



**PROCESO SELECTIVO DE COBERTURA DE 13 PUESTOS DE TRABAJO DE TITULADO/A SUPERIOR EN LA DIRECCIÓN DEL FONDO DE APOYO A LA SOLVENCIA DE EMPRESAS ESTRATÉGICAS DE LA SOCIEDAD ESTATAL DE PARTICIPACIONES INDUSTRIALES (SEPI)**

**RESOLUCIÓN DEL ÓRGANO DE SELECCIÓN**

El órgano de selección ha acordado poner en conocimiento de todas las personas que están participando en este proceso selectivo, que se ha producido una impugnación de 12 preguntas formuladas en la parte específica de la prueba escrita celebrada el pasado 24 de febrero de 2023 y de 1 pregunta específica de reserva.

Atendiendo a lo establecido en el apartado 6.1.4 de las bases de la convocatoria y de conformidad con lo dispuesto en el artículo 75 de la Ley 39/2015, a tenor del cual “... *el órgano instructor adoptará las medidas necesarias para lograr el pleno respeto a los principios de contradicción y de igualdad de los interesados en el procedimiento*”, **el órgano de selección acuerda dar audiencia a todas las personas que realizaron la prueba escrita**, garantizando de este modo los principios de transparencia y publicidad, con la finalidad de que puedan efectuar las alegaciones que estimen convenientes en relación con las 13 preguntas impugnadas por una persona candidata, a cuyos efectos deberán aportar toda la documentación que estimen necesaria. La misma deberá presentarse, en la forma y lugar indicados en el apartado 5.1 de las bases de la convocatoria mediante correo electrónico a la dirección Tasaespecifica.PerfilA@sepi.es.

Se adjuntan las alegaciones formuladas, como Anexo a esta Resolución.

**Este trámite de audiencia tendrá una duración de 5 días hábiles y finalizará, de forma improrrogable, el próximo lunes 3 de abril a las 23:59 horas.**

Madrid, a 27 de marzo de 2023



## ANEXO

### PARTE 2 - PREGUNTAS ESPECÍFICAS

**Pregunta 11.** La aplicación en España de las normas contables NIIF/IFRS en la formulación de estados financieros:

**A:** Es voluntaria para todas las empresas, pero de hacerlo debe mantenerse por un determinado número de años

**B:** Es obligatoria para la formulación de estados financieros consolidados de Grupos societarios, solo cuando las empresas del perímetro incurran en ciertas operaciones.

**C:** Es obligatoria solo para estados financieros consolidados, y únicamente para determinados sectores.

**D:** No es posible

**RESPUESTA TRIBUNAL: B**

**SOLICITO:** La impugnación de la pregunta por presentar respuestas ambiguas.

#### **JUSTIFICACIÓN:**

La respuesta que se considera correcta por parte del Tribunal resulta ambigua, dado que como indica la respuesta B) “Es obligatoria para la formulación de estados financieros consolidados de Grupos societarios, solo cuando las empresas del perímetro incurran en ciertas operaciones”.

Sin embargo, en España todas las compañías nacionales cuyos valores cotizan en un mercado regulado están obligadas a utilizar las Normas NIIF en sus estados financieros consolidados, tal como las adoptó la Unión Europea (UE).

#### **Reglamento adoptado: Reglamento 1606/2002 adoptado por la Unión Europea en 2002**

Dicho Reglamento ofrece a los Estados miembros la opción de exigir o permitir las Normas NIIF en los estados financieros separados de todas las sociedades, incluidas las cotizadas, y/o en los estados financieros consolidados de compañías cuyos valores no cotizan en un mercado de valores regulado.

España utilizó esta opcionalidad en virtud del Reglamento NIC para:

- Exigir las Normas NIIF adoptadas por la UE en los estados financieros consolidados de todos los grupos que incluyen, al menos, una empresa del grupo cuyos valores, ya sean acciones o títulos de deuda, se negocian en un mercado regulado, incluso si los valores de la matriz no cotizan en un mercado regulado.
- Permitir las Normas NIIF adoptadas por la UE en los estados financieros consolidados de todas las demás empresas cuyos valores no cotizan en un mercado regulado.
- No se requieren o permiten las Normas NIIF en los estados financieros separados de las compañías cuyos valores, ya sean acciones o títulos de deuda, se negocian en un mercado regulado en España.

Es por todo lo expuesto que refuerza a defender que las opciones “A” y “D” son opciones no válidas.

En la respuesta “B”, se incluye la afirmación “Es obligatoria”:

- o **Respuesta B:** “solo cuando las empresas del perímetro incurran en ciertas operaciones” lo cual resulta muy diferente a todos los grupos que incluyen, al menos, una empresa del grupo cuyos valores, ya sean acciones o títulos de deuda, se negocian en un mercado regulado. El término



“ciertas operaciones” resulta difuso y sin relación a la “acción de negociar o cotizar”. Las operaciones que puede llevar a cabo una empresa o grupo de empresas resultan innumerables, cotizar en un mercado regulado en ningún momento es una operación, en todo caso; es una decisión que requiere determinadas acciones.

### CONCLUSIÓN:

**Solicito la impugnación de la respuesta dada por correcta por el Tribunal por no ser equiparable, el concepto de operaciones con la decisión de que los valores de una empresa del grupo coticen en un mercado regulado. Es una respuesta ambigua y confusa, equivocando los términos a los que se refiere la obligación del grupo consolidado y, por tanto, debería ser anulada.**

Con la finalidad de documentar la argumentación expuesta, adjunto fuente donde se refuerza todo lo comentado anteriormente, así como el link del reglamento al que está sujeto España (como Estado miembro de la UE) en esta materia “Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad”.

Disponible en:

- <https://niif.info/las-niif-en-espana/> [Consultado 04-Marzo-2023].
- o [http://publications.europa.eu/resource/ellar/063990c7-2ce2-4e5c-b0cc-5eba713d7d08.0005.01/DOC\\_1](http://publications.europa.eu/resource/ellar/063990c7-2ce2-4e5c-b0cc-5eba713d7d08.0005.01/DOC_1) [Consultado 04-Marzo-2023].

**Pregunta 19.** El método de consolidación por puesta en equivalencia implica:

A: Incorporar en los EEEF de la sociedad obligada a consolidar, todos los activos, pasivos, ingresos y gastos, de las sociedades del grupo

B: Incorporar todos los activos, pasivos, ingresos y gastos, de las sociedades del grupo, por el porcentaje accionarial correspondiente en cada sociedad.

C: Incorporar en resultados la variación neta del patrimonio neto de la entidad participada.

D: El método de consolidación por puesta en equivalencia ya no es un método aceptado tras la última modificación normativa.

**RESPUESTA TRIBUNAL: C**

**SOLICITO:** La impugnación de la pregunta por presentar un defecto de forma.

### JUSTIFICACIÓN:

El enunciado de la pregunta induce a error, dado que contiene “El método de consolidación por puesta en equivalencia implica:” y, **en ningún caso es un método de consolidación, sino que es un procedimiento.**

De hecho, si profundizamos en la normativa, la misma nos realiza una serie de recomendaciones sobre los métodos de consolidación a emplear, remarcando que siempre se aplicará aquel que mejor lleve a la consecución de la imagen fiel de las cuentas anuales consolidadas. Existen dos métodos de consolidación:

- o Método de integración global
- o Método de integración proporcional

Además, hay una técnica añadida que, por su sencillez, no llega a ser considerado como método y que se denomina procedimiento de puesta en equivalencia.



Así, también, lo establece el BOE del 24 de septiembre de 2010 “14621: Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas y se modifica el Plan General de Contabilidad aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre y el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas aprobado por Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre”, donde en la Sección 2.ª “Métodos de consolidación y en concreto en el artículo 10. Métodos aplicables dice:

**Artículo 10. Métodos aplicables.**

1. Los métodos de consolidación aplicables son los siguientes:
  - a) Integración global.
  - b) Integración proporcional.
2. El método de integración global se aplicará a las sociedades dependientes.
3. El método de integración proporcional se podrá aplicar a las sociedades multigrupo. En caso de no aplicarse este método, estas sociedades se incluirán en las cuentas consolidadas aplicando el procedimiento de puesta en equivalencia establecido en el artículo 12 de estas normas. La opción de aplicar este método se ejercerá de manera uniforme respecto a todas las sociedades multigrupo.

Es decir, que la propia norma habla de **dos métodos de consolidación: integración global e integración proporcional**, y, en caso de no poder aplicarse este método; las sociedades podrán aplicar el **procedimiento de puesta en equivalencia**. En algún caso, a pesar de que la norma no lo considera método, se han referido a esta técnica como método de participación, pero no como método de puesta en equivalencia.

