

Índice

	Prólogo de Tomás Alfaro Drake	9
	Introducción	13
1	Cómo identificar y valorar un patrimonio familiar (I)	17
	1. Introducción	17
	2. Cómo identificar un patrimonio familiar	20
	3. Cómo valorar un patrimonio familiar	26
	3.1. Para qué tenemos activos	27
	3.2. Cómo se mide la rentabilidad y el valor económico de un activo	28
	3.3. ¿Cómo pasar de valor contable a valor económico	29
	3.4. Los elementos del valor económico de un activo familiar	30
	4. Resumen y conclusiones	32
2	Cómo identificar y valorar un patrimonio familiar (II)	35
	1. Introducción	35
	2. El papel de los pasivos.....	36
	2.1. Cómo calcular el coste de la deuda	37

	2.2. Cómo calcular el coste de los recursos propios.....	39
	2.3. Cómo calcular la tasa de descuento de los flujos de caja.....	40
	3. Un ejemplo de valoración económica de un patrimonio familiar	41
	3.1. Valor económico de los activos materiales	43
	3.2. Valor económico de los activos financieros	43
	3.3. Valor económico de los activos inmateriales	44
	3.4. Valor económico de los pasivos familiares	45
	3.5. Valor contable y valor económico de un patrimonio familiar.....	46
	4. Algunas consecuencias prácticas	48
	5. Resumen y conclusiones	52
3	Algunos ejemplos de decisiones sobre el patrimonio familiar.....	55
	1. Introducción	55
	2. Decisiones sobre activos materiales: ¿comprar o alquilar?.....	56
	3. Decisiones sobre activos inmateriales: ¿cuánto vale un MBA?.....	61
	4. Decisiones sobre activos financieros: ¿cuál es una rentabilidad razonable?	63
	5. Resumen y conclusiones	68
4	Cómo aumentar su patrimonio. Ideas básicas antes de delegar la gestión de un patrimonio.....	71
	1. Introducción	71
	2. ¿Sabe lo que delega?.....	72
	3. ¿Sabe a quién lo delega?.....	73
	4. ¿Sabe para qué delega?.....	74
	5. ¿Sabe lo que crea valor en su patrimonio?.....	74
	6. ¿Sabe cómo crear valor en su patrimonio?.....	76
	7. Etapas para gestionar el valor de un patrimonio	77
	8. Resumen y conclusiones	78

5	La gestión del patrimonio familiar (I)	81
	1. Introducción	81
	2. Principios para la gestión de un patrimonio	83
	2.1. Sentido común y realismo.....	83
	2.2. Adecuada liquidez.....	84
	2.3. Control de riesgos y diversificación	85
	2.4. Enfoque a largo plazo	85
	2.5. Independencia.....	87
	3. Objetivos y enfoque en la gestión de un patrimonio	87
	3.1. Posibles objetivos de un patrimonio	88
	4. Factores de deterioro de un patrimonio	89
	4.1. Inflación	90
	4.2. Impuestos	92
	4.3. Comisiones y honorarios de asesores e intermediarios.....	93
	4.4. Malas inversiones.....	94
	4.5. Gastos excesivos	95
	4.6. Divorcios	95
	4.7. División intergeneracional	96
	4.8. Emociones	96
	5. Resumen y conclusiones	97
	5.1. Algunas pautas de conducta.....	98
6	La gestión del patrimonio familiar (II)	99
	1. Introducción	99
	2. Rentabilidad y riesgo	100
	3. Riesgo, incertidumbre y volatilidad.....	102
	4. Tipos de riesgos	104
	5. Diversificación y correlación.....	106
	6. Mercados eficientes.....	108
	7. El dinero en efectivo como alternativa de inversión válida.....	109
	8. Estrategias de inversión en acciones cotizadas.	110
	9. Estrategias de inversión activas	110
	9.1. <i>Market timing</i>	111
	9.2. La selección de valores	113

	10. Estrategias de inversión pasivas	115
	11. Resumen y conclusiones	116
	12. Algunas pautas de conducta.....	117
7	Rentabilidad esperada: algunas lecciones de la historia	119
	1. Introducción	119
	2. Lecciones de la historia.....	120
	3. Rentabilidad esperada y estructura del patrimonio	128
	3.1. Cuánto se necesita para no perder valor adquisitivo	129
	3.2. ¿Cuándo hay que empezar a ahorrar? ¿Cuánto hay que ahorrar?	132
	4. Controle los gastos	133
	5. Resumen y conclusiones	135
	6. Algunas pautas de conducta.....	137
8	El punto de vista de los grandes patrimonios	139
	1. Introducción	139
	2. Los grandes patrimonios	140
	3. Bancos privados	142
	4. Oficinas familiares	143
	5. Fondos de gestión alternativa	146
	6. Capital riesgo	148
	7. <i>Endowments</i>	149
	8. Resumen y conclusiones	150
	A modo de resumen	151
	Notas.....	161
	Bibliografía	165

Prólogo

Es para mí una gran alegría y un honor que mis colegas y amigos Francisco López Lubián y Luis Barallat me hayan elegido para escribir este prólogo a su libro *Saca partido a tus ahorros*.

Como ellos mismos dicen en la introducción, hay muchos libros que ofrecen a los problemas financieros soluciones mágicas o incluso adecuadas, pero no es tan fácil encontrar libros que ofrezcan soluciones que, además de adecuadas —de magia nada, por favor— sean razonables. Y este libro las ofrece. Adecuadas, razonables y cargadas de buen sentido. Su lectura será, por tanto, muy útil y provechosa. Quien lo lea encontrará criterios razonables para gestionar su patrimonio familiar, incrementarlo, disfrutar de él durante muchos años y legárselo a sus hijos. Pero me gustaría llevar las cosas un poco más lejos.

