,38	108 Grifols	1,75
17 Clínica Baviera	3,99	63 Criteria Caixa	2,37	109 Red Eléctrica	1,68
18 Sacyr Vallehermoso	3,95	64 Aguas de Barcelona	2,36	110 Corp. Mapfre	1,68
19 Fersa Ener Rnvbl.	3,94	65 Itinere infr.	2,36	111 Banesto	1,67
20 Técnicas Reunidas	3,92	66 BBVA	2,34	112 B. de Castilla	1,67
21 Acciona	3,91	67 Befesa	2,33	113 CAF	1,64
22 Tavex Algodonera	3,88	68 Jazztel	2,33	114 B. de Galicia	1,64
23 OHL	3,76	69 EADS	2,32	115 B. de Valencia	1,63
24 Reno de Médici	3,69	70 Natra	2,31	116 Unión Fenosa	1,61
25 AISA Inmob	3,66	71 Nicolás Correa	2,27	117 B. de Sabadell	1,59
26 Tubacex	3,64	72 Corp. Fin. Alba	2,25	118 Pescanova	1,59
27 Sniace	3,52	73 FCC	2,24	119 ACS	1,58
28 Vértice 360	3,51	74 Cie automotiv	2,24	120 Federico Paternina	1,57
29 Parquesol inmb.	3,51	75 Catalana Occidente	2,23	121 Sos Cuétara	1,55
30 Vueling	3,49	76 Gas Natural	2,21	122 Renta 4	1,54
31 Sol Meliá	3,48	77 PRIM	2,20	123 Uralita	1,54
32 Gamesa	3,47	78 Acerinox	2,18	124 Zardoya Otis	1,52
33 Cleop	3,46	79 Banco Popular	2,17	125 Campofrío	1,49
34 NH Hoteles	3,31	80 Iberdrola	2,17	126 Barón de Ley	1,44
35 Amper	3,29	81 Bankinter	2,16	127 Indra	1,43
36 Faes Farma	3,25	82 Testa Inmuebles	2,14	128 Ebro Puleva	1,43
37 Lab. Almirall	3,24	83 Repsol YPF	2,13	129 Tecnocom	1,41
38 Cementos Portland	3,19	84 Sotogrande	2,13	130 Cía General de Invers.	1,40
39 Ferrovial	3,15	85 B. de Andalucía	2,08	131 Viscofán	1,39
40 Grupo Emp. Ence	3,10	86 Mecalux	2,07	132 Lingotes Especiales	1,39
41 Iberdrola Renov.	3,10	87 Lab. Rovi	2,07	133 Funespaña	1,37
42 Montebalito	3,10	88 Ercros	2,07	134 CVNE	1,17
43 Telecinco	3,04	89 B. de Vasconia	2,03	135 Bodegas Riojanas	1,17
44 Fluidra	2,98	90 B. Guipuzcóano	2,00	136 Cepsa	1,05
45 Dogi	2,85	91 Cintra	2,00		
46 Elecnor	2,83	92 Endesa	2,00		
					2008
				IBEX 35	1,90
				Promedio de las 136 empresas	2,85
				Media ponderada por capitalización	2,58

Fuente de los datos: Invertia.com y elaboración propia.

## Anexo 6

Evolución del IBEX 35 y de la cotización de algunas de las empresas con mayores caídas en los últimos años





## Comentarios de lectores

Me parece un buen resumen fundamentado de intuiciones y de lecciones, aunque una buena parte, en teoría, ya se sabían antes de estallar la crisis. Como el efecto bola de nieve que baja por la pendiente; cuando la ves venir, todo el mundo echa a correr, de modo que se va haciendo cada vez más grande.

Ejemplo. Uno de los argumentos más ponentes de inversión en bolsa (diversificando) es que invirtiendo a largo plazo, y basado en los históricos, te da una rentabilidad mínima de un 12%. Tomando el período de referencia que comentáis sobre la bolsa española, el peor tramo del Ibex va de 5.500 aproximadamente en 2003 a 9.000 en 2009. La rentabilidad interanual sería mayor que la de un bono y tan sólo serían seis años, descontando el hecho de que invertir en el Ibex no es realmente diversificar, pues según he leído, cinco o seis de las 30 y pico de empresas que lo componen suman un 70% de su peso.

Sin embargo, yo actualmente tengo un plan de pensiones de renta variable global que abrí en 2001, al que he aportado a lo largo de los años ¡más de su valor liquidativo actual! En la teoría, recomendaría a un amigo mantener sus posiciones si invierte a largo, pues justamente ahora hay poco que perder (los descensos de 40 o 50% del valor de las acciones actuales no tienen nada que ver con los de hace un año; no es lo mismo caer de 100 a 50 que de 10 a 5) y mucho que ganar (estar dentro del mercado cuando se produzcan las mayores subidas, momento imprevisible). Sin embargo, en la práctica, me he cubierto trasladando parte del fondo a renta fija... el efecto bola de nieve es contagioso. Por supuesto que gran parte de esta pérdida de valor se debe a la mala gestión de mi plan, primero en Citi, luego en Santander, y por último y la más desastrosa, en Cajamar. Pero el problema es que es difícil conseguir una buena gestión de los fondos, ya que en buenos momentos de mercado, a las gestoras se les exige rentabilidad a corto y los inversores trasladan sus fondos a aquellas que mejor lo están haciendo. Esto lleva a la mayoría a sobreexponerse, y cuando llegan tiempos de crisis, los fondos lo sufren. Así pues, es difícil saber en qué manos dejar tu dinero, y aun sabiéndolo, es difícil encontrar tiempo para ello. Mi marido y yo hemos dedicado las vacaciones a actuar como verdaderos inversores, diversificando riesgos, de forma que ahora trabajamos con varios bancos, no sólo en uno; hemos contratado productos de ahorro líquidos, depósitos a un año, seguros, y dividido nuestros planes y fondos... pero es un trabajo de chinos, un plan para protegernos y sacar partido de nuestros ahorros tal vez demasiado sofisticado para nosotros. ¿Qué opinas?