**CONCLUSIÓN:**

**Por todo lo expuesto señalo que la pregunta induce a error, por considerar el procedimiento de puesta en equivalencia como un tercer método de consolidación y, por tanto, debería ser anulada por no ser correcta la respuesta dada por válida.**

Para reforzar lo citado, incluyo la documentación soporte que refuerza esta argumentación:

**2. Selección del método de consolidación**

La normativa realiza una serie de recomendaciones sobre los métodos a emplear, remarcando que siempre se aplicará aquel que mejor lleve a la consecución de la imagen fiel de las cuentas anuales consolidadas. **Existen dos métodos de consolidación: global y proporcional. Además, hay una técnica añadida que, por su sencillez, no llega a ser considerado como método y que se denomina procedimiento de puesta en equivalencia:**

- **Método de integración global:** Es el más completo y se aplica a los **grupos de sociedades**. Consiste en incorporar en totalidad los patrimonios netos y los gastos e ingresos de las entidades que forman el grupo, dominante y dependiente.

- **Método de integración proporcional:** Se puede aplicar a las empresas multigrupo y es similar al método global, pero la integración de las diferentes partidas se realiza únicamente en la proporción que representa las participaciones de las sociedades del grupo en el capital de las multigrupo o participadas.

- **Procedimiento de puesta en equivalencia:** Se puede aplicar a las empresas asociadas y también a aquellas entidades del Grupo excluidas de algunos de los métodos anteriores. Básicamente consiste en una actualización del valor contable de la cartera de valores que representa la participación en la entidad.



Disponible en:

- [https://guiasjuridicas.laleynext.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbFljTAAASMTM0sTtbLUouLM\\_DxbIwMDS0NDQ3OQOGZapUt-kkhlQaptWmJOcSoA9nr5TUAAAA=WKE#:~:text=Existen%20dos%20m%C3%A9todos%20de%20consolidaci%C3% %B3n,a%20los%20grupos%20de%20sociedades.](https://guiasjuridicas.laleynext.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbFljTAAASMTM0sTtbLUouLM_DxbIwMDS0NDQ3OQOGZapUt-kkhlQaptWmJOcSoA9nr5TUAAAA=WKE#:~:text=Existen%20dos%20m%C3%A9todos%20de%20consolidaci%C3% %B3n,a%20los%20grupos%20de%20sociedades.) [Consultado 04-Marzo-2023].
- [https://www.boe.es/diario\\_boe/txt.php?id=BOE-A-2010-14621](https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2010-14621) [Consultado 04-Marzo-2023].

**Pregunta 22.** Desde el punto de vista contable, un riesgo estimado como probable:

A: Genera una contingencia a informar en la memoria

B: Genera una provisión contable

C: Si es cuantificable genera siempre una provisión contable

D: No es necesario informar en la memoria

**RESPUESTA TRIBUNAL: C**

**SOLICITO:** La impugnación de la pregunta por resultar incorrecta la respuesta dada por válida por el Tribunal.

#### **JUSTIFICACIÓN:**

En primer lugar, cabe reseñar que el enunciado comenta que “Desde el punto de vista contable, ...”, esto resulta indeterminado dado que podemos estar pensando en la contabilización de las provisiones bajo criterios PGC o bajo criterios NIFF/IFRS.

No obstante, profundizaremos en las dos normativas:

#### **1. PGC 2021:**

Las provisiones se definen como:

En la primera parte del Marco conceptual de la contabilidad, en concreto, en el apartado 2. *Pasivos: “obligaciones actuales surgidas como consecuencia de sucesos pasados, para cuya extinción la empresa espera desprenderse de recursos que puedan producir beneficios o rendimientos económicos en el futuro. A estos efectos, se entienden incluidas las provisiones”.*

En el epígrafe **15ª Provisiones y contingencias** en el punto 1. Reconocimiento se indica *“La empresa reconocerá como provisiones los pasivos que, cumpliendo la definición y los criterios de registro o reconocimiento contable contenidos en el Marco Conceptual de la Contabilidad, resulten indeterminados respecto a su importe o a la fecha en que se cancelarán”*

Es por ello que, si nos centramos en la pregunta *“Desde el punto de vista contable, un riesgo estimado como probable:”* y en concreto en la respuesta C) *“Si es cuantificable genera siempre una provisión contable”* no es correcta, dado que el PGC nos indica que cualquier pasivo que cumpla la definición y resulte indeterminado en importe y plazo deben reconocerse como provisión, esto es, en ningún momento se argumenta que para dotar la provisión debe ser cuantificable.



## 2. NIC 37 (IFRS):

El objetivo de esta Norma es asegurar que se utilicen las bases apropiadas para el reconocimiento y la valoración de las provisiones, pasivos contingentes y activos contingentes.

En el Alcance de la NIC 37 (punto 7) dice “*se definen las provisiones como pasivos de cuantía o vencimiento inciertos*”.

Además, en el apartado de “Definiciones” (punto 10) vuelve a definir las como “*Una provisión es un pasivo sobre el que existe incertidumbre acerca de su cuantía o vencimiento*”

Volviendo a la pregunta “*Desde el punto de vista contable, un riesgo estimado como probable:*” y en concreto en la respuesta C) “*Si es cuantificable genera siempre una provisión contable*” no es correcta tampoco bajo criterio IFRS, donde puntualizan que es un pasivo con incertidumbre en cuantía y plazo.

Es por ello que considero que la respuesta correcta sería la respuesta B) “Genera una provisión contable”.

### CONCLUSIÓN:

**En base a todos los argumentos expuestos, solicito la impugnación de la pregunta por considerar que la respuesta correcta es la B y no la que da como válida el Tribunal.**

Para defender esta afirmación, adjunto PGC 2021 y NIC 37.

- <https://www.icac.gob.es/sites/default/files/2021-03/Texto%20refundido%20PGC%202021.pdf> [Consultado 04-Marzo-2023].
- <https://www.icac.gob.es/sites/default/files/2022-01/IAS%2037%20Diciembre%202021-negroredacci%C3%B3n%201-1-23.pdf> [Consultado 04-Marzo-2023].

**Pregunta 25.** En un modelo de descuento de flujos de caja para determinar el valor de un activo o un proyecto de inversión, con la metodología del CAPM, en la determinación de la tasa de descuento a utilizar (WACC), el componente denominado beta de la fórmula para su cálculo mide:

- A: La tasa libre de riesgo del activo
- B: La prima de mercado
- C: El riesgo de mercado del activo
- D: La estructura de capital/endeudamiento.

**RESPUESTA TRIBUNAL: C**

**SOLICITO:** La impugnación de la pregunta por resultar incorrectas las respuestas y, además, la pregunta induce a error al confundir el concepto de metodología.

### JUSTIFICACIÓN:

Para la defensa de esta pregunta expondré el módulo del “*CFA Program Curriculum 2018 Level II*”, así como, el informe de “*Fama & French Three Factor Model: Evidence from Emerging Market*”, esto es; *Fama y modelo francés de tres factores: evidencia de mercados emergentes* de los autores Mahmoud Karasneh (Qatar University) y Mona Almwalla (Yarmouk University), con la finalidad de argumentar el modelo CAPM y, en concreto, el foco de la pregunta: la variable “*beta*”.

En primer lugar, considero que la **pregunta** está mal formulada dado que la llamada metodología del CAPM no existe para la valoración de un activo o de un proyecto de inversión. La metodología es en cualquier



caso la del “Descuento de Flujos”, y la mención al modelo es aún más confusa dado que los modelos son el conjunto de variables e hipótesis utilizadas independientemente del método utilizado. El CAPM (Capital Asset Pricing Model) es el método para calcular la  $K_e$  o rentabilidad del accionista. La  $K_e$  calculada por este método (u otro como podría ser el de la Arbitrage Pricing Theory, modelos multi-factor) formará parte de la tasa de descuento WACC, siempre y cuando en la estructura de capital se utilice como modo de financiación tanto el equity como la deuda. Si no hubiese deuda, el WACC no sería la tasa de descuento y sólo se utilizaría la  $K_e$  como tasa para traer a valor presente los flujos de caja proyectados.

