



FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS

GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD

Política de dividendos en tiempos de crisis: el caso de la banca española

Trabajo Fin de Grado presentado por Alejandro Fernández Camacho, siendo la tutora del mismo la profesora María José Palacín Sánchez

Vº. Bº. de la Tutora:

Alumno:

Dña. María José Palacín Sánchez

D. Alejandro Fernández Camacho

Sevilla. Mayo de 2015



**GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD
FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS**

**TRABAJO FIN DE GRADO
CURSO ACADÉMICO [2014-2015]**

TÍTULO:

POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN TIEMPOS DE CRISIS: EL CASO DE LA BANCA ESPAÑOLA

AUTOR:

ALEJANDRO FERNÁNDEZ CAMACHO

TUTOR:

DRA. DÑA. MARÍA JOSÉ PALACÍN SÁNCHEZ

DEPARTAMENTO:

ECONOMÍA FINANCIERA Y DIRECCIÓN DE OPERACIONES

ÁREA DE CONOCIMIENTO:

ECONOMÍA FINANCIERA. FINANZAS CORPORATIVAS

RESUMEN:

En este trabajo se pretende analizar la política de dividendos de las principales empresas españolas cotizadas pertenecientes al sector bancario desde el 2007 hasta el 2013, prestando especial atención a los efectos de la crisis en la misma.

El trabajo se inicia con una aproximación a conceptos y teorías relacionados con la política de dividendos. Después se analiza la política de dividendos de las empresas españolas cotizadas en su conjunto: volumen, composición, ratio de pay-out y rentabilidad por dividendo, y se compara esta última magnitud con la de otros países. Para a continuación, centrarnos en el análisis empírico de la política de dividendos de las principales entidades bancarias de nuestro país de forma individual y en su conjunto. Los resultados de este estudio muestran como la política de dividendos de sector bancario no se ha visto muy afectada por la crisis.

PALABRAS CLAVE:

Dividendos; Retribución al accionista; Banca; España; Crisis.

ÍNDICE

0. INTRODUCCIÓN.....		3-4
1. LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....		5-14
1.1. INTRODUCCIÓN.....		5-6
1.2. IRRELEVANCIA DE LOS DIVIDENDOS.....		6-7
1.3. PREFERENCIA POR LOS DIVIDENDOS.....		7
1.4. FISCALIDAD DE LOS DIVIDENDOS.....		7-9
1.4.1. Fiscalidad de los dividendos en España.....		8-9
1.5. VALOR INFORMATIVO DE LOS DIVIDENDOS.....		9
1.6. CONFLICTO ENTRE EL DIRECTIVO Y EL ACCIONISTA.....		9-10
1.7. POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN LA PRÁCTICA.....		10-12
1.7.1. Medidas de política de dividendos.....		10
1.7.2. Operativa de los dividendos en España.....		10-11
1.7.3. Factores determinantes política de dividendos.....		11-12
1.8. POLÍTICAS DE DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS.....		12-13
1.9. OTRAS FORMAS DE REMUNERACIÓN DEL ACCIONISTA.....		13-14
2. POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN ESPAÑA.....		15-24
2.1. INTRODUCCIÓN.....		15
2.2. RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS: VOLUMEN Y COMPOSICIÓN.....		15-23
2.2.1. Rentabilidad por dividendo de empresas españolas.....		17-18
2.2.2. Ratio de pay-out de empresas españolas.....		18-23
2.3. COMPARATIVA INTERNACIONAL DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....		23-24
3. POLÍTICA DE DIVIDENDOS DE LA BANCA ESPAÑOLA.....		25-46
3.1. INTRODUCCIÓN.....		25
3.2. LA BANCA ESPAÑOLA DURANTE LA CRISIS.....		25-26
3.3. BANCO SANTANDER.....		26-30
3.4. BBVA.....		30-34
3.5. BANCO POPULAR.....		34-38
3.6. BANCO SABADELL.....		38-41
3.7. CONJUNTO DE LA BANCA ESPAÑOLA.....		42-46
4. CONCLUSIONES.....		47

5. BIBLIOGRAFÍA..... 48-51

ANEXO..... 53

CAPÍTULO 0

INTRODUCCIÓN

En el año 2008 comenzó una crisis económica mundial que tuvo sus inicios en los Estados Unidos. Su principal causa fue un colapso en el mercado hipotecario debido a que muchas personas adquirieron propiedades por encima de su capacidad de pago o una vivienda con fines especulativos, ello conllevó una caída en el precio de las viviendas que se tradujo en una reducción en el patrimonio de las familias, así como en el de las instituciones financieras que tuvieron que amortizar las pérdidas asociadas a estos activos. A consecuencia de esta situación, un gran banco como “Lehman Brothers” o la principal aseguradora de Estados Unidos, AIG, tuvieron que cerrar. Otra consecuencia de esta situación fue la contracción de los canales tradicionales de crédito. Para un gran número de empresas fue muy difícil obtener financiación.

Esta crisis se extendió rápidamente a Europa y a los mercados emergentes, ya que a partir de Octubre de 2008, las Bolsas de estos países cayeron aproximadamente un 30%. En el caso de España esta crisis también ha sido muy profunda debido al estallido de la burbuja inmobiliaria, la crisis del sistema financiero, y un aumento espectacular del desempleo. A pesar de que afectó a todos los sectores de la economía, el sector bancario fue uno de los sectores más castigados con la llegada de la crisis.

Hasta entonces, el sector financiero español era considerado por los analistas como uno de los más sólidos y de los más capacitados para enfrentarse a una crisis de liquidez, debido a la obligación de mantener un alto porcentaje de reservas. Esta situación cambió durante este período, provocando una crisis que originó una reestructuración del sector. El número de cajas de ahorro se redujo de 45 a 18, a través de fusiones, adquisiciones o SIP. Se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), además el gobierno se vio obligado a intervenir a algunas entidades.