Para un académico pudiera parecer que un libro de finanzas familiares es un libro menor. Los verdaderamente importantes serían los de finanzas para las grandes corporaciones o para los Estados o entidades supranacionales. Nada más lejos de la realidad. Las familias constituyen el tejido de la sociedad y si sus finanzas van bien, probablemente vaya bien la economía y, con ella, las finanzas de las empresas y las de los países. Es más, si los gobiernos, bancos centrales y empresas hubiesen seguido en los dos decenios anteriores a

esta crisis algunos de los consejos que se dan en este libro, es más que posible que no se hubiese producido.

No voy a contradecir a los que opinan que esta crisis es fruto de la codicia. Estoy totalmente de acuerdo con ellos. Pero sí debo decir algo sobre el significado de la palabra codicia. La codicia es algo malo, desde luego, pero no por lo que tiene de buen sentido de querer ganar dinero e invertir rentablemente los ahorros, sino por lo que supone de hacerlo de una forma estúpida y éticamente desordenada. La ceguera de los bancos centrales, creando durante decenios un exceso de dinero que mantenía los tipos de interés artificialmente bajos. La estupidez de muchos bancos comerciales de creer que se podía prestar cualquier cantidad a cualquiera sin analizar a fondo su riesgo. La miopía de las empresas y las economías familiares para, siguiendo esas falsas señales, endeudarse más allá de lo razonable. La ingenuidad, en esa situación de bajos tipos de interés, de creer que invertir en algo que de una alta rentabilidad con bajo riesgo es posible. La falta de escrúpulos de quienes –muchos asesores financieros y bancos de inversión– proponían estas inversiones creando productos opacos. La falacia de los gobiernos, queriendo adormecer a sus ciudadanos con un estado del bienestar sustentado en gastar más de lo que ingresan durante decenios, disparando los déficits crónicos y endeudándose hasta las orejas. Toda esa combinación de ceguera, estupidez, miopía, ingenuidad, falta de escrúpulos y falacia, llevada hasta extremos inauditos, es lo que da al término codicia su sentido éticamente negativo.

Pues bien, un lector atento de este libro muy posiblemente hubiese estado vacunado, él y su familia, contra muchas de estas cosas. Y vacunados ellos, lo hubiese estado la economía. Y vacunada la economía no nos encontraríamos en la situación en la que nos encontramos. No es poco para un libro. Además, me gustan las personas que escriben cosas importantes –como es este libro– quitándoles importancia. Por eso cultivo mi amistad con Paco y Luis y de ahí mi alegría y el sentirme honrado por la petición que me hacen de que escriba estas líneas.

Creo que fue Marcel Proust quien dijo: «todo está ya escrito, pero como nadie escucha, hay que repetirlo todo cada día». Como todas

las grandes frases, esta tiene su lado de verdad y su lado equívoco. Cierto que todo está ya escrito y que nada hay nuevo bajo el sol, pero las mismas cosas, dichas de forma nueva e inteligente, son distintas. Y este es el caso de este libro. No sé si la humanidad es capaz de aprender de sus errores, pero si lo es, será a base de que libros inteligentes se los recuerden. Este libro no llega ya a tiempo para evitar esta crisis, pero tal vez pueda aportar un pequeño grano de arena para que, cuando salgamos de ella, no se repita o para que, si se repite, los que hayan aprendido y pongan en práctica las lecciones que enseña padezcan menos la próxima.

Este libro es esencial para manejar las finanzas familiares eficazmente y que las familias puedan disfrutar de su patrimonio durante largos años. Esta es su función principal y cualquier lector sacará de él enseñanzas explícitas útiles y provechosas para ello. Pero es mucho más que eso, y conviene extraer también sus lecciones implícitas. Y, además, el lector disfrutará de su estilo claro, ameno y directo. ¿Se puede pedir más de un libro?

Tomás Alfaro Drake
Profesor de Finanzas en IE Business School

Introducción

«Durante 2011, un 64,6% opina que el poder adquisitivo de las familias empeorará, un 24,3% opina que seguirá igual y sólo un 9,1% piensa que mejorará».

Encuesta-barómetro de las familias del Instituto DYM para *ABC*
(10 de enero de 2011)

El mundo editorial está lleno de libros de gestión de empresas que plantean problemas reales y ofrecen soluciones mágicas. Las soluciones mágicas están muy bien, salvo el pequeño detalle de que son magia. A no ser que usted crea en la magia como un procedimiento para resolver problemas reales, nuestra recomendación es que no confíe demasiado en esas soluciones mágicas.

Este libro no es un libro de magia, ni de soluciones mágicas. Es un libro que plantea cuestiones reales acerca del patrimonio personal o familiar, y sobre las que la mayoría de las personas tenemos que tomar decisiones.

Por ejemplo: ¿es mejor comprar que alquilar? ¿Vale la pena tener un seguro de vida? ¿Hay que completar el plan público de pensiones con un plan privado? ¿Cuánto nos cuesta el crédito bancario? ¿Cuál es una rentabilidad razonable a la hora de invertir? ¿Vale la pena invertir en educación?¹.

Plantear problemas es relativamente fácil. Ofrecer soluciones adecuadas es más complicado. Pero lo realmente difícil es ofrecer soluciones adecuadas y razonables.

Una solución es adecuada si ayuda a resolver un problema real de acuerdo con unos criterios de decisión preestablecidos. Por ejemplo, ante un problema real de falta de dinero en una familia, si se establece como únicos y más relevantes criterios el azar, la magia o la suerte, una solución adecuada al problema será comprar lotería de Navidad con la esperanza de que toque algún premio que resuelva el problema. O hacer quinielas cada semana para ver si se acierta y se gana mucho dinero.