En el módulo del *CFA Program Curriculum 2018 Level II* definen la beta (pág. 72) como:

*“beta equals the covariance of returns with the returns on the market portfolio divided by the market portfolio's variance of returns”*, esto es, *la beta es igual a la covarianza de los rendimientos con los rendimientos de la cartera de mercado dividida por la varianza de los rendimientos de las carteras de mercado.*

Si nos ceñimos a la respuesta que el Tribunal considera correcta *“C” El riesgo de mercado del activo*, es **errónea** ya que o es riesgo de mercado o del activo.

La **Beta** mide el comportamiento relativo de la acción en comparación con el mercado en términos de rentabilidad. Además, la **Beta** es la pendiente de la regresión de las rentabilidades del mercado respecto a las de la acción, y donde el intercepto es la rentabilidad libre de riesgo.

Por último, cabe destacar que la **Beta** mide la volatilidad de los retornos de la empresa comparados con los del mercado, no siendo la volatilidad necesariamente el riesgo.

Por otro lado, otro **fallo** en la respuesta es la comparación con el mercado, porque debería ser **benchmark**. De hecho, existen betas en los modelos multifactores para hallar la  $K_e$  diferentes a la CAPM como la que determina el comportamiento relativo de las empresas de baja capitalización con las de alta capitalización.

### Fama-French Three-Factor Model

One widely used multi-factor model is the Fama-French three-factor model. The Fama-French model has three factors: the size of firms, book-to-market values, and excess returns on the market. In other words, the three factors used are SMB (small minus big), HML (high minus low), and the portfolio's return less the risk-free rate of return.

SMB accounts for publicly traded companies with small market caps that generate higher returns, while HML accounts for value stocks with high book-to-market ratios that generate higher returns in comparison to the market.

La **beta** no mide el riesgo sino el comportamiento relativo y de hecho ello ha quedado demostrado en el comportamiento del factor Low Beta (adjunto link), es decir empresas con beta baja que obtienen más rentabilidad que las que la tengan alta. Si la beta fuera igual a riesgo, esto no sería posible porque a mayor riesgo mayor rentabilidad exigida.

*“Only a few years after its development, however, a fundamental problem with the model emerged. By 1972, Merton Miller (who would share the Nobel Prize with Sharpe) and Myron Scholes (who co-originated the Black-Scholes options pricing model) had shown empirically that high-beta assets tended to have negative alphas and that low-beta assets tended to have positive alphas (and alpha correlates extremely closely with total returns). Their findings were confirmed that same year by Fischer Black (the other cooriginator of the options pricing model) and Michael Jensen (who came up with the idea of alpha), and have frequently been confirmed since. Across asset classes and in different markets, alpha and beta are negatively correlated. The “riskier” assets have lower returns than the less risky ones.”*



Cuya traducción literal es, “sin embargo, sólo unos años después de su desarrollo, surgió un problema fundamental con el modelo. Para 1972, Merton Miller (quien compartiría el Premio Nobel con Sharpe) y Myron Scholes (quien cocreó el modelo de valoración de opciones de Black-Scholes) habían demostrado empíricamente que los activos de beta alta tendían a tener alfas negativas y que los activos de beta baja tendían a tener alfas positivos (y el alfa se correlaciona muy de cerca con los rendimientos totales). Sus hallazgos fueron confirmados ese mismo año por Fischer Black (el otro coautor del modelo de valoración de opciones) y Michael Jensen (a quien se le ocurrió la idea de alfa), y se han confirmado con frecuencia desde entonces. En todas las clases de activos y en diferentes mercados, alfa y beta están negativamente correlacionados. Los activos “más riesgosos” tienen rendimientos más bajos que los menos riesgosos”.

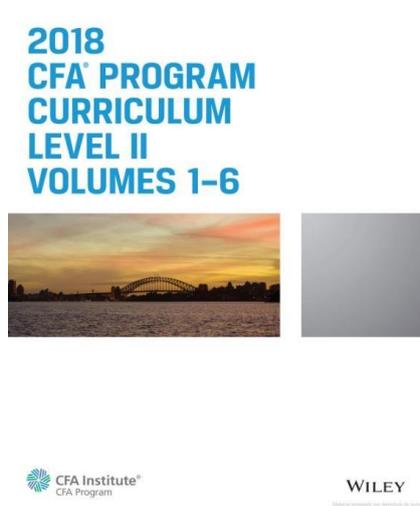
### CONCLUSIÓN:

**En base a lo argumentado, al estar la pregunta mal formulada y al no existir respuestas que se ajustan a lo que mide la Beta y ser gramáticamente confusa, solicito la impugnación de la pregunta.**

Así, adjunto la documentación, sobre la cual defiendo esta argumentación en relación con la Beta.

Disponible en:

- [https://www.researchgate.net/publication/283007880\\_Fama\\_French\\_Three\\_Factor\\_Model\\_Evidence\\_from\\_Emerging\\_Market](https://www.researchgate.net/publication/283007880_Fama_French_Three_Factor_Model_Evidence_from_Emerging_Market) [Consultado 04-Marzo-2023].
- <https://books.google.es/books?id=TkozDwAAQBAJ&lpg=PP1&hl=es&pg=PP1#v=onepage&q&f=false> [Consultado 04-Marzo-2023].



Página 72

Concretely,  $\beta$  equals the covariance of returns with the returns on the market portfolio divided by the market portfolio's variance of returns. In typical practice for equity valuation, the market portfolio is represented by a broad ...

- <https://seekingalpha.com/article/4181903-why-low-beta-outperforms> [Consultado 04-Marzo2023].

**Pregunta 27.** Los flujos a descontar en un modelo de Valoración de Empresas (Enterprise Value):

A: Son los flujos finales generados o previstos generar cada año



B: Son los flujos de explotación

C: Son los flujos generados antes del servicio de la deuda

D: Son los flujos finales generados en cada año, antes de la remuneración a accionistas.

#### RESPUESTA TRIBUNAL: C

**SOLICITO:** La impugnación de la pregunta por resultar incorrectas las respuestas y, además, la pregunta induce a error por confundir conceptos.

#### JUSTIFICACIÓN:

Para la defensa de esta argumentación utilizaré el Informe de “*Discounted Cashflow Valuation: Equity and Firm Models*”, esto es, *Valoración de flujo de caja descontado: Modelos de acciones y empresas*, elaborado por el experto financiero Aswath Damodaran. Así como, la terminología utilizada en el Plan General de Contabilidad (PGC).

La **pregunta** es confusa, al hacer referencia a los “*flujos a descontar en un modelo de Valoración*” ya que se debería haber especificado que se está hablando de los **flujos libres de caja**. De otra manera, y dadas las respuestas, podría inducir a error al existir también los flujos de efectivo y tratarlos todos como simples flujos. Con respecto a las **respuestas**, indicar primeramente que gramáticamente son incorrectas e inducen a confusión sobre lo que se pretende responder:

1. La **respuesta A)** “Son los flujos finales generados o previstos generar cada año” habla de flujos finales y es imposible conocer a qué se refiere, si a la suma de los flujos de efectivo (Flujos de efectivo procedentes de las actividades de explotación, inversión y financiación), lo que equivaldría a la variación de caja en el balance, o a los flujos libres de caja en cualquiera de sus dos modalidades (Flujos libres de Caja de la Firma o del Accionista).
2. En la **respuesta B)** “Son los flujos de explotación” se habla de flujos de explotación, lo cual entendemos hace referencia a los Flujos de efectivo procedentes de las actividades de explotación, aunque no está claro. Y esta respuesta **enlaza claramente con la pregunta 3 de las preguntas de reserva** de la parte específica.
3. La **respuesta C)** “Son los flujos generados antes del servicio de la deuda” vuelve a adolecer de la misma insuficiencia, al no especificar a qué flujos se refiere y mezclar en pregunta y respuestas los flujos de efectivo con los flujos libre de caja.
4. En la **respuesta D)** “Son los flujos finales generados en cada año, antes de la remuneración a accionistas” vuelve al concepto de flujos finales, y me remito a lo expuesto respecto a la respuesta A). Además en esta ocasión parece que se está refiriendo a los Flujos de Caja Libre del Accionista, pero utiliza términos diferentes que en la respuesta C), lo cual confunde aún más.

#### CONCLUSIÓN:

**La pregunta debería ser anulada dado que tanto la pregunta como las respuestas adolecen de concreción y, por tanto, resultan erróneas gramáticamente, además de confusas y ambiguas; lo que hace imposible su contestación adecuada.**

Adjunto la documentación, sobre la cual defiendo esta argumentación.

Disponible en:

- <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/DCFveg.pdf> [Consultado 04-Marzo2023].
- <https://www.icac.gob.es/sites/default/files/2021-03/Texto%20refundido%20PGC%202021.pdf> [Consultado 04-Marzo-2023].