Tradicionalmente el sector bancario español ha sido generoso remunerando a sus accionistas pero ¿qué habrá pasado durante esta crisis? Por este motivo el objetivo de este trabajo es analizar la política de dividendos del sector bancario en esta crisis.

Para desarrollar este estudio empírico sobre la política de dividendos del sector bancario hemos seleccionado a cuatro de las principales entidades que operan en él. Las entidades escogidas han sido Banco Santander, BBVA, Banco Popular y Banco Sabadell. Además el período de estudio es de 2007 al 2013. En el estudio nos hemos centrado en el análisis de las variables que miden la política de dividendos de las empresas, que son el dividendo por acción, el ratio de pay-out y la tasa de rentabilidad por dividendo.

El trabajo se ha estructurado en cuatro capítulos:

En el primer capítulo se define la política de dividendos y se analizan las distintas teorías sobre la misma. En esta parte también se incluyen los factores de los que depende y las formas de remuneración al accionista, distintas del tradicional dividendo.

En el segundo capítulo se analizan el volumen y la composición de la política de dividendos de las empresas cotizadas españolas. Además se realiza un análisis del ratio de pay-out por sectores económicos y se hace una comparación a nivel internacional de la tasa de rentabilidad por dividendo.

En el tercer capítulo se inicia con una introducción sobre el sector bancario español, a continuación se procede a analizar la política de dividendos de este sector, objetivo

principal del trabajo. Se comienza con el análisis individual de cada entidad para concluir con un análisis global del sector.

El último capítulo del trabajo son las conclusiones que se han obtenido tras realizar el trabajo.

Para la elaboración del trabajo se han utilizado numerosas publicaciones de Bolsas y Mercados Españoles, las páginas web de las entidades donde se encuentran las cuentas anuales de cada entidad, de ellas se han extraído de forma manual los datos necesarios para realizar el análisis de la política de dividendos como los beneficios, los dividendos o la cotización, también se ha utilizado artículos periodísticos relacionados con el tema, trabajos presentados en congresos y libros especializados en la materia.

CAPÍTULO 1

LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS¹

1.1. INTRODUCCIÓN

En el presente capítulo se va a realizar una aproximación al concepto de política de dividendo, precisando algunos aspectos teóricos sobre ella y como se lleva la misma a la práctica.

En primer lugar comenzaremos con su definición, la política de dividendos consiste en establecer que parte de los beneficios obtenidos por la entidad se van a destinar a distribuir en forma de dividendos y que parte se destinará a reservas.

Las empresas deben prestar especial atención a esta variable, ya que los inversores la tienen muy en cuenta a la hora de invertir por dos motivos, el primero de ellos es que los dividendos inciden en su riqueza y el segundo es que tienen una gran influencia sobre la cotización de la acción.

Además los dividendos afectan a la política de financiación de la empresa, ya que la cuantía de dividendos repartida no es destinada a las reservas de la entidad, disminuyendo así los beneficios retenidos por la empresa.

El objetivo financiero de la empresa consiste en maximizar el valor de la empresa para sus accionistas. El éxito de la decisión financiera se debe juzgar por el resultado que produzca en la riqueza de los accionistas. Saber si la empresa puede afectar a su cotización a través de su política de dividendos y de qué manera es fundamental para que los directivos puedan diseñar una política de dividendos óptima que maximice el valor de mercado de las acciones.

Las consecuencias de la política de dividendos sobre el valor de las acciones exigen aislar la misma del resto de decisiones financieras de la empresa para alcanzar unos resultados fiables. La dirección toma la decisión de que dividendo va a repartir, la empresa ya tiene decididas las inversiones a realizar y ha fijado el ratio de endeudamiento. Si los dividendos a pagar exceden los recursos autogenerados, la empresa debe recurrir a emisiones de nuevas acciones para hacer frente a dicho pago.

Existe una relación entre los dividendos y los precios de las acciones, mediante la metodología de la TIR podemos hallar la rentabilidad del inversor, donde P_0 es la cotización de la acción en el momento inicial, es decir, el precio de compra, P_1 es la cotización de la acción en el momento 1, es decir, el precio de venta y D_1 es el dividendo por acción correspondiente a ese período.

$$0 = P_0 + \frac{D_1 + P_1}{1 + k_a} \rightarrow k_a = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

De esta expresión se deduce que el accionista obtiene rentabilidad en base al dividendo y a las ganancias de capital, siendo éstas la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra.

De la ecuación anterior se obtiene la siguiente ecuación:

¹ Para la realización de este capítulo se ha seguido a Palacín Sánchez, MJ (2008): "La política de dividendos", en Durbán, S. *Dirección Financiera*, McGraw-Hill. Madrid.

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + k_a}$$

De aquí se deduce que el precio de una acción estará en función de la corriente futura de dividendos más las plusvalías, actualizadas a una tasa de descuento que vendrá dada por el rendimiento exigido por los accionistas de una inversión de similar riesgo.

La recepción de un dividendo líquido mayor parece positiva para el accionista, aunque si la empresa optase por los beneficios retenidos, esto tampoco le perjudicaría ya que estos recursos se utilizarían para realizar oportunidades de inversión rentables, y compensar en el futuro a los accionistas, bien vía ganancias de capital, bien vía mayores dividendos.

Desde hace tiempo se han venido desarrollando planteamientos que mantienen la importancia de la política de dividendos sobre la cotización de la empresa, es decir, como cambios en el pago de dividendos han afectado al valor de las acciones en el mercado. Determinar la relevancia de la política de dividendos es fundamental para que la gerencia defina aquella política más conveniente.

Mientras otros autores mantienen que la política de dividendos no afecta al precio de las acciones, y que por tanto no existe una tasa óptima de distribución de dividendos que maximice el valor de la empresa. Los principales defensores de esta teoría son Modigliani y Miller a través de su trabajo de 1961. Antes de ellos, la mayor parte de autores creían que cuantos más dividendos se repartían mayor sería su valor de mercado, el pionero de esta corriente fue Gordon. El trabajo de Modigliani y Miller ha sido tomado como base para estudios relacionados con los dividendos, introduciéndose las imperfecciones del mercado. Estas imperfecciones son: la existencia de impuestos, existencia de costes de transacción y emisión, asimetría de información y conflictos entre directivos y accionistas.