Es decir, lo que puede ser una solución adecuada no tiene por qué ser necesariamente razonable. Para que una solución adecuada sea también razonable, debe basarse en criterios razonables.

Evidentemente, que una solución sea razonable no depende de la razonabilidad de un único criterio. O, en otros términos, normalmente no existe un único criterio que tenga la exclusividad de asegurar que una solución es razonable. Sin embargo, hay criterios que siempre deben considerarse para asegurar que una solución es razonable. Son condición necesaria para que la solución sea razonable, pero no suficiente. La viabilidad y rentabilidad económica es uno de estos criterios.

Apliquemos estas reflexiones a los temas que nos ocupan en este libro.

Como ya se ha señalado, en esta obra se trata de plantear problemas reales que afectan al patrimonio personal o familiar, y de aportar soluciones adecuadas y razonables. En este libro se utiliza como criterio de análisis la viabilidad y la rentabilidad económica asociada a la solución propuesta, ya que se considera que es un criterio necesario, pero no suficiente, para asegurar la razonabilidad de una solución.

Por ejemplo, si una familia se plantea la cuestión de si vale la pena invertir en educación, la decisión debe considerar diversos criterios, tanto cuantitativos como cualitativos. Ante una propuesta concreta de inversión en educación, este libro le ayudará a analizar cómo afecta esa inversión a la viabilidad y rentabilidad económica de su patrimonio familiar.

Es evidente que si una familia decide invertir en educación, no lo hace exclusivamente porque esta inversión le proporcione una rentabilidad económica. Sin embargo, conocer cómo afecta a la riqueza y viabilidad de su patrimonio le ayudará a mejorar la implantación de esa decisión.

Lo mismo podríamos decir de otras muchas cuestiones que afectan al patrimonio familiar: el objetivo de este libro no es proporcionarle una solución única y definitiva, sino ayudarle a entender la viabilidad y rentabilidad de su decisión.

Con este enfoque, en los capítulos primeros se desarrollan los elementos para identificar y valorar un patrimonio familiar, señalando las diferencias entre valor económico aparente y valor real.

El capítulo 3 se dedica a describir y analizar algunos ejemplos de decisiones que suelen presentarse en la gestión de un patrimonio, tanto en relación con activos materiales (comprar o alquilar), como activos inmateriales (¿es rentable la inversión en educación?) y activos financieros (¿qué es una rentabilidad razonable?).

En el capítulo 4 se resumen algunas ideas que conviene tener presentes antes de delegar en terceros responsabilidades sobre la gestión de nuestro dinero. Todas surgen de aplicar el sentido común, que nos dice que antes de juzgar la bondad del que actúa por delegación, es fundamental que el que delega sepa lo que quiere. Estas ideas conducen a identificar las etapas que se precisan para gestionar un patrimonio teniendo en cuenta el valor económico.

En el capítulo 5 se desarrollan con detalle los principios y objetivos que deben seguirse a la hora de gestionar un patrimonio familiar, incluyendo los factores que contribuyen a su deterioro, y que deben ser contrarrestados para que éste no disminuya inexorablemente.

El capítulo 6 está dedicado a profundizar en el concepto de riesgo, analizando sus diferentes tipos y las formas de controlarlos, y a describir y proponer distintas posibles estrategias de actuación en los mercados financieros con recomendaciones sobre cuáles resultan más adecuadas para cada caso.

El capítulo 7 se dedica a detallar las experiencias históricas de rentabilidad de las distintas clases de activos a lo largo del tiempo, para luego considerar qué rentabilidad es razonable esperar según la composición del patrimonio y cuánto se puede consumir del mismo en función de los objetivos marcados y de los gastos de gestión soportados.

El capítulo 8 se centra en describir las peculiaridades existentes en los patrimonios de inversión muy grandes, que pueden ser familiares o institucionales: fundaciones, universidades... Estas peculiaridades vienen derivadas de que el tamaño también importa en este caso, no sólo en los objetivos y en la posibilidad de asumir riesgos, sino en el horizonte temporal con el que se planean las inversiones, que tiende a ir más allá de una generación. Adicionalmente se describen algunas clases de activos, como los fondos alternativos o el capital riesgo en el que invierten este tipo de patrimonios.

Finalmente, se resumen las principales pautas de conducta recomendadas y conclusiones del libro.

Como ya se ha señalado, los ejemplos que se describen y analizan en el libro corresponden a situaciones reales, aunque algunas han sido modificadas para mantener la confidencialidad. En la medida en que este es un libro fruto de la experiencia profesional y docente de muchos años, sus autores deben manifestar su gratitud a un elevado número de personas que han contribuido en el mismo, a través de su labor de proporcionar datos y/o analizar críticamente su contenido. De entre ellos, merecen una mención especial Pedro Gete y Victoria Fernández.

Aunque todos estos amigos han colaborado al interés que pueda tener esta obra, es preciso señalar que las posibles imperfecciones, omisiones o defectos del libro son responsabilidad exclusiva de sus autores.

1

Cómo identificar y valorar un patrimonio familiar (I)

«Precio es lo que pagas. Valor es lo que obtienes».

Warren Buffett

1. Introducción

Tengo un amigo, Juan, que es un poco peculiar. Opina que para ser un caballero, hay que tener un mínimo de patrimonio. En otras palabras, que es de pésima educación –dice– no disponer de un cierto patrimonio.