**Pregunta 28.** Los análisis DAFO y de entornos VUCA:

A: Son básicamente lo mismo

B: Son diferentes. VUCA se refiere principalmente a los escenarios o factores exógenos que afectan a la Compañía.

C: Son diferentes. VUCA es un instrumento de gestión no de definición estratégica.

D: Son diferentes. El análisis DAFO no tiene un componente estratégico

**RESPUESTA TRIBUNAL B**

**SOLICITO:** La impugnación de la pregunta dado que se encuentra fuera del temario que se establecía en las bases de la convocatoria.

**JUSTIFICACIÓN:**

Tanto el análisis DAFO como el VUCA son herramientas de análisis estratégico Así lo define la herramienta DAFO para PYMES del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, en el apartado de estrategias donde indica: *“A partir de los datos introducidos en los factores DAFO, se pueden establecer las estrategias más convenientes para el proyecto empresarial.”*

En el libro de “El análisis DAFO: Los secretos para fortalecer su negocio” del autor Christophe Speth define *“El análisis DAFO es una herramienta de análisis estratégico multidimensional”.*

Con respecto al análisis VUCA tenemos fuentes como MichaelPage donde indican *“El resultado de VUCA es mejorar la efectividad personal, dar en la diana en la toma de decisiones y en el planteamiento de estrategias...”*. En la página corporativa de entornosvuca.com también indican *“Para las empresas será importante el contar con un plan estratégico para el presente y el futuro que haga que su adscripción en un entorno VUCA no cause un gran impacto en su empresa”.*

Es por todo lo expuesto que se concluye que la pregunta no se encuentra recogida en el temario (Análisis estratégico) que se incluye en las bases de la convocatoria. En concreto, las materias específicas **A.**

**Dirección del FASEE:**

- Análisis de las Cuentas Anuales
- Análisis de ratios y magnitudes financieras
- Instrumentos híbridos de financiación
- Formas de gobierno corporativo
- Garantías sobre operaciones financieras

**CONCLUSIÓN:**

**La pregunta debería ser anulada dado que no se encuentra recogida dentro del temario de las bases de esta convocatoria.**

Adjunto todas las fuentes comentadas anteriormente:

Disponible en:

- <https://dafo.ipyme.org/Home#&&q=estrategias> [Consultado 04-Marzo-2023].



A partir de los datos introducidos en los factores DAFO, se pueden establecer las estrategias más convenientes para el proyecto empresarial. Existen cuatro tipos de estrategias:

- Estrategias Ofensivas:** Se obtienen relacionando Fortalezas + Oportunidades.  
Son estrategias de crecimiento: Buscan relacionar los puntos fuertes Internos y externos para mejorar la situación. Ejemplo: Si la empresa es líder en un determinado producto (Fortaleza), y sube la demanda (Oportunidad), se pueden emplear estrategias más agresivas de ventas, promociones, etc.
- Estrategias Defensivas:** Se obtienen relacionando Fortalezas + Amenazas.  
Son estrategias reactivas: Relacionan los puntos fuertes internos para contrarrestar las amenazas externas. Ejemplo: Si la empresa es líder en un determinado producto (Fortaleza), y baja la demanda (Amenaza), se pueden crear productos nuevos, bajar precios, etc.
- Estrategias Adaptativas:** Se obtienen relacionando Debilidades + Oportunidades.  
Son estrategias de reorientación: en este sentido, se cambia algún elemento en las debilidades para aprovechar las oportunidades. Ejemplo: Si hay un servicio post-venta deficiente, y se detecta que es algo con gran valor en los servicios que se ofrecen, se puede potenciar y crear una campaña publicitaria para divulgarlo.
- Estrategias de Supervivencia:** Se obtienen relacionando Debilidades + Amenazas.  
Busca relacionar los puntos débiles Internos y externos para conocer la situación de la empresa respecto de la competencia y el mecanismo a utilizar para revertir esta situación. Ejemplo: ante la pérdida de cliente en la empresa y mantenimiento de los mismos en empresas de la competencia, se deberían crear nuevas estrategias de fidelización.

- Libro de Speth, C. 2016: “El análisis DAFO – Los secretos para fortalecer su negocio”. Disponible en:

- <https://books.google.es/books?id=TGHyCwAAQBAJ&lpg=PT7&dq=DAFO&hl=es&pg=PP1#v=onepage&q=DAFO&f=false> [Consultado 04-Marzo-2023].

## EL ANÁLISIS DAFO

Los secretos para fortalecer su negocio

Por Christophe Speth  
Traducido por Marina Martín Serra

Economía y empresa 50MINUTOS.es

- <https://www.michaelpage.es/advice/empresas/consejos-de-iniciaci%C3%B3n-delpersonal/vives-en-un-mundo-vuca-aprende-moverte-en-%C3%A9l> [Consultado 04-Marzo2023].
- <https://www.entornosvuca.com/> [Consultado 04-Marzo-2023].



**Pregunta 29.** El ROA se define como:

A: El resultado final dividido por el activo total.

B: El resultado operativo dividido por el activo total

C: El resultado operativo dividido por el Activo Neto (entendido como el Patrimonio Neto más el pasivo sin coste explícito)

D: Ninguna es correcta

**RESPUESTA TRIBUNAL: C**

**SOLICITO:** La impugnación de la pregunta, dado que existen varias respuestas válidas.

#### **JUSTIFICACIÓN:**

En esta pregunta existen **varias respuestas correctas**.

El ROA podría ser el resultado de dividir el Resultado operativo o EBIT o BAII entre el activo total debido a que mide la rentabilidad de los activos excluyendo el efecto de la deuda e impuestos.

Así, lo defiende el autor Oriol Amat (Presidente del Registro de Economistas Contables del CGE y de ACCID) dice: *“La rentabilidad económica, o rendimiento, es la relación entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total. Se toma el BAII (Resultado operativo) para evaluar el beneficio generado por el activo independientemente de cómo se financia el mismo y, por tanto, sin tener en cuenta los gastos financieros. El estudio del rendimiento permite conocer la evolución y las causas de la productividad del activo de la empresa.*

*El ratio de rendimiento también es denominado ROA (del inglés Return On Assets, rentabilidad de los activos).”*

#### **3.4.1.1. Rentabilidad económica**

La rentabilidad económica, o rendimiento, es la relación entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total. Se toma el BAII para evaluar el beneficio generado por el activo independientemente de cómo se financia el mismo, y por tanto, sin tener en cuenta los gastos financieros. El estudio del rendimiento permite conocer la evolución y las causas de la productividad del activo de la empresa:

$$\text{Rendimiento} = \frac{\text{Beneficio antes de intereses e impuestos}}{\text{Total activo}}$$

El ratio de rendimiento también es denominado ratio de rentabilidad económica o ROI (del inglés *return on investments*, rentabilidad de las inversiones), ROA (del inglés *return on assets*, rentabilidad de los activos)

Por otra parte, existen más formas de calcularlo, como defiende:

- **Chartered Financial Analyst (CFA)**. Considera que el ROA se obtiene dividiendo el Beneficio Neto entre Activos Totales Medios.

$$20 \text{ Return on assets} = \text{Net income} \div \text{Average total assets}$$

- **Damodaran** considera el ROA como el resultado de dividir EBIT (1-T) entre los Activos Totales.
- **Michael J. Mauboussin** defiende que el ROA es la división del Beneficio Neto entre los Activos Totales.

Es por ello que el ROA, en función del objetivo que se quiera analizar, adoptará fórmulas diferentes, y tal como hemos demostrado; todas podrían ser válidas.



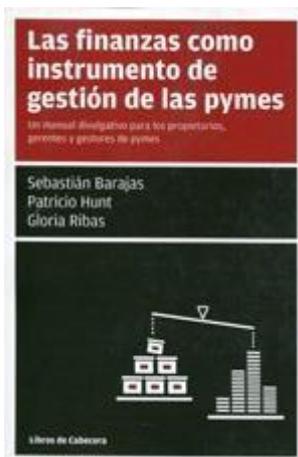
## CONCLUSIÓN:

Dados los argumentos anteriores, esta pregunta no debería ser válida dado que varias de las respuestas posibles son correctas, y sólo una debería serlo.

Con la finalidad de defender esta argumentación adjunto documentación de diversos autores e instituciones que defienden el cálculo del ROA como el Chartered Financial Analyst (CFA), Michael J. Mauboussin, Damodaran, Banco de España, entre otros.