1.2. IRRELEVANCIA DE LOS DIVIDENDOS

Modigliani y Miller decidieron aislar la política de dividendos de cualquier factor externo e interno a la empresa que pudieran influir en su estudio. Para lograrlo tuvieron en cuenta hipótesis como:

- La política de inversión y de endeudamiento de la empresa están determinadas y la política de dividendos no le va a afectar.
- La empresa se encuentra en mercados financieros perfectos, ningún comprador ni vendedor puede influir en los precios, la información es perfecta, no hay costes de transacción ni de emisión, no hay impuestos sobre sociedades o personales, y no existen conflictos entre los directivos y los accionistas, es decir, no existe ninguna de las imperfecciones más habituales.
- El inversor es racional, prefiere más riqueza a menos y le es indiferente un aumento de dividendos o un aumento en ganancias de capital.

Lo que determina el valor de la empresa es su activo, en concreto su capacidad para generar renta por sus inversiones y no la forma de repartir el beneficio entre reservas y dividendos, por tanto la política de dividendos de la empresa es irrelevante.

Para realizar su razonamiento Modigliani y Miller parten del valor de mercado de la totalidad de las acciones de la empresa.

La clave para entender porque el dividendo no afecta al valor de mercado de la empresa, son los orígenes y aplicaciones de fondos de la empresa. Si ésta no está endeudada, las principales fuentes de fondos disponibles en un período son los fondos internos, derivados de los beneficios esperados por la empresa y los fondos externos

proporcionados por la emisión de nuevas acciones. Las principales aplicaciones de fondos son los gastos de inversión y los dividendos. Por tanto los fondos disponibles son iguales a los fondos que emplea la empresa.

Por tanto la política de dividendos es una variable sin importancia en la toma de decisiones de la entidad, ya que si se aumentasen los dividendos, esto se compensaría con una nueva financiación externa. Un mercado de capitales perfecto la financiación externa e interna son perfectamente sustituibles al no existir costes de emisión. Lo esencial es elegir aquellos proyectos de inversión que tengan una rentabilidad superior a la mínima exigida.

Para el accionista el dividendo carece de importancia, por lo que no quiere pagar más por las acciones de una empresa que reparte más dividendo. Su preocupación principal es la rentabilidad total de sus inversiones, ya sea a través de dividendos o a través de ganancias de capital, ya que en un mercado perfecto ambas rentas son sustituibles. Si la empresa pagara un dividendo y el accionista no quisiera liquidez, esa liquidez podría ser destinada a la compra de nuevas acciones de la empresa; mientras que si la empresa no pagase dividendos y el inversor necesitara de liquidez podría vender una parte de sus acciones de la empresa.

1.3. PREFERENCIA POR LOS DIVIDENDOS

Según la teoría de Gordon-Shapiro mantiene que los dividendos son más seguros que las ganancias en capital, por tanto, los inversores prefieren el flujo cierto de los dividendos que el flujo incierto de unas ganancias de capital futuras que aún no se han materializado.

Esta incertidumbre asociada a la rentabilidad de las ganancias de capital origina que la rentabilidad a exigir de las empresas que no reparten dividendos sea mayor debido a que el riesgo de los accionistas se incrementa. Por tanto, existe una relación positiva entre el dividendo y el valor de mercado de la acción, ya que a mayor dividendo que pague una empresa mayor debería ser el valor de su acción.

Existen críticas a esta teoría debido a que el pago de dividendos no parece afectar al riesgo de las acciones, sino que las inversiones futuras de la empresa son las que afectan a este riesgo. El aumento de la variabilidad de la rentabilidad de las inversiones futuras aumentaría el riesgo de las acciones.

Las empresas que realizan inversiones más arriesgadas son aquellas que pagan menos dividendos, es por esto que el mercado exige mayor rentabilidad a estas empresas.

Actualmente los inversores tienen muy en cuenta los dividendos, es por esto que las entidades financieras comercializan fondos cuya estrategia de inversión viene marcada por la búsqueda de empresas de alta rentabilidad vía dividendo.

1.4. FISCALIDAD DE LOS DIVIDENDOS

La fiscalidad puede originar que los dividendos y las ganancias de capital no sean rentas perfectamente sustituibles y por tanto que no se cumpla el principio de irrelevancia. Las diferencias vienen derivadas de:

- Diferente tratamiento fiscal ya que la fiscalidad a la que se someten ambas rentas es diferente. Las rentas percibidas mediante dividendos están más penalizadas que las ganancias de capital.

- Diferimiento impositivo, debido a que el pago de impuestos por dividendos se produce en el año en que se reciben, mientras que el pago de impuestos por ganancias de capital no se produce hasta que se produce la venta efectiva de las acciones.

La consideración de los impuestos implica que no exista irrelevancia de los dividendos debido a que los inversores preferirán las ganancias de capital por sus mayores ventajas fiscales.

Sin embargo han surgido nuevos sistemas para eliminar o reducir las diferencias impositivas como la creación de sistemas fiscales alternativos.

- Sistema de imputación para eliminar la doble tributación por dividendos. Los dividendos están sujetos a doble tributación, una por la compañía que obtiene el beneficio y otra por el impuesto sobre la renta del accionista. Con el nuevo sistema se pretende que la empresa tribute por su beneficio de forma habitual y que el accionista tribute por sus dividendos deduciendo la parte que ya ha sido afectada por el beneficio distribuido.

- Utilización de un mismo tipo impositivo para gravar rentas, es decir, aplicar el mismo gravamen a los dividendos y a las ganancias de capital.

Además hay que tener en cuenta la asimetría fiscal entre inversores, ya que la fiscalidad dependerá del nivel de renta y de si son personas físicas o jurídicas. Los inversores con rentas altas prefieren menores pagos de dividendos, mientras los inversores con rentas bajas les son indiferentes o incluso prefieren altos repartos de dividendos.