Mi amigo Juan es uno de esos afortunados que han llegado al patrimonio sin demasiado esfuerzo personal, en este caso por la vía matrimonial, por lo que no es de extrañar su peculiar visión de la caballerosidad y de la educación. Con independencia de que sus opiniones, en este y otros temas, sean bastante discutibles, he de reconocer que no deja de tener algo de razón.

En efecto. La mayoría de la gente, o son personas que después de un notable esfuerzo y de una vida dedicada al trabajo consiguen

tener un cierto patrimonio económico¹ –unos ahorrillos con los que pueden afrontar un futuro que siempre es inseguro, preparar su jubilación y/o transmitir un legado a sus descendientes–; o somos personas que estamos en el camino (y la esperanza) de lograr ese patrimonio.

Sin embargo, no siempre el interés que se pone para conseguir esa riqueza familiar se corresponde con la necesaria atención para mantenerla. Ciertamente sorprende la insuficiente atención que mucha gente dedica a su patrimonio familiar/personal, cuya gestión resulta manifiestamente mejorable, tanto por omisión como por acción incorrecta.

Por omisión. En ocasiones, parece como si toda la atención, interés y profesionalidad con que algunos cuidan el dinero de los otros, se diluyeran cuando se trata de gestionar el propio dinero. Da la sensación de que esas personas están tan ocupadas dedicándose a ganar dinero en su actividad profesional, que no tienen tiempo para evitar que otros se lo despilfarren.

Por experiencia propia o ajena, todos conocemos casos de este tipo. Por ejemplo, el del que invierte en acciones de una determinada empresa porque se lo dice un amigo que sabe del tema y que le lleva esos asuntos; o el que compra un cierto activo financiero a resultas del consejo del director de la sucursal bancaria donde tiene domiciliada la nómina...

Es a lo que se refiere Warren Buffett cuando dice: «si los matrimonios eligieran a su pareja como eligen acciones, ningún matrimonio duraría más de una semana».

Por acción incorrecta. En estos casos no se trata de desatender el patrimonio familiar/personal, sino de atenderlo mal. No se trata de no querer, sino de no saber. O de saber mal, y no saber que no se sabe.

Cuando pienso sobre estos temas siempre me viene a la cabeza el caso de mi amigo Manolo. A principios de los años 2000 fue uno de los que decidió endeudarse a largo plazo en yenes, convencido

de que así tendría un coste del 0,5% cuando todo el mundo estaba pagando un 8%. Se olvidó de que debería amortizar el crédito (principal e intereses) en yenes, y de que había un riesgo de tipo de cambio, ya que él operaba en euros...².

Es comprensible que uno no sepa de temas financieros si no es un experto. Sobre todo en un contexto en el que los productos de inversión cada vez son más sofisticados y difíciles de entender; la transparencia en los costes implícitos en esos productos suele brillar por su ausencia; los intermediarios financieros cada vez son más agresivos en sus acciones comerciales para colocar estos productos, con independencia de lo que gane el cliente; los intereses del vendedor no siempre coinciden con los del comprador.

Lo que quizás no resulta tan comprensible es la ligereza con que, en ocasiones, tomamos decisiones y actuamos comprando y vendiendo cosas sobre las que no tenemos la más remota idea.

Nunca se me olvidarán los motivos que me dio un comercial para invertir en banda ancha en los inicios de esta tecnología: «La banda ancha es el futuro» –decía–. «En la banda ancha habrá muchos compradores y muchos vendedores. Nadie sabe lo que comprarán ni lo que venderán, pero, eso sí, lo harán a toda velocidad...».

Cuando se habla de gestionar un patrimonio familiar/personal conviene identificar una serie de preguntas clave, para las que hay que tener una respuesta clara y convincente.

Por ejemplo, ¿sabe usted...

- en qué consiste su patrimonio?
- qué quiere hacer con su patrimonio: transmitirlo, vivir de las rentas, cubrir sus necesidades de jubilación...?
- qué valor tiene su patrimonio?
- cómo se gestiona su patrimonio?
- quién lo gestiona (si es que alguien lo hace)?
- cuánto le cuesta la gestión de su patrimonio?

- cómo se puede saber si su patrimonio está bien gestionado?
- hay alguna manera de controlar esa gestión?
- cómo se puede incrementar su patrimonio?

Si es usted una de esas personas que no tiene dudas sobre estas cuestiones, olvídense de este libro.

Si, por el contrario, usted se siente identificado con algunas de las situaciones arriba descritas y considera que aún tiene algo que aprender para sentirse cómodo al responder a este tipo de preguntas, entonces considérese afortunado. Al menos por tres motivos:

- Dispone usted (o está en el camino de disponer) de un patrimonio familiar/personal bien merecido.
- Tiene razones para (y posibilidades de) mejorarlo.
- Este libro le puede ayudar en esta tarea³.

2. Cómo identificar un patrimonio familiar

Para gestionar algo, lo primero es identificar ese algo que hay que gestionar. Para gestionar su patrimonio familiar/personal, lo primero es identificar en qué consiste ese patrimonio.

¿Sabe usted identificar el patrimonio familiar/personal que posee?

«Por supuesto», pensará usted. «Ni que fuese yo un jeque árabe... ¿Qué se habrá creído este hombre?».

De acuerdo. Reformulo la pregunta: ¿sabe usted identificar todo el patrimonio familiar/personal que posee?

Si la pregunta le hace dudar, no se crea un bicho raro. En ocasiones, ser consciente de lo que se tiene no es tan fácil como parece. Esto me recuerda el viejo chiste del humorista español Chumy Chuméz, que presentaba en una viñeta a un hombre leyendo un periódico, en un paisaje rural y con el sol característico de este dibujante. En la

viñeta el hombre decía: «¡Ahí va! Si resulta que tengo una renta per cápita que para mí la quisiera yo...».