Disponible en:

- [https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/programs/cfa/cfa\\_program\\_level\\_ii\\_financial\\_ratio\\_list.pdf](https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/programs/cfa/cfa_program_level_ii_financial_ratio_list.pdf) [Consultado 04-Marzo-2023].
- <https://plus.credit-suisse.com/r/NLcQE2AF-WEIY95> [Consultado 04-Marzo-2023].
- [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/littlebook/profitability.htm](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/littlebook/profitability.htm) [Consultado 04-Marzo-2023]. - [https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/htmls/notamet/definiciones\\_solvensia\\_activos\\_es.pdf](https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/htmls/notamet/definiciones_solvensia_activos_es.pdf) [Consultado 04-Marzo-2023].
- [https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/CB\\_FichasAula\\_ROA\\_100\\_ES.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/CB_FichasAula_ROA_100_ES.pdf) [Consultado 04-Marzo-2023].
- <http://www.oriolamat.cat/wordpress/wp-content/uploads/2017/03/Claves-del-analisis-deempresas-Revista-de-Contabilidad-y-Direcci%C3%B3n-2013-3.pdf> [Consultado 04-Marzo2023].



- Libro de Barajas, S., Hunt, P. & Ribas, G. 2013: “*Las finanzas como instrumento de gestión de Pymes*”. Disponible en:
- <https://books.google.es/books?id=fbdeDwAAOBAJ&pg=PT91&dq=roa+formula+libro&hl=es&sa=X&ved=2ahUKEwjaw8iCr39AhXmcKOEHaVwDsQ4FBDoAXoECAsOAg#v=onepage&q=roa%20formula%20libro&f=false> [Consultado 04-Marzo-2023].



**Pregunta 31.** Siendo la TAE de un depósito a 6 meses pagadero semestralmente el 5%, ¿Cuál es su tipo de interés nominal anual?

A: 4,24%

B: 3,34%

C: 4,94%

D: 4,24%

**RESPUESTA TRIBUNAL C**

**SOLICITO:** La impugnación de la pregunta dado que existen dos respuestas iguales.

### **JUSTIFICACIÓN:**

Las respuestas A y D son idénticas, como no pueden existir dos respuestas iguales, solicito la impugnación de la pregunta.

Así, se regula el derecho de acceso a la función pública en la Constitución (art. 23.2):

*“El artículo 23.2 de la Constitución regula el derecho de acceso a la función pública bajo los principios de igualdad, mérito y capacidad. Por ello, cualquier irregularidad o vulneración de este derecho da lugar a que los perjudicados puedan impugnar la oposición de forma total o parcial, e interponer recursos tanto en la vía administrativa como judicial.*

*En un examen de oposición pueden existir errores: preguntas mal formuladas, **respuestas repetidas**, varias respuestas correctas, etc. Es por ello que los opositores tienen la opción de anular o impugnar las preguntas.”*

Además, adjunto sentencia “Tribunal Supremo 17-02-2016 Recurso 4128/2014” donde un opositor reclamaba la anulación de una pregunta por tener dos respuestas idénticas en un examen tipo test de oposición, y el Tribunal Supremo dio por válida la anulación de la misma.

### **CONCLUSIÓN:**

**En base a todo lo expuesto, solicito la impugnación de la pregunta, dado que en un test no deben aparecer dos respuestas idénticas repetidas.**

Por último, adjunto la documentación soporte con la cual se sustenta la argumentación a esta pregunta.

Disponible en:

- <https://www.elrinconjuridico.com/blog/como-se-impugna-una-pregunta-de-oposicion/> [Consultado 04-Marzo-2023].
- <https://www.boe.es/legislacion/documentos/ConstitucionCASTELLANO.pdf> [Consultado 04-Marzo-2023].
- <https://vlex.es/vid/608409998> [Consultado 04-Marzo-2023].



**Pregunta 32.** El ROCE y el WACC en un análisis de inversión:

A: Miden desde distintas perspectivas la rentabilidad de una inversión, empresa, o proyecto de inversión.

B: Son diferentes. El ROCE mide rentabilidad y el WACC estructura de balance.

C: Su uso es complementario en un análisis de rentabilidad de la inversión.

D: Uno es un ratio de rentabilidad operativa y el otro de rentabilidad financiera.

**RESPUESTA TRIBUNAL: C**

**SOLICITO:** La impugnación de la pregunta por presentar respuestas ambiguas, incompletas e imprecisas.

### **JUSTIFICACIÓN:**

Ninguna respuesta de la pregunta se ajusta a la relación que pueda existir entre el ROCE y el WACC.

De este modo, para defender esta afirmación me basaré en el libro “Handbook Utility Management” de los autores Andreas Bausch y Burkhard Schewenker.

En el apartado del libro **2.2.3 Calculation and Interpretation of EVA and MVA** se empieza definiendo el EVA (*Economic Value Added*), esto es el Valor Económico Añadido (*cuantifica la creación de valor que se ha producido en una empresa durante un determinado período de tiempo*), como: **EVA= NOPAT – WACC \* CE (1)**

- NOPAT ((Net Operating Profit After Tax) o Beneficio neto después de impuestos, es el beneficio total generado de una operación. Excluye los costes de deuda, gastos financieros y demás gastos relativos al financiamiento de la empresa, es decir, busca medir el desempeño operativo de la empresa.
- WACC (Weighted Average Cost of Capital). Coste promedio ponderado del capital.
- CE (Capital Employed), esto es, el capital empleado. Cantidad total de capital utilizado para la obtención de beneficios por parte de una empresa o proyecto.

Además, el **WACC = [Equity / (Equity + Debt)] \* CoE + [Debt / (Equity + Debt)] \* CoD (2)**

- CoE (Cost of Equity) o Coste del capital
- CoD (Cost of Debt) o Coste de la deuda

Para el cálculo del CoE se deriva al modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model):

**CoE = E(ri) = rf + B\*[E(rm) - rf] (3)**

- E(ri): es la tasa de rentabilidad esperada de un activo concreto.
- rf: es la rentabilidad esperada de un activo sin riesgo.
- β o Beta: intenta capturar el riesgo midiendo la sensibilidad de los rendimientos de una acción en relación con los del mercado.
- E(rm): es la tasa de rentabilidad esperada del mercado en que cotiza el activo.

Centrándonos en el ROCE se calcula de la siguiente manera: **ROCE =**

**NOPAT / CE (5)** y al combinar la fórmula (1) con la (5) conseguimos

la siguiente relación:

**EVA = (ROCE – WACC) \* CE (6)**



Por tanto, la diferencia entre ROCE y WACC determina si se crea o no valor. Las empresas sólo crean valor empleando capital en el caso de una diferencia positiva. Si el ROCE es igual a WACC, la ganancia de la empresa es suficiente para compensar tanto a los tenedores de deuda como a los accionistas por el riesgo que corren. Finalmente, una diferencia negativa implica que la CE no es capaz de obtener utilidades suficientes para pagar el coste de capital.

En base a todo lo expuesto, y si nos centramos en la respuesta C (correcta según plantilla examen) y, en concreto, en la afirmación “*Su uso es complementario*”, podemos concluir que en ningún caso se complementa uno al otro, dado que ROCE y WACC son términos diferentes ya que miden y nos dan información distinta. Se puede decir que más que complementarios en un análisis de inversión, son necesarios para la correcta toma de decisiones en nuestros análisis (en función del análisis que se lleve a cabo) y el uso de los dos de manera independiente, nos genera información diferente para tomar una correcta decisión en la inversión.

Pero igual de necesarios que muchas de las hipótesis necesarias para realizar el análisis. Por lo tanto, por ser necesarios, no son complementarios.

De hecho, el mismo razonamiento podría hacerse con la rentabilidad libre de riesgo y el WACC, o el WACC y la TIR, etc. No son complementarios, son necesarios

Uno nos proporciona una forma de rentabilidad real de una inversión y la otra la rentabilidad exigida para ese proyecto. Si fueran complementarios, necesitaría ambos para hacer un análisis completo, pero no es así, dependiendo del objeto del análisis puedo utilizar sólo uno independientemente del otro, porque no aporte nada.

## CONCLUSIÓN:

**En base a todo lo expuesto, solicito la impugnación de la pregunta por resultar ambigua y llevar a confusión.**

Por último, adjunto la documentación soporte con la cual se sustenta la argumentación a esta pregunta.