El efecto de la fiscalidad sobre la política de dividendos va a depender del sistema fiscal implantado en cada país y dependerá de la posición fiscal de cada accionista.

1.4.1. Fiscalidad de los dividendos en España

Los dividendos son la categoría más típica de las retribuciones que percibe el inversor en bolsa. El dividendo tiene el mismo tratamiento fiscal que los beneficios procedentes de una entidad-capital riesgo.

Hay que señalar que el dividendo consiste en una entrada monetaria en el patrimonio del socio que constituye la expresión económica del derecho al dividendo que a su vez es la concreción del derecho a la participación del beneficio, este derecho se reconoce en el art. 93 a) del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Este derecho al reparto, solo se concreta en la medida en que la Junta General adopte el acuerdo de reparto. Cuando la Junta General acuerde que el beneficio no se reparta en forma de dividendos sino que se incorpore a reservas, el derecho corporativo a participar en los beneficios subsiste y se proyecta sobre esos beneficios inmovilizados. La participación en los beneficios es la generación de liquidez para el socio a costa de los beneficios sociales.

El gravamen del dividendo como rendimiento de capital mobiliario supone la inclusión del mismo en la base imponible del ahorro. El dividendo no se grava en la tarifa progresiva del impuesto, sino al tipo establecido para la base del ahorro del modelo de impuesto dual implantado con la Ley 35/2006. Estos son desde el año 2012, de un 21% para rendimientos inferiores a 6.000 euros, 25% para rendimientos entre 6.001 euros y 24.000 euros, y 27% para rendimientos superiores a 24.001 euros. La retención a aplicar es del 21%.

Actualmente no existe un mecanismo que corrija o elimine, a favor del inversor persona física, la denominada doble imposición de los dividendos, ya que los

dividendos son gravados por ser beneficios de la sociedad y por rendimiento del accionista.

1.5. VALOR INFORMATIVO DE LOS DIVIDENDOS

La *Hipótesis de la información* sugerida por Modigliani y Miller mantiene que los anuncios de dividendos contienen información importante sobre el futuro de la empresa.

La información sobre las operaciones de la compañía no se encuentra disponible a todo el mercado, sino que existen diferencias entre la información con la que cuenta la dirección de la empresa y con la que cuenta el mercado y los inversores. Los directivos conocen con más certeza el futuro de la compañía, mientras los inversores lo desconocen y permanecen atentos ante cualquier información que puedan proporcionar los primeros. Por ello cuando los directivos proporcionan una información al mercado se produce una reacción en la cotización de la empresa.

Pero la política de dividendos no provoca cambios en la cotización, sino que muestra la perspectiva futura de la empresa. Si una empresa aumenta su política de dividendos significa que la empresa tendrá un crecimiento futuro en sus beneficios; mientras que si la política de dividendos se disminuye es señal de un futuro incierto para la compañía, ya que la dirección lo primero que reduce son los dividendos ya que no espera mantener el nivel de retribución.

Como conclusión, podemos afirmar que la política de dividendos en sí no afecta a la cotización de la empresa pero la información que de ella se deriva sí le afectará.

1.6. CONFLICTO ENTRE EL DIRECTIVO Y EL ACCIONISTA

A pesar de que los objetivos de la dirección y de los propietarios deberían de ser los mismos, existen conflictos de interés entre los directivos y los accionistas. Este conflicto puede conllevar la adopción por parte de la dirección de decisiones que no maximicen el beneficio de la empresa, sino que busque su propio beneficio, Jensen y Meckling (1976) fueron los primeros en llegar a esta conclusión.

Para evitar el conflicto, ambos incurrirán en unos costes de agencia. Estos costes permiten al accionista controlar a la dirección, ya sea de manera directa o indirecta mediante el establecimiento de incentivos. Para la dirección, estos costes son garantía de que actuará según los deseos del accionista, y para ambos permiten mantener una situación de confianza y prevenir posibles situaciones de incertidumbre.

El reconocimiento de la divergencia entre ambos ha permitido que existan mecanismos capaces de controlar el comportamiento de los directivos, para salvaguardar los intereses de los accionistas. Existen dos tipos de mecanismos: internos y externos. Entre los mecanismos internos se encuentra el consejo de administración, la junta de accionistas o la estructura financiera de la empresa, dentro de los mecanismo externos encontramos el mercado de productos y factores, mercado de capitales, mercado de trabajo de directivos y mercado de control de empresas.

La política de dividendos puede funcionar como mecanismo de control de los directivos, permitiendo reducir los costes de agencia y aumentar el valor de la empresa; por dos motivos:

- Si la empresa reparte dividendos, la empresa debe buscar financiación en el mercado para nuevas inversiones, y la directiva deberá cumplir las exigencias del mercado. Por tanto si una empresa considera que tiene buenas oportunidades de inversión y recurre a recursos del mercado para llevarlas a cabo, la dirección quedará

obligada a utilizar esos recursos de una manera rentable. Por tanto mediante el reparto de dividendos se consigue supervisar a la directiva de la empresa.

- El flujo de caja libre, flujo que representa los recursos que no han sido empleados en proyectos de inversión, provoca que existan divergencia entre accionista y directivo. Ya que si el objetivo de la organización es maximizar la riqueza de los accionistas, este flujo se repartirá en forma de dividendo entre los mismos; esto provocaría un aumento en el valor de mercado de la organización. Mientras que si este reparto no se produce, los directivos destinarían este flujo a inversiones que solamente les beneficiarían a ellos al no haber más proyectos de inversión rentables. A pesar de ello, la dirección no está obligada a repartir este flujo y podría perfectamente incumplirlo.

Como conclusión podemos afirmar que un alto reparto de dividendos permitiría a los accionistas controlar el comportamiento de la dirección.