Nótese que, por ahora, no estoy hablando de valorar su patrimonio, sino de tener una relación completa de todo lo que usted (o la unidad familiar) posee. Aunque esta relación se puede conseguir de diversas formas, le propongo un enfoque muy sencillo que le ayudará en esta labor.

Los activos familiares

El patrimonio es el conjunto de cosas que se tienen. Vamos a llamar activos⁴ a esas cosas que se tienen. Una familia puede tener tres tipos de activos:

- Activos materiales.
- Activos financieros.
- Activos inmateriales.

Los activos materiales son las cosas materiales que se tienen. Por ejemplo, un coche, una casa, unas joyas, una colección de pinturas, un terreno, una colección de sellos, etc.

Los activos financieros son las inversiones financieras que se tienen. Por ejemplo, un paquete de acciones de Telefónica, unos bonos del tesoro alemán a 10 años, una participación en un fondo de inversión, unas acciones convertibles del Banco Popular, etc.

Como referencia, en 1997 el patrimonio de las familias españolas se componía básicamente de un 71% de activos inmobiliarios, y de un 29% de activos financieros. En 2010, los porcentajes eran del 77% y del 23%, respectivamente⁵.

Finalmente, los activos inmateriales son el resto de cosas que se poseen. Por ejemplo, la educación de sus hijos, la imagen o el buen nombre de la familia, las posibilidades de transmisión del

patrimonio familiar a las generaciones futuras, la conveniente atención sanitaria para los miembros de la familia, el derecho a un plan de jubilación, etc.

Es decir, la relación completa de los elementos de un patrimonio familiar no se limita a los activos materiales y/o financieros. Hay que incluir también los activos inmateriales, en algunos casos tan importantes como los dos primeros.

A modo de ejemplo y sin ánimo de exhaustividad, una relación completa de un patrimonio familiar podría ser la siguiente:

Activos materiales

1. Dos vehículos.
2. Un piso amueblado en Madrid.
3. Diversas joyas.

Activos financieros

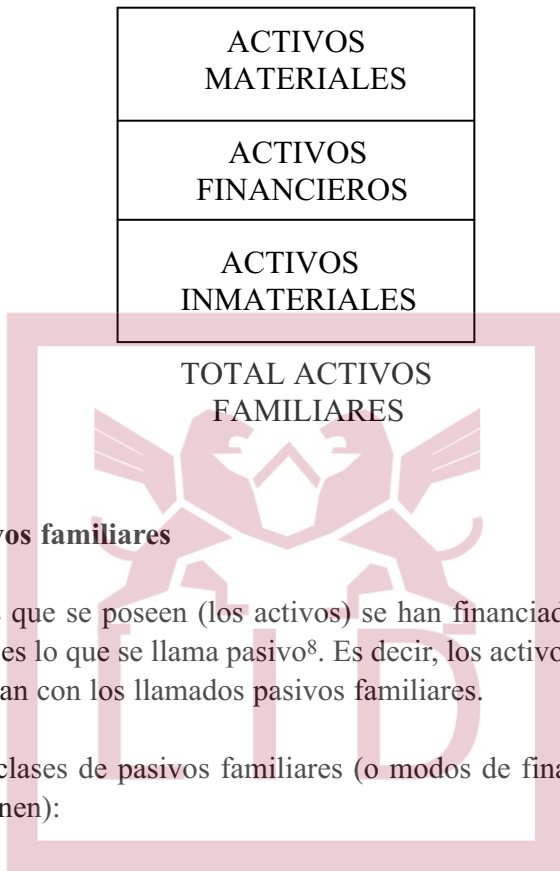
1. 10.050 acciones preferentes de Inmobiliaria Colonial.
2. 500.000 euros en Letras del Tesoro.
3. 200 obligaciones de Telefónica.

Activos inmateriales

1. Tres hijos estudiando en la Universidad.
2. El apellido familiar⁶
3. El otro apellido familiar⁷
4. Un plan completo de asistencia sanitaria.
5. Un derecho a un plan de jubilación.

Naturalmente, la suma de los tres tipos de activos proporciona el total de activos familiares.

Gráficamente:



Los pasivos familiares

Las cosas que se poseen (los activos) se han financiado con algo. Este algo es lo que se llama pasivo⁸. Es decir, los activos familiares se financian con los llamados pasivos familiares.

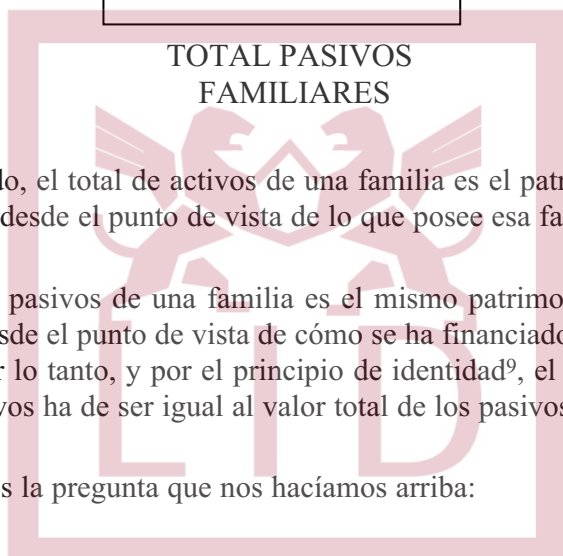
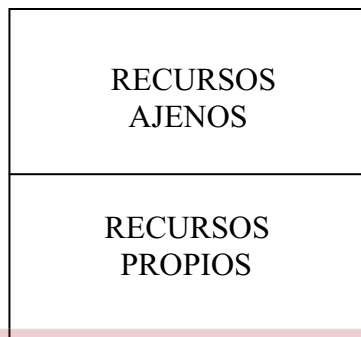
Hay dos clases de pasivos familiares (o modos de financiar cosas que se tienen):

- Los recursos ajenos, es decir, el dinero de los demás.
- Los recursos propios, es decir, el dinero de uno.