### 2.2.3 Calculation and Interpretation of EVA and MVA

Stern et al. (1996) underline that they conceived a consistent integrated financial management system that is based on one key figure: the EVA. Some of the major advantages of their approach are its simplicity and its straightforwardness. Because of the power of this concept, it is essential to fully understand all variables that affect the EVA, all necessary steps of the EVA calculation, and all underlying assumptions. The constitutive formula for the EVA as defined in Section 2.2.1 is

$$EVA = NOPAT - WACC * CE \quad (1)$$

The NOPAT is derived by subtracting (fictitious) taxes according to the corporate tax rate from the earnings before interest and taxes (EBIT). Applying the corporate tax rate on the EBIT implicitly assumes a completely equity-financed investment. A number of adjustments are recommended to transform the accrual-based EBIT into NOPAT. Among them are the capitalization and amortization of costs associated with strategic investments such as research and development costs or marketing costs. In practice, however, very few adjustments are usually made, as they increase the complexity of the EVA approach dramatically while only marginally improving its explanatory power (Stewart, 1994).

The CE is defined as all operating capital necessary to generate the NOPAT. This is commonly the sum of the net working capital (the difference between current assets and current liabilities) and the net fixed assets (all long-term assets less accumulated depreciation).

The capital charge for the CE is calculated with the WACC, which uses the aspired market value-based equity-to-capital ratio and debt-to-capital ratio to weigh the cost of equity (CoE) and the after-tax cost of debt (CoD<sub>a,t</sub>).

$$WACC = \frac{Equity}{Equity + Debt} * CoE + \frac{Debt}{Equity + Debt} * CoD_{a,t} \quad (2)$$

Both CoE and CoD<sub>a,t</sub> are the sum of a risk-free rate and company-specific risk premiums. CoE is derived from the CAPM as follows:

$$CoE = E(r_i) = r_f + \beta * [E(r_m) - r_f] \quad (3)$$

The dependent variable  $E(r_i)$  denotes the expected return on an individual security. The variable  $r_f$  is the rate of return for a risk-free investment, usually a long-term government bond rate. The beta factor,  $\beta$ , represents a firm's systematic risk. It is a sensitivity factor, indicating how a share's return reacts to a market or index movement. The independent variable  $E(r_m)$  reflects the expected return of the market or index. Consequently, the difference  $[E(r_m) - r_f]$  is the risk premium expected for an investment in the market rather than an investment in the risk-free alternative.

The after-tax cost of debt is calculated as follows, where  $s$  is the marginal tax rate:

$$CoD_{a,t} = CoD_{b,t} * (1 - s) \quad (4)$$

It is important to take account of the tax shield of debt financing at this point of the calculation, because the EVA would be underestimated otherwise. This is because the NOPAT was derived with tax expenditures and on the assumption of complete equity financing. The cost of debt before taxes may either be calculated from expected interest payments according to long-term debt contracts or by adding the rate of return on a risk-free investment and a risk premium derived from credit spreads and credit ratings.

As the capital charge includes both the cost of debt and the cost of equity, it can be interpreted as the amount necessary to compensate debtholders and shareholders for the risk they bear with their investments. Furthermore, this calculation of the capital charge implicates that the EVA accounts for differences in capital structures.

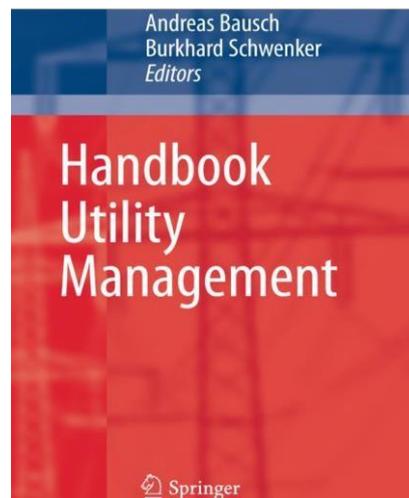
Restating formula (1), which is frequently labeled the capital charge formula for the EVA, offers some additional information regarding the circumstances in which value is created. To this end, NOPAT as an absolute accounting-based performance measure from an entity perspective is divided by CE to result in the ROCE as a relative measure.

$$ROCE = \frac{NOPAT}{CE} \quad (5)$$

Combining formula (1) and formula (5) leads to the value spread formula of the EVA.

$$EVA = (ROCE - WACC) * CE \quad (6)$$

Obviously, the difference between ROCE and WACC determines whether value is created or not. Firms only create value by employing capital in the case of a positive difference. If ROCE equals WACC, the firm's profit is just sufficient to compensate both debtholders and shareholders for the risk they bear. No value is created beyond this compensation. Finally, a negative difference implies that the CE is not able to earn sufficient profits to pay the cost of capital.





- Libro de Bausch, A. & Schwenker, B. 2009: “Handbook Utility Management”. Disponible en: <https://books.google.es/books?id=oGEH2dXXiFgC&lpq=PA22&dq=ROCE%20y%20WACC&hl=es&pg=PR2#v=onepage&q&f=false> [Consultado 04-Marzo-2023].

**Pregunta 35.** La función de Compliance en una Empresa, su objetivo es:

A: Disponer de un sistema de gestión interno de buenas prácticas en la organización.

B: Disponer de un sistema de cumplimiento normativo de gestión de la Empresa, por medio de procedimientos internos.

C: Su objetivo básico es desarrollar herramientas que permitan a la Empresa su defensa en casos de responsabilidad de la persona jurídica.

D: Disponer de un sistema amplio que abarca funciones diversas de gestión normativa interna y con los stakeholders.

**RESPUESTA TRIBUNAL: D**

**SOLICITO:** La impugnación de la pregunta, dado que existen varias respuestas válidas.

**JUSTIFICACIÓN:**

En este caso, la pregunta se encuentra formulada con diversas respuestas que pueden ser válidas.

Para ello, en primera instancia, me remito al manual de preparación de la certificación CESCO (preparación para la obtención de acreditación de Compliance Officer), emitido por la ASCOM (Asociación española de Compliance); donde se define el término Compliance en el punto “**2. Qué significa “Compliance” y qué implica establecer una función de Compliance en una organización**” como “la palabra “Compliance”, según el diccionario de Cambridge, significa “el acto de obedecer una orden, norma o petición” y es traducida al castellano como el término de “conformidad”, e incluso, “obediencia”. Este término, aplicado al mundo empresarial actual, ha sido habitualmente traducido como cumplimiento o cumplimiento normativo, algo que se puede llevar a entender, erróneamente, que consiste únicamente en dar cumplimiento a las obligaciones legales y regulatorias que tienen las empresas u organizaciones de otro tipo, o en evitar una multa o sanción. Sin embargo, un sistema de Compliance implica velar por el cumplimiento no solo de la letra sino también del espíritu de las normas, y engloba, además, velar por la puesta en práctica de los principios y valores que la propia organización haya adoptado voluntariamente y las normas de conducta que los desarrollan. Nos encontramos por tanto ante una función que excede el mero cumplimiento legal, dado que **persigue el cumplimiento no sólo de las normas impuestas externamente sino también el cumplimiento de aquellas normas impuestas de forma interna y voluntaria.**”

Como podemos observar la definición de Compliance nos muestra que se trata del cumplimiento normativo de la organización, tanto de las normas impuestas externamente como aquellas impuestas de manera interna en la compañía. Con ello, podemos observar que **la opción B “Disponer de un sistema de cumplimiento normativo de gestión de la Empresa, por medio de procedimientos internos” es correcta.**

Además, cabe mencionar la norma “ISO 19600”, publicada en diciembre de 2014, incorporándose como norma española en 2015 bajo la denominación UNE-ISO 19600. Esta norma permite el diseño y la evaluación de un sistema de gestión de Compliance adaptado a las características y circunstancias particulares de cada organización (implicando a todos los partícipes con independencia de su categoría profesional). Se trata de la primera norma internacional que recopila las **“best practices”**. Tiene por objeto establecer unas guías de actuación y prácticas recomendadas para la creación de los sistemas de gestión de Compliance globales o específicos.



En octubre de 2016 fue publicada la norma ISO 37001 “*Anti-bribery management systems*”, en adelante ISO 37001, contando ya con su versión española, UNE-ISO 37001:2017 Sistemas de gestión antisoborno. Esta norma ofrece a la comunidad internacional el primer estándar global que recoge **buenas prácticas** para la prevención, detección y respuesta ante el soborno, tanto en el sector público como en el privado en los que, sin duda, se convertirá en un referente interpretativo obligado.