1.7. POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN LA PRÁCTICA

1.7.1. Medidas de política de dividendos

Las principales formas de medir la retribución al accionista son el dividendo por acción, el *ratio de pay-out* y la rentabilidad por dividendo.

- El dividendo por acción es el importe del dividendo en efectivo expresado en unidades monetarias por acción.
- El ratio de pay-out (tasa de reparto de dividendos) es el porcentaje del beneficio generado que se reparte a los accionistas.

$$\text{Ratio Payout} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

- La rentabilidad por dividendo relaciona el dividendo pagado con la cotización de las acciones. Es una magnitud muy interesante para el inversor al proporcionarle uno de los componentes de su rentabilidad en acciones. Se trata de una medida muy importante a la hora de definir la política de dividendos de las organizaciones, aunque hay que tener en cuenta que depende de variables externas ajenas a la empresa.

$$\text{Rentabilidad por dividendo} = \frac{\text{Dividendo pagado por acción}}{\text{Cotización de la acción}}$$

1.7.2. Operativa de los dividendos en España.

El responsable de decidir la política de retribución al accionista es el consejo de administración. Elabora una propuesta que debe ser aprobada por la junta general de accionistas, que normalmente se celebra en el primer semestre del año. La junta expresa su conformidad del destino de los resultados generados por la empresa, siendo los dividendos uno de los posibles destinos de esos resultados.

En nuestro país se permiten distribuir a los accionistas dividendos a cuenta y dividendos complementarios.

El dividendo a cuenta consiste en repartir dividendos antes de que se cierre el ejercicio y se apruebe el resultado alcanzado en el mismo. Para proceder a repartir dividendos a cuenta la empresa debe demostrar que cuenta con recursos suficientes para poder llevarlo a cabo. Además el reparto de este dividendo debe ser aprobado por la junta general de accionistas o bien por el consejo de administración, y debe de

ser público a los accionistas mediante publicación en el BORME, notificación en la CNMV y a través de anuncios en prensa.

El dividendo complementario es un dividendo que se decide cuando el resultado del ejercicio ya ha sido aprobado en junta. Recibe esta denominación debido a que complementa al dividendo que ya ha sido entregado a los accionistas.

La suma de ambos dividendos serán los dividendos que reciba el accionista.

Otra cuestión importante es el número de pagos en el que se abonará el dividendo, tiene una gran importancia ya que afecta a la cotización del título, ya que los días previos al pago del dividendo de la empresa, su cotización sube.

Los dividendos suelen ser constantes tanto en tiempo como en cuantía debido que la empresa piensa mantener esa tendencia en el futuro. Estos dividendos son conocidos como dividendos ordinarios. Existen también los dividendos extraordinarios, son denominados así ya que su pago es atípico y excepcional, además no se suelen repetir en el futuro.

Como ya apareció en el punto 1.4, los dividendos son considerados como una renta y por tanto el receptor deberá tributar por los mismos, sin importar si se trata de una persona física o jurídica.

En cuanto a los destinatarios de los dividendos en nuestro país, los accionistas que tienen derecho al mismo son aquellos que están en posesión del título hasta la víspera en que se hace efectivo el mismo. Es necesario fijar un momento concreto ya que las acciones se negocian de forma continua en el mercado.

1.7.3. Factores determinantes de la política de dividendos

Existen numerosas formas de clasificar los factores que afectan a la política de dividendos, en nuestro caso hemos optado por distinguir tres factores: factores de activo, factores de pasivo y otros factores.

Factores de activo

- **Liquidez de la empresa:** los dividendos en efectivo solo se pueden pagar en dinero, por tanto si una empresa carece de él no podría repartir dividendos. Cuanto mayor sea la liquidez de una empresa, mayor capacidad para repartir dividendos tendrá.
- **Oportunidades de inversión:** cuantas más oportunidades de inversión atractivas existan, menos serán los dividendos repartidos debido a que la empresa tiene que recurrir a toda su financiación para hacer frente a sus posibilidades de expansión.

Factores de pasivo

- **Restricciones impuestas por acreedores:** los contratos firmados con los acreedores pueden incluir cláusulas en las que se limite el reparto de beneficios para salvaguardar su propio interés.
- **Disponibilidad y coste de financiación de las fuentes de financiación alternativas.** Si las reservas son más baratas que el resto de fuentes de financiación provocará que la empresa destine menos recursos al reparto de dividendos.
- **Estructura accionarial.** El tipo de accionistas que tenga una empresa condiciona de manera muy notable la política de dividendos de la misma. Cuantos más accionistas tenga una empresa mayor importancia tendrá el reparto de dividendos debido a que estos accionistas carecen de capacidad individual para influir en las decisiones de la empresa. Mientras que si se trata de un accionariado más concentrado, los dividendos repartidos serán menores ya que tienen mayor implicación

en la gestión de la empresa y pueden obtener recursos de formas distintas a los dividendos.

Otros condicionantes

- Factores legales. El artículo 213 de la ley española establece un límite de cuantía de dividendos, de manera que solo podrán ser repartidos si el valor del patrimonio neto contable no sea inferior al capital social. Además el artículo 194 establece que hasta que el fondo de comercio y los gastos de establecimiento hayan sido amortizados se prohíbe el reparto de beneficios, con la excepción de que el importe de las reservas disponibles sea igual a los gastos no amortizados. Otra imposición legal pero que solo es aplicable a las empresas que cotizan en bolsa exige que es necesario que la empresa haya obtenido dos años consecutivos o durante tres años no consecutivos en un período de cinco años, un beneficio suficiente para pagar un dividendo del 6%.

- El ratio de reparto del sector debido a que las tasas de reparto son muy similares en empresas que operan en el mismo sector.

- Nivel y evolución de los beneficios también afecta a los dividendos, ya que cuanto mayor sea el nivel de beneficios y sea más estable provocará que la empresa tenga altas tasas de reparto de dividendos.

- La evolución de los dividendos también les afecta, ya que la estabilidad de los mismos reduce las reacciones de la cotización de las acciones.