Básicamente, cuando hablamos de recursos ajenos estamos hablando de deuda con entidades financieras, en sus diversas modalidades: préstamos a corto, préstamos a largo, créditos al consumo, *leasing*, etc.

Los recursos propios son el dinero que ha aportado la familia, que también se llama capital.

Gráficamente:



Resumiendo, el total de activos de una familia es el patrimonio de la familia, desde el punto de vista de lo que posee esa familia.

El total de pasivos de una familia es el mismo patrimonio de esa familia, desde el punto de vista de cómo se ha financiado ese patrimonio. Por lo tanto, y por el principio de identidad⁹, el valor total de los activos ha de ser igual al valor total de los pasivos¹⁰.

Retomemos la pregunta que nos hacíamos arriba:

¿Sabe usted identificar el patrimonio familiar/personal que posee?

La respuesta es sencilla: sí. Identificando todos los activos familiares que se poseen, con lo que se tiene el detalle de ese patrimonio. Y si se tiene curiosidad sobre cómo se ha financiado, haciendo una relación de las deudas que se tienen. El resto son los recursos propios o el capital.

Según datos de la Fundación de Estudios Financieros, el patrimonio total y el endeudamiento de las familias españolas en los últimos años ha sido el siguiente (datos en billones de euros):

Año	Patrimonio total	Endeudamiento	% Endeud./Patrim.
2004	6,2	0,6	9,7
2005	7,3	0,7	9,7
2006	8,1	0,8	9,9
2007	8,5	0,9	10,6
2008	8,0	0,95	11,9
2009	7,5	0,90	12,0
2010	7,25	0,95	13,1

Fuente: «Ahorro familiar en España», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, núm. 33, marzo de 2011.

En el ejemplo arriba señalado, podemos completar la relación del patrimonio familiar añadiendo en los activos la cantidad que la familia tiene en disponible, y los pasivos con los que ha financiado esos activos.

Si suponemos que estamos hablando del patrimonio de la familia Pérez López, a fecha de 31 de diciembre de 2011, entonces la relación de su patrimonio sería:

Detalle del patrimonio familiar de la familia Pérez López

A: 31-12-2011

Activos materiales

1. Dos vehículos
2. Un piso amueblado en Madrid
3. Diversas joyas

Recursos ajenos

- Crédito con Banco Pastor
- Crédito hipotecario con BBVA
- Alquiler con opción a compra (*leasing*) con Banesto

Activos financieros

1. 10.050 acciones preferentes de Inmobiliaria Colonial
2. 500.000 euros en Letras del Tesoro
3. 200 obligaciones de Telefónica
4. Unos 3.000 euros disponibles en metálico

Recursos propios

Activos inmateriales

1. Tres hijos estudiando en la universidad
2. El apellido Pérez
3. El apellido López
4. Un plan completo de asistencia sanitaria
5. Un derecho a un plan de jubilación

Capital familiar

Total activos familiares

= Total pasivos familiares

3. Cómo valorar un patrimonio familiar

Ahora que ya sabemos cómo identificar nuestro patrimonio familiar, el siguiente tema a tratar es cómo valorarlo.

Conceptualmente, la respuesta es muy sencilla: el valor de un patrimonio familiar es el valor de todos los activos familiares que lo constituyen. Es decir, si quiere valorar correctamente su patrimonio:

- 1) No se olvide de ningún activo.
- 2) Valore adecuadamente sus activos.

Lo que nos lleva a la pregunta clave: ¿cómo se valora adecuadamente un activo?

3.1. Para qué tenemos activos

Una familia puede tener activos (cosas) por muy diversos motivos: porque tienen un valor sentimental (perteneían a la abuela), porque no hay manera de deshacerse de ellos (formaban parte de una herencia envenenada), porque siempre ha sido así (tradición familiar), porque le gustan a mamá (o a papá), porque está de moda y es guay, etc.

Como este es un libro sobre economía y finanzas familiares, la pregunta que tenemos que hacernos es: ¿cuál es el motivo por el que una familia tiene un activo, desde un punto de vista económico y financiero?

Desde un punto de vista económico y financiero, se tienen activos (cosas) para que generen una rentabilidad económica. Y, en consecuencia, bajo una perspectiva económica y financiera, un activo vale tanto cuanto rentabilidad económica puede generar. Es decir, el valor económico de un activo depende de la rentabilidad económica que puede generar.

Nótese que estamos hablando de valor económico y de rentabilidad económica, y que este valor y esta rentabilidad no son los únicos, pero sí son los que en este libro nos interesan.

En ocasiones, para entender lo que *es* una cosa conviene comenzar entendiendo lo que *no es* esa cosa. En nuestro caso, podemos decir que valor económico *no es* valor sentimental. Valor económico *no es* valor contable. Valor económico *no es* valor social. No es que los autores de este libro tengamos algo en contra de esos otros valores. Ni que estos sean incompatibles con el valor económico. Es que, sencillamente, el valor económico es otra cosa.

En consecuencia, cuando estamos hablando del valor económico de un patrimonio familiar no nos estamos refiriendo a su valor sentimental, ni a su valor social, ni siquiera a su valor contable.