Por otro lado, expertos del compliance como Jonathan Edwards y Simon Wolfe, en su artículo “*The Compliance function in Banks*” (abril de 2004) hablan de la necesidad de cambiar la imagen de Compliance como “policía” en pos del rol del Compliance como facilitador de **buenas prácticas** que contribuya a la minoración de exposición a sanciones, riesgos reputacionales o regulatorios.

Por otra parte, la norma “*UNE 19601:2017 Sistemas de gestión de Compliance penal. Requisitos con orientación para su uso*” (en adelante, UNE 19601), nació el 18 de mayo de 2017 como un estándar nacional de **mejores prácticas** para prevenir delitos, reducir el riesgo, y fomentar una cultura empresarial ética y de cumplimiento. Dicha norma incorpora modelos de gestión y prevención de delitos, e incluso incorpora las **buenas prácticas** en materia de Compliance, mundialmente aceptadas.

Todo ello nos lleva a concluir que el sistema de Compliance también engloba en su definición de “disponer de un sistema de gestión interno de buenas prácticas”, **tal cual nos muestra la respuesta A.**

Si nos centramos en la **respuesta C** donde nos indica que “Su objetivo básico es desarrollar herramientas que permitan a la Empresa su defensa en casos de responsabilidad de la persona jurídica” también es **correcta**. En el manual del CESCO encontramos múltiples referencias que nos indican la veracidad de la misma. Sin ir más lejos, en la introducción del mismo nos señala que “*el reconocimiento de la responsabilidad penal de la persona jurídica y el incentivo de poder lograr una exoneración o atenuación de la responsabilidad penal si se demuestra que se contaba con un adecuado programa de Compliance, ha motivado a que las empresas hayan comenzado a establecer estos modelos de organización y gestión*”. También, se hace mención en el punto “**7. El propósito de la función de Compliance**” donde se indica que “el **reconocimiento de la responsabilidad penal de la persona jurídica** ha impulsado y fomentado que muchas empresas hayan decidido establecer programas de prevención de delitos”.

Por último, la **respuesta D** referente “Disponer de un sistema amplio que abarca funciones diversas de gestión normativa interna y con los stakeholders” también es **válida** porque, como hemos visto al inicio de la argumentación, la definición de Compliance incluye como tal el “**cumplimiento** de aquellas **normas** impuestas de forma **interna** y voluntaria”, además, en el presente documento también se defiende la en el punto “**9.2.7 Capacidad de interacción (partnership)**” que el Compliance ha de considerar su estrategia de colaboración y comunicación con las contrapartes “**Stakeholders**” (clientes, proveedores, reguladores, supervivientes, agentes y partners).

## CONCLUSIÓN:

**Dados los argumentos anteriores, esta pregunta no debería ser válida dado que todas las respuestas posibles son correctas, y sólo una debería serlo. Es por ello que solicito la impugnación de la pregunta.**

Adjunto link con el documento que contiene la certificación del CESCO, así como link de la página corporativa.

Disponible en:

- <https://www.asociacioncompliance.com/cescom/> [Consultado 04-Marzo-2023].
- [https://drive.google.com/file/d/1ISqYX8SjSRt5i1OFdl5hy\\_YCF8zDbmb9/view?usp=share\\_link](https://drive.google.com/file/d/1ISqYX8SjSRt5i1OFdl5hy_YCF8zDbmb9/view?usp=share_link)

**Pregunta 38.** Señale la respuesta correcta:



A: Las participaciones preferentes dotan a su tenedor de derecho a dividendo pero no derecho a voto

B: Las participaciones preferentes son un instrumento de bajo riesgo, en caso de quiebra sus tenedores son los primeros en cobrar

C: Las participaciones preferentes son emisiones a l/p pero siempre con vencimiento definido que oscila entre los 10 y 30 años

D: Ninguna de las anteriores.

**RESPUESTA TRIBUNAL: D**

**SOLICITO:** La impugnación de la pregunta ya que la respuesta A) es correcta.

### **JUSTIFICACIÓN:**

Considero que la **opción correcta debería ser la A)**, dado que las **participaciones preferentes no confieren derecho a voto, pero si a una remuneración condicionada a la obtención de beneficios**, esto es, se remuneran vía **dividendos**.

Además, en el orden de prelación, a efectos de prioridad de cobro, se posicionan por delante de las acciones ordinarias o cuotas participativas en el caso de que nos encontremos en un proceso concursal; pero por detrás de la deuda subordinada.

Respecto a la contabilización de las mismas, las acciones y participaciones con privilegio se clasificarán como instrumentos de patrimonio y se presentarán en el patrimonio neto, lo cual refuerza que la remuneración se hace vía dividendos.

Cabe destacar un documento archivado en el repositorio institucional del Banco de España, donde el expresidente de la Asociación Española de Banca (AEB) José María Roldán en una jornada de “Recursos propios de las cajas de ahorros: participaciones preferentes en España” define las mismas como “*Se trata de acciones sin voto perpetúas, rescatables y con un dividendo fijo cuyo pago se suspende en caso de ausencia de beneficios en la entidad o en el grupo consolidado...*”.

También, existen más fuentes donde se acredita que estas participaciones carecen de derecho a voto, pero si tienen derecho a dividendo, como podemos encontrar en el repositorio de la OCU Inversiones “*Los poseedores de acciones preferentes tienen la particularidad frente a los poseedores de acciones ordinarias de contar con ciertos privilegios, como por ejemplo cobrar un dividendo más elevado que el que corresponde a los propietarios de acciones ordinarias. Por el contrario, los propietarios de estas acciones pueden haber cedido por ejemplo parte de sus derechos políticos (no se benefician de ningún derecho de voto en la junta general de accionistas).*”

La plataforma de inversión DEGIRO también argumenta que “*Los accionistas preferentes no sólo reciben dividendos antes que los accionistas ordinarios, sino que suelen recibir una mayor rentabilidad por dividendos.*”.

Lo mismo ocurre con “Admiral Markets” donde sostiene que se otorgan pago de dividendos a las acciones preferentes.

Además, existe una resolución del ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de España) donde cita que las acciones preferentes tienen derecho al pago de dividendos.

### **CONCLUSIÓN:**

**Aunque la denominación oficial pudiera ser participaciones preferentes, dicho término es comúnmente utilizado en el mundo financiero como acciones preferentes. Y, de hecho, se consideran**



exactamente lo mismo cuando se comparan con las acciones preferentes emitidas por entidades extranjeras.

Por tanto, se considera que la respuesta A es la correcta, tanto por su uso, como por su remuneración, contabilización y orden de prelación.

Con la finalidad de reforzar todo el planteamiento, adjunto la siguiente documentación:

- Orden de prelación de las participaciones preferentes. Fuente: Critería, La Caixa “*El aula del accionista*”.

EL AULA DEL ACCIONISTA

Con la colaboración de: Critería  
CAIXA CORP

# PARTICIPACIONES PREFERENTES

También llamadas acciones preferentes, se trata de un instrumento de inversión a largo plazo y con algunas ventajas con respecto a las acciones ordinarias; a la vez, es una forma de financiación para la empresa.

- Resolución del ICAC a una consulta “sobre la calificación de la emisión de unas acciones preferentes en las cuentas anuales individuales de la sociedad emisora”, donde se sostiene en todo momento que las acciones preferentes tienen derecho al pago de dividendos. Fuente: ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas).

VICEPRESIDENCIA PRIMERA DEL GOBIERNO  
MINISTERIO DE ASUNTOS ECONÓMICOS Y TRANSFORMACIÓN DIGITAL

Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas

### BOICAC Nº 131/2022 Consulta 4

Sobre la calificación de la emisión de unas acciones preferentes en las cuentas anuales individuales de la sociedad emisora.

**Respuesta**

Según se indica en la consulta, la sociedad A -cuyas acciones están admitidas a cotización- posee el 100% de las acciones ordinarias de la Sociedad B, sociedad anónima unipersonal. La sociedad A tiene un consejo de administración de 12 miembros, mientras que la sociedad B tiene un consejo de 5 miembros y ninguno es coincidente con los consejeros de A. La única actividad de B es la emisión de instrumentos financieros, para lo que necesita la garantía de la sociedad A.