- El tamaño de la empresa afecta, ya que una empresa con mayor tamaño tendrá más posibilidades de repartir dividendos ya que tiene mayor capacidad para buscar fuentes de financiación alternativas en los mercados financieros, además deben de cuidar su imagen en los mercados.

- La situación bursátil y la coyuntura económica también afecta a los dividendos. En tiempos de crisis, el reparto de dividendos es utilizado por las empresas como una herramienta para mantener a sus accionistas, mientras que en épocas de expansión, las empresas reducen o eliminan sus dividendos.

1.8. POLÍTICAS DE DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS

a) Dividendos constantes o crecimiento a una tasa constante: la empresa establece un dividendo anual por acción (DPA) y lo mantiene hasta el momento en el que la dirección considere que los beneficios futuros serán suficientes para aumentar dicho dividendo. Mediante esta política se trata de garantizar a los accionistas un ingreso estable y seguro, además le permite conocer las expectativas de la dirección para el futuro de la empresa.

Actualmente, ha surgido una nueva corriente en la que los dividendos crecerán en función de una tasa de crecimiento estable. Esta corriente solo será factible si la organización consigue tener una tasa de crecimiento de beneficios estable.

Con esta política las empresas consiguen estabilidad en la cotización del título, aunque si los beneficios aumentan o disminuyen durante un período prolongado la organización deberá plantearse esta alternativa, ya que se producirían niveles demasiado altos o demasiado bajos que pondrían en compromiso la estabilidad de la empresa.

b) Razón constante del pago de dividendos: con esta política la empresa fija un porcentaje constante de beneficios para pagar en concepto de dividendos. Este porcentaje es conocido como *ratio de pay-out*. Con esta política se pretende mantener un ratio estable, la cantidad de dividendo repartido cada año varía en la misma proporción en la que varía el beneficio por acción.

c) Dividendo como residuo: esta política tiene como objetivo repartir dividendos siempre que hayan sido satisfechas las necesidades de inversión de la empresa y siempre que esta pueda mantener su ratio de endeudamiento. Las empresas que cuenten con muchas oportunidades de inversión pagarán menos dividendos, mientras que las empresas que no dispongan de oportunidades de inversión tendrán una retribución mayor para sus accionistas. Esta política provoca que los dividendos no sean estables, por ello esta política es utilizada como instrumento para fijar un pago de dividendos a largo plazo y no es utilizada de manera estricta.

d) Dividendos variables: la empresa no sigue ningún patrón a la hora de repartir dividendos y la cuantía de dividendos variará en función del momento. Esta política es propia de las empresas no cotizadas en bolsa.

1.9. OTRAS FORMAS DE REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA

En nuestro país la fórmula de retribución más extendida por las empresas que están en bolsa es el reparto de dividendos. Este reparto suele ser normalmente en efectivo con cargos a los beneficios generados o retenidos. En ocasiones acompañan a estos dividendos los dividendos en especie aunque no es una práctica habitual.

Otras alternativas para retribuir al accionista similar a los dividendos en efectivo son:

- Dividendo en capital: consiste en devolver las aportaciones realizadas al accionista. Al devolver capital a los accionistas la empresa consigue reducir su capital mediante una disminución del valor nominal de cada acción, esta disminución es la que se entrega al accionista. En otras ocasiones la empresa devuelve la prima de emisión. La distribución de la prima de emisión se puede realizar mediante la entrega de dinero, acciones cotizadas o no cotizadas y acciones de la autocartera. La ventaja de esta forma de retribución reside en que no requiere aprobación por parte de la junta de accionistas y no se tributa hasta que no se venda la acción.

- Recompra de acciones: la empresa adquiere acciones de su propio capital social para reducir sus acciones en circulación. Si no afecta negativamente a los beneficios futuros de la empresa, esta medida puede ser tomada por muchos accionistas debido a que les concede más libertad, ya que les permite elegir entre vender o no las acciones mientras que si el dividendo es en metálico están obligados a aceptarlo y pagar impuestos. Esta opción sería equivalente al reparto de dividendos si el mercado fuera perfecto.

- *Scrip dividend* o dividendo flexible o dividendo elección: son acciones emitidas por la empresa para remunerar a sus accionistas en lugar del dividendo. La entrega de acciones se puede realizar mediante dos vías: ampliación de capital o entrega de acciones de la autocartera de la empresa. Ante esta situación el inversor puede elegir entre vender los derechos de suscripción a cambio de efectivo, o aceptar los derechos de suscripción y aumentar el número de acciones que posee de la empresa.

- Split de acciones: supone el desdoblamiento del nominal de una acción en varias acciones en función de las necesidades. Por tanto estaríamos ante una reducción el valor nominal de cada acción. En el Split de acciones y en los dividendos en acciones el número de acciones que posee el accionista aumenta; aunque no implica un mayor reparto de dividendos, sí les permite negociar con más títulos en el mercado.

- Entrega de acciones total o parcialmente liberadas: suelen ser acciones de autocartera, lo que supone restituir reservas de libre disposición. La asignación de acciones liberadas suele insertarse en marco de políticas de retribución flexible.

Cuando el accionista recibe estas acciones no se produce ningún rendimiento gravable. El gravamen no surge hasta el momento en que dichas acciones se transmitan a terceros. Del valor de venta se restará el valor de adquisición, al tratarse de acciones liberadas el valor de adquisición será el coste total repartido entre las acciones antiguas y las nuevas.

CAPÍTULO 2

POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN ESPAÑA

2.1. INTRODUCCIÓN

En el presente capítulo se va analizar cómo ha sido la política de dividendos en España desde el año 2007 hasta el 2013, ya que ha sido la forma tradicional mediante la cual las empresas han retribuido a sus accionistas y durante este período ha sufrido numerosos cambios.

Comenzaremos analizando su volumen y composición, hasta los ratios de pay-out y de rentabilidad por dividendo. Además de una comparación a nivel internacional de este último ratio.