3.2. Cómo se mide la rentabilidad y el valor económico de un activo

La rentabilidad económica de un activo se mide por el flujo de dinero que ese activo produce a lo largo de su vida. Por lo tanto, cuando queremos estimar la rentabilidad económica de un activo hay que estimar el dinero contante y sonante que ese activo prevé producir en el futuro.

Veamos un ejemplo.

Un buen día se encuentra a su amigo Vicente por la calle y le propone lo siguiente: «Préstame 5.000 euros y te prometo que en un año te devuelvo 5.500 euros».

¿Le prestaría usted ese dinero a su amigo? ¿Por qué? ¿Cómo afectaría esto al valor económico de su patrimonio?

Como ya hemos señalado, usted podría decidir prestarle ese dinero a su amigo por diversos motivos. Por ejemplo, por razones sentimentales o afectivas («la amistad ante todo»; «para esto están los amigos»; «la verdad es que Vicente me cae muy bien y es un tipo honrado»; etc.). O por razones de conveniencia (este Vicente es un pesado y como no le preste el dinero me perseguirá hasta el agotamiento; me conviene quedar bien con él porque su familia tiene mucho dinero; etc.).

De nuevo, sin menospreciar para nada las otras múltiples razones por las que el bueno de Vicente se merece (o no) que le hagamos este préstamo, centrémonos en las razones económicas.

Bajo una perspectiva económica y financiera, la pregunta que hay que hacerse es: ¿cuánto gano (o pierdo) yo con esto?

Aparentemente, la respuesta es clara. Pongo 5.000 euros y saco 5.500, luego gano 500 euros. Es decir, mi patrimonio familiar se incrementa en 500 euros. Y obtengo una rentabilidad del 10%: invierto 5.000 euros y gano 500.

Aparentemente... ¿por qué aparentemente?

Porque:

- 1) Hay un riesgo: igual pongo 5.000 euros y no saco nada, o lo saco mucho después...
- 2) Aunque saque los 5.500 euros dentro de un año, no es lo mismo 5.000 euros ahora que 5.500 dentro de un año. ¿Por qué? Porque el valor económico del dinero varía con el tiempo, debido a la inflación y al coste de oportunidad, es decir la rentabilidad que puedo conseguir con las alternativas que se me ofrezcan a colocar esos 5.000 euros.

Estos elementos (inflación, coste de oportunidad de las alternativas y riesgo) son los que hay que incluir para convertir ese valor contable (aparente) de 500 euros en valor económico, que es el que nos interesa.

En resumen, con esta propuesta de nuestro amigo Vicente se obtiene una rentabilidad contable del 10%, y un incremento en el valor contable de nuestro patrimonio de 500 euros. Pero el valor económico y la rentabilidad económica no son el valor contable ni la rentabilidad contable.

3.3. ¿Cómo pasar de valor contable a valor económico?

La solución técnica para convertir un valor contable futuro en un valor económico presente es descontar los flujos de dinero futuros a una tasa de descuento que incluya esos elementos arriba mencionados (inflación, riesgo y coste de oportunidad)¹¹.

En nuestro caso, aplicando el sentido común podemos cuantificar esa tasa de descuento en algo parecido a lo siguiente: lo que ganaría yo ahora colocando mi dinero en una inversión libre de riesgo, más una prima por el riesgo que asumo al dejarle el dinero a Vicente. O

dicho en otras palabras, cuál sería la rentabilidad económica que yo obtendría ahora invirtiendo en una alternativa a la que me propone Vicente y que tenga el mismo riesgo...

En efecto. Si con mis 5.000 euros ya tengo una alternativa semejante en riesgo y que me proporciona una rentabilidad de, digamos, el 8%, el sentido común me dice que esa rentabilidad es la rentabilidad mínima que le tengo que pedir a mi inversión en el préstamo a Vicente.

Si acordamos que esa tasa es del 8%¹², entonces los 5.500 euros de dentro de un año se convierten en 5.093 de ahora¹³. Es decir, el valor contable de 5.500 es un valor económico de 5.093. Y podemos decir que lo que se gana con este préstamo no es 500 euros, sino 93 euros.

Resumiendo, la operación que nos propone nuestro amigo Vicente supone:

- Un aumento en el valor contable de nuestro patrimonio de 500 euros.
- Un aumento en el valor económico de nuestro patrimonio de 93 euros.

¿Por qué? Porque descontamos los 5.500 euros de dentro de un año a una tasa del 8%, por los motivos arriba señalados. Por lo tanto, si decidimos dar el préstamo a nuestro amigo Vicente, podemos estimar que nuestro patrimonio familiar se incrementa en 93 euros, ya que damos 5.000 euros y recibimos, en valor actual, 5.093.

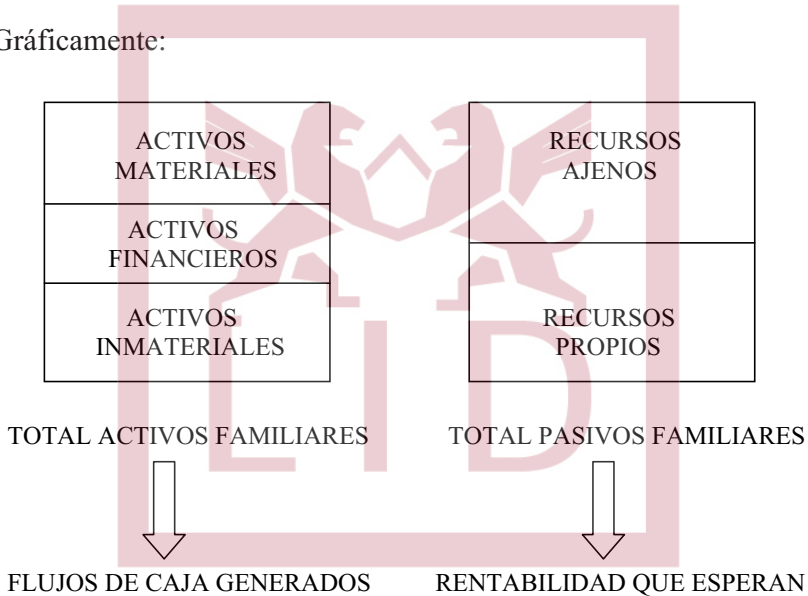
3.4. Los elementos del valor económico de un activo familiar