La operación objeto de consulta se refiere a la emisión de acciones preferentes por parte de la sociedad B, cuyo garante es la sociedad A. De acuerdo con la información facilitada por el consultante, las características de la emisión son las siguientes:

- Las acciones preferentes no tienen derecho de voto, son rescatables solo a opción del emisor y su vencimiento es a perpetuidad.
- La garantía que presta A es sobre el pago de los dividendos y sobre el valor nominal inicial de las acciones más cualquier incremento de valor de dicho nominal que se pueda dar en el futuro, y es retribuida.
- El dividendo es variable, en función de un tipo de interés de referencia y no acumulativo.
- El pago obligatorio del dividendo por parte de B está condicionado a que el grupo A tenga beneficios a nivel consolidado y distribuya dividendos.
- En el caso de que el grupo A tenga beneficios a nivel consolidado y no distribuya dividendos, la sociedad B tiene la opción (pero no la obligación) de evitar el pago de la retribución mediante una remuneración en especie consistente en el incremento del valor nominal de las participaciones preferentes, siempre que la garantía otorgada por la Sociedad A se haga

CONSEJO ELECTRONICO  
resoluciones@icac.es

3

C/ HURTADO, 24  
28014 MADRID  
TEL: 91 889 14 00  
FAX: 91 428 94 86  
www.icac.es

- Por último, adjunto los links con el documento del BdE, OCU inversiones, el bróker Degiro y Admiral Markets, donde se defiende que las participaciones preferentes tienen derecho a un dividendo.
  - o <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/21988/1/IIPP-2003-007.pdf> [Consultado 04-Marzo-2023].
  - o <https://www.ocu.org/inversiones/glosario-financiero/a/acciones-preferentes> [Consultado 04-Marzo-2023].
  - o <https://www.degiro.es/aprender-invertir/academia-inversores/curso-inicial/accionespreferentes> [Consultado 04-Marzo-2023].
  - o <https://admiralmarkets.com/es/education/articles/shares/acciones-preferentesordinarias> [Consultado 04-Marzo-2023].

Pregunta 46. El ratio de conversión es:

A: El número de obligaciones convertibles por una acción.

B: El número de acciones que es preciso emitir para absorber una obligación convertible.

C: El precio de conversión en unidades monetarias.

D: La relación entre el número de obligaciones convertibles y el número de acciones de la sociedad.

**RESPUESTA TRIBUNAL: B**

**SOLICITO:** La impugnación de la pregunta por resultar incorrecta la respuesta dada por válida por el Tribunal.

**JUSTIFICACIÓN:**

Las respuestas que contiene esta pregunta ninguna es correcta, dado que el **ratio de conversión** se define como el número de acciones por el que se cambia un bono convertible. En un informe de **Credit Suisse Investment Partners** siendo el autor su CEO (Oliver Gasser), en el glosario del mismo define el ratio de conversión como *“Ratio que expresa el número de acciones en que puede convertirse el bono convertible”*.

La respuesta que el tribunal considera correcta es la *“B: El número de acciones que es preciso emitir para absorber una obligación convertible”*, la cual resulta incorrecta dado que **no se contempla en la definición el requisito de tener que emitir acciones**, es decir, el hecho de que un bono convertible se convierta en acciones puede ser mediante la emisión de acciones nuevas o con acciones ya existentes.

**CONCLUSIÓN:**

**La impugnación de la pregunta por resultar incorrecta la respuesta dada por válida por el Tribunal.**

Anexo la documentación soporte que refuerza la justificación a la impugnación de la pregunta.

Disponible en:



- [https://am.credit-suisse.com/content/dam/csam/docs/download/br-convertible-bondsesp.pdf?WT.i\\_short-url=%2Fasset\\_management%2Fdownloads%2Fmarketing%2Fbr\\_convertible\\_bonds\\_esp.pdf&WT.i\\_target-url=https%3A%2F%2Fam.creditsuisse.com%2Fcontent%2Fdam%2Fcsam%2Fdocs%2Fdownload%2Fbr-convertible-bondsesp.pdf](https://am.credit-suisse.com/content/dam/csam/docs/download/br-convertible-bondsesp.pdf?WT.i_short-url=%2Fasset_management%2Fdownloads%2Fmarketing%2Fbr_convertible_bonds_esp.pdf&WT.i_target-url=https%3A%2F%2Fam.creditsuisse.com%2Fcontent%2Fdam%2Fcsam%2Fdocs%2Fdownload%2Fbr-convertible-bondsesp.pdf) [Consultado 04-Marzo-2023].
- <http://queeslabolsa.blogspot.com/2013/07/bonos-y-obligaciones-convertibles.html> [Consultado 04-Marzo-2023].

#### PARTE 4 – PREGUNTAS DE RESERVA ESPECÍFICAS

**Pregunta 3.** En un modelo de valoración de una empresa o de un activo o instrumento financiero, ¿el término FGO (flujo de caja generado por las operaciones) es equivalente al Flujo de Explotación? A. Son términos equivalentes o básicamente equivalentes.

B. FGO se refiere al EBITDA.

C. Son términos diferentes.

D. El flujo de explotación es la caja generada en un ejercicio.

**RESPUESTA TRIBUNAL: C**

**SOLICITO:** La impugnación de la pregunta por resultar incorrectas las respuestas y, además, la pregunta induce a error por confundir conceptos.

#### JUSTIFICACIÓN:

Para la defensa de esta argumentación utilizaré el Informe de “Discounted Cashflow Valuation: Equity and Firm Models”, esto es, Valoración de flujo de caja descontado: Modelos de acciones y empresas, elaborado por el experto financiero Aswath Damodaran. También, la terminología utilizada en el Plan General de Contabilidad (PGC).

La **pregunta** es confusa dado que hay dos tipos de flujos:

- **Los flujos de efectivo**
- **Los flujos libres de caja**

Los flujos de efectivo se dividen en:

- 1) **Flujos de efectivo procedentes de las actividades de explotación** son fundamentalmente los ocasionados por las actividades que constituyen la principal fuente de ingresos de la empresa, así como por otras actividades que no puedan ser calificadas como de inversión o financiación.
- 2) **Flujos de efectivo por actividades de inversión** son los pagos que tienen su origen en la adquisición de activos no corrientes y otros activos no incluidos en el efectivo y otros activos líquidos equivalentes, tales como inmovilizados intangibles, materiales, inversiones inmobiliarias o inversiones financieras, así como los cobros procedentes de su enajenación o de su amortización al vencimiento.
- 3) **Los flujos de efectivo por actividades de financiación** comprenden los cobros procedentes de la adquisición por terceros de títulos valores emitidos por la empresa o de recursos concedidos por entidades financieras o terceros, en forma de préstamos u otros instrumentos de financiación, así como los pagos realizados por amortización o devolución de las



cantidades aportadas por ellos. Figurarán también como flujos de efectivo por actividades de financiación los pagos a favor de los accionistas en concepto de dividendos.

Estos flujos pertenecen a las cuentas anuales de las empresas y no se utilizan, tal cuales, para la valoración de empresa o de un activo o instrumento financiero.

Los **flujos** que se utilizan para la valoración a la que hace referencia la pregunta son los **flujos libres de caja**, y hay dos tipos:

- a) **FCFF o Flujo de Caja Libre de la empresa**
- b) **FCFE o Flujo de Caja Libre del accionista.**

La diferencia entre estos dos últimos es únicamente la consideración de los flujos antes o después de pagar los compromisos de la financiación con deuda y la tasa a la que se descuentan.

Dicho esto, los términos en los que se plantea la pregunta no permite conocer qué es lo que se está preguntando.

Los flujos de explotación se asemejarían en su terminología a los **Flujos de efectivo procedentes de las actividades de explotación**, y resulta complicado saber a qué se refiere con los Fondos Generados por las Operaciones, terminología no utilizada por otro lado con frecuencia en el ámbito financiero y que no permite saber si se refiere a los flujos libres de caja o a los flujos de efectivo de las operaciones.

Por otro lado, en el mundo anglosajón se utiliza el término Cash Flows from Operating Activities que es el equivalente a los Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación.

Por tanto, se podría interpretar que la pregunta se refiere a esto último y entonces la respuesta correcta sería la A.

Sin embargo, los flujos de caja libre, los utilizados para la valoración de empresas, activos o instrumentos, no hacen referencia a los términos flujos generados por las operaciones o flujos de explotación. Y por ello la pregunta no estaría bien formulada y por tanto resulta ambigua.

## **CONCLUSIÓN:**

**Se impugna la pregunta porque tanto la redacción de la pregunta como las respuestas son ambiguas y confusas, lo que hace imposible su respuesta correctamente.**

Adjunto la documentación, sobre la cual defiendo esta argumentación.

Disponible en:

- <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/DCFVEG.pdf> [Consultado 04-Marzo2023].
- <https://www.icac.gob.es/sites/default/files/2021-03/Texto%20refundido%20PGC%202021.pdf> [Consultado 04-Marzo-2023].