2.2. RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS: VOLUMEN Y COMPOSICIÓN

La bolsa española ha venido siendo un mercado generoso con el accionista, de forma continuada en el tiempo y creciente con el paso de los años.

Como se observa en la tabla 2.1, en el año 2000 se partía de una cantidad de reparto al accionista de 7.386 millones de euros, esta cantidad se duplicaba en tan solo 4 años, hasta alcanzar los 14.175 millones.

Centrándonos en el período de estudio en el que se encuadra el trabajo se puede observar como las empresas han realizado un gran esfuerzo para mantener su política de dividendos en un entorno de crisis, permitiéndoles hacer frente a la desconfianza y la incertidumbre que pudieran tener los inversores.

En el año 2007 el total de pagos se sitúa en 23.465 millones mientras en el año 2009 la cifra llega hasta los 33.892 millones, es decir, en los dos primeros años de crisis económica las empresas españolas aumentan su retribución al accionista en 10.000 millones de euros. Esta tendencia alcista se rompe en el año 2010 cuando se vuelve a niveles del año 2007. Hasta este año los dividendos son la principal fuente de retribución al accionista, siendo la devolución de prima de emisión y la devolución de aportaciones procedentes de la reducción del nominal muy reducidas.

En el año 2011 se vuelve a producir un gran incremento del total de pagos hasta los 33.659 millones, próximos a la cifra del año 2009. Este incremento viene derivados del aumento de los dividendos y principalmente del aumento de la devolución de la prima de emisión. En este ejercicio las empresas reparten a sus accionistas 5.432 millones procedentes de prima de emisión, cantidad muy superior a los ejercicios anteriores.

En el año 2012 el nivel de dividendos es algo inferior respecto al 2011 pero la caída del total de pagos viene provocada por la disminución de la devolución de la prima de emisión ya que en este año se devuelven tan solo 384 millones.

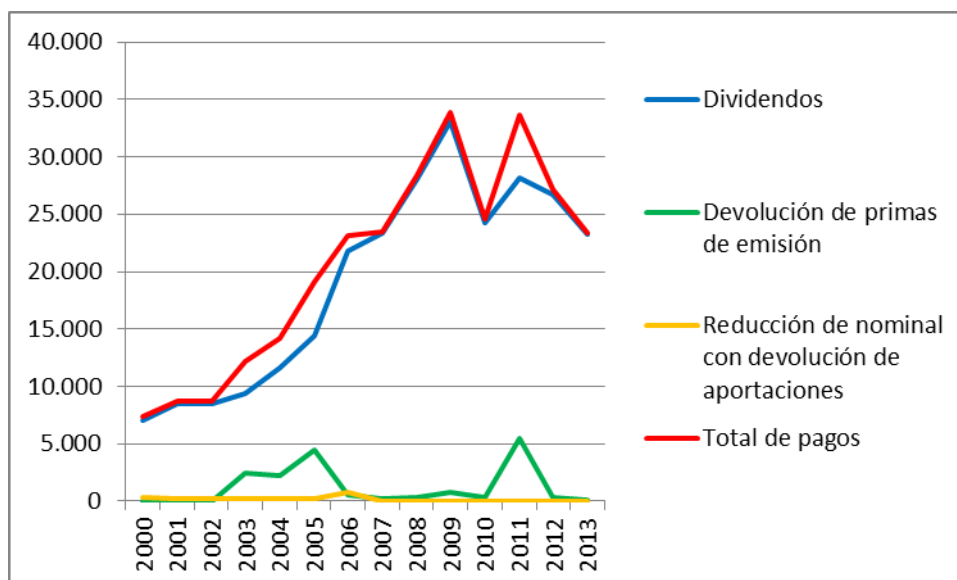


Gráfico 2.1. Retribución al accionista de la bolsa española.

Fuente: Elaboración propia a partir de BME.

	Dividendos	Devolución de primas de emisión	Reducción de nominal con devolución de aportaciones	Total de pagos
2000	7.011	51	323	7.386
2001	8.475	42	217	8.734
2002	8.446	28	223	8.699
2003	9.411	2.480	272	12.165
2004	11.678	2.288	208	14.175
2005	14.435	4.463	223	19.123
2006	21.809	513	761	23.083
2007	23.338	220	-	23.465
2008	28.065	346	-	28.411
2009	33.115	763	3	33.892
2010	24.295	295	9	24.599
2011	28.212	5.432	13	33.659
2012	26.768	384	-	27.153
2013	23.262	132	19	23.414

Tabla 2.1. Retribución al accionista en la bolsa española.

Fuente: Elaboración propia a partir de BME.

Además de los dividendos, la devolución de la prima de emisión y la devolución de las aportaciones al accionista se le puede retribuir mediante el pago de acciones. Este pago en acciones se realiza de forma general mediante el *scrip dividend*. En los años 2007 y 2008 el pago en acciones es prácticamente residual. A partir del año 2009 comienzan a tener mayor importancia y el pago en acciones cada vez se hace más habitual como se puede observar en el gráfico 2.2.



Gráfico 2.2. Pagos satisfechos en efectivo y pagos satisfechos en acciones en millones de euros. Fuente: BME

En el gráfico 2.3 se puede ver como en el año 2009, año en el que el *scrip dividend* comienza a tener algo de peso en la remuneración del accionista, la mayoría de los inversores optan por el pago en acciones. Sin embargo, en el año 2010 la mayoría de los inversores elige la opción de vender sus derechos de suscripción ya sea a la propia entidad o en Bolsa. Esta tendencia cambia de forma radical en los años 2011 y 2012, cuando más de la mitad de los *scrip dividend* son pagados en forma de acciones, mientras una minoría opta por vender sus derechos.