El ejemplo del posible préstamo al amigo Vicente nos ayuda a entender que para medir el valor económico de un activo es preciso estimar los flujos de dinero que este activo generará en el futuro, y descontar esos flujos de dinero o flujos de caja a una tasa de

descuento que tenga en cuenta la rentabilidad que ya tenemos en nuestra mejor inversión alternativa, con un riesgo semejante.

Los flujos de caja son los que se generan a través del activo familiar que estamos considerando. Por ejemplo, invertir en nuevas acciones de Telefónica; o invertir en educación (¿crea valor económico hacer un MBA?). La tasa de descuento es la rentabilidad promedio que los financiadores quieran obtener por darnos el dinero para invertir en ese activo. Y no olvidemos que los financiadores de activos familiares son las entidades financieras (deuda) y nosotros mismos (capital).

Gráficamente:



Para saber si una decisión de inversión en un nuevo activo familiar aumenta nuestro patrimonio en valor económico, tenemos que estimar los flujos de caja generados por esa decisión. ¿Cómo saber si esos flujos de caja son suficientes? Descantando esos flujos a la rentabilidad esperada. Si la suma de esos flujos descontados resulta positiva, ese es el aumento esperado de valor económico en el patrimonio.

Un simple ejemplo numérico ayudará a entender este proceso de cuantificación del valor económico.

Supongamos que la familia Pérez López, de la que ya tenemos una relación de su patrimonio, quiere analizar la decisión de invertir en un nuevo activo material familiar. Asumamos que este activo tiene un valor actual de 10.000 euros. Es evidente que si deciden adquirir este activo, el valor contable del patrimonio familiar se incrementa en 10.000 euros. Pero ¿qué pasa con el valor económico del patrimonio?

Únicamente se creará valor económico en el patrimonio familiar si el valor económico del activo es superior al valor contable. Es decir, si decidimos invertir 10.000 euros en un activo que tiene un valor económico superior a esos 10.000 euros. Precisamente, la diferencia entre el valor económico y el valor contable del activo es la creación de valor.

Para estimar el valor económico de ese activo debemos estimar los flujos de caja que generará en el futuro, y descontarlos a una tasa que represente la rentabilidad mínima esperada por los que financian esta inversión. Es decir, el valor económico depende de la naturaleza del activo que estamos considerando, pero también de cómo lo financiamos.

En este capítulo nos hemos centrado en la relación entre valor económico y los flujos que se generan de los activos. En el próximo capítulo analizamos con más detalle la relación entre financiación (pasivos que empleamos) y valor económico.

4. Resumen y conclusiones

- 1) Para gestionar algo, lo primero es identificar ese algo que hay que gestionar. Para gestionar su patrimonio familiar/personal, lo primero es identificar en qué consiste ese patrimonio.
- 2) El patrimonio es el conjunto de cosas que se tienen. Se llaman activos a esas cosas que se tienen. Una familia puede tener tres tipos de activos (de cosas que se tienen):

- Activos materiales.
 - Activos financieros.
 - Activos inmateriales.
- 3) Los activos materiales son las cosas materiales que se tienen. Por ejemplo, un coche, una casa, unas joyas, una colección de pinturas, un terreno, una colección de sellos, etc.
 - 4) Los activos financieros son las inversiones financieras que se tienen. Por ejemplo, un paquete de acciones de Telefónica, unos bonos del tesoro alemán a 10 años, una participación en un fondo de inversión, unas acciones convertibles del banco Popular, etc.
 - 5) Los activos inmateriales son el resto de cosas que se poseen. Por ejemplo, la educación de sus hijos, la imagen o el buen nombre de la familia, las posibilidades de transmisión del patrimonio familiar a las generaciones futuras, la conveniente atención sanitaria para los miembros de la familia, el derecho a un plan de jubilación, etc.
 - 6) Las cosas que se poseen (los activos) se han financiado con algo. Este algo es lo que se llama pasivo. Es decir, los activos familiares se financian con los llamados pasivos familiares.
 - 7) Hay dos clases de pasivos familiares (o modos de financiar cosas que se tienen):
 - Los recursos ajenos, es decir, el dinero de los demás.
 - Los recursos propios, es decir, el dinero de uno.
 - 8) Desde un punto de vista económico y financiero, se tienen activos (cosas) para que generen una rentabilidad económica. Y, en consecuencia, bajo una perspectiva económica y financiera, un activo vale tanto cuanto rentabilidad económica puede generar. Es decir, el valor económico de un activo depende de la rentabilidad económica que puede generar.

- 9) Para medir el valor económico de un activo debemos estimar los flujos de caja que generará en el futuro, y descontarlos a una tasa que represente la rentabilidad mínima esperada por los que financian esta inversión.
- 10) Es decir, el valor económico depende de la naturaleza del activo que estamos considerando, pero también de cómo lo financiamos.
- 11) En este capítulo nos hemos centrado en la relación entre valor económico y los flujos que se generan de los activos. En el próximo capítulo analizamos con más detalle la relación entre financiación (pasivos que empleamos) y valor económico.