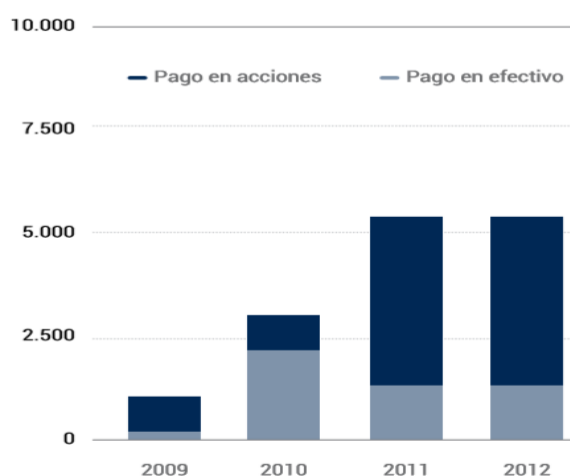


Gráfico 2.3. Opciones de pago elegidas para los *scrip dividend*. Fuente: BME

2.2.1. Rentabilidad por dividendo de empresas españolas

La rentabilidad por dividendo de las empresas españolas ha tenido un crecimiento desde el comienzo de la crisis como se puede observar en el gráfico 2.4. El aumento de la rentabilidad por dividendo ha sido provocado por dos motivos. El primero de ellos ha sido el aumento de los dividendos repartidos por las empresas españolas, ya que como se veía a principios del capítulo desde el comienzo de la crisis se ha aumentado los dividendos para los accionistas. El segundo motivo es la caída en la cotización de las empresas españolas provocada por el entorno incierto que provocó la crisis.

Como se puede observar en el gráfico ya mencionado, en el año 2006 la rentabilidad por dividendo del conjunto de empresas españolas no alcanzaba el 4%. Esta tendencia se mantuvo constante para el año 2007 y primera mitad del año 2008. A partir de entonces la rentabilidad por dividendo crece de una forma muy acelerada, alcanzando en el año 2009 una cifra del 8%. Esto significa que esta magnitud se duplicó en tan solo un año. En el año 2010, la rentabilidad por dividendo disminuyó hasta unos niveles del 5%. A partir de entonces se produjo un aumento de forma gradual durante los años 2011 y 2012, alcanzando a finales de este año una rentabilidad de casi un 11%. A partir de ahí se produjo una disminución de la misma comenzando el año 2013, con una rentabilidad del 8%.

Si comparamos la rentabilidad por dividendo con el interés que proporciona la deuda pública española a 10 años (gráfico 2.4) se puede observar como al comienzo de la crisis, era más rentable invertir en bonos que en acciones, ya que proporcionaban una rentabilidad superior. Esta tendencia cambió a finales del año 2008, coincidiendo con el aumento acelerado de la rentabilidad por dividendo. A partir de entonces se instaura un período de igualdad entre ambas magnitudes hasta el año 2012, año en el que se vuelve a producir un gran aumento en la rentabilidad por dividendo.



Gráfico 2.4. **Rentabilidad por dividendo vs Tipo a 10 años en España.**
Fuente: MSCI Blue Book y Banco de España.

2.2.2. Ratio de pay-out de empresas españolas

En el presente trabajo se ha procedido a agrupar las empresas en función de su sector de actividad con el objetivo de facilitar el análisis de este ratio. Los sectores de actividad en los que se han dividido las empresas son: petróleo y energía; materiales básicos, industria y construcción; bienes de consumo; servicios de consumo; servicios financieros e inmobiliarios; y tecnología y telecomunicaciones.

En el gráfico 2.5 se puede apreciar como el ratio de pay-out de las empresas españolas en el año 2007 se situó en 44,82%. Los sectores que más beneficios destinan para repartirlos en forma de dividendos son el sector de servicios de consumo y, petróleo y energía, con un ratio de 54,29 y 49,59%, respectivamente. Mientras el sector con menor ratio es el sector de materiales básicos, industria y construcción con un 32,71%.

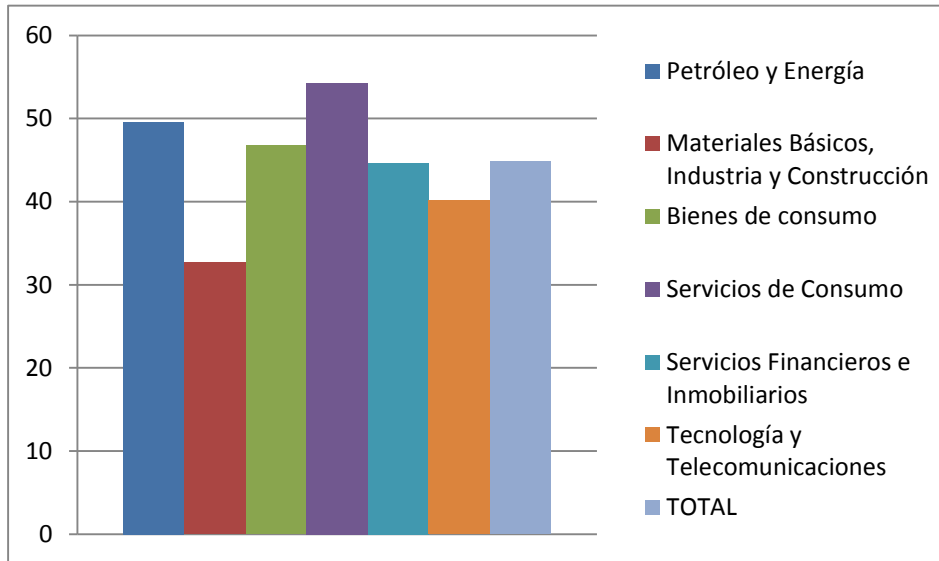


Grafico 2.5. **Ratio de pay-out de las empresas españolas 2007.**

Fuente: Elaboración propia a partir de BME.

Como se puede apreciar en la gráfica 2.6, el ratio de pay-out medio de las empresas españolas en el año 2008 se ha situado en un 55,43%, es decir, las empresas españolas han repartido más de la mitad de sus beneficios. Destacar de ese año que los sectores más generosos con sus accionistas han sido el sector del petróleo y energía con un 68,17% y el sector de la tecnología y las telecomunicaciones con un 60,16%. Mientras el sector que ha destinado menos beneficios a repartir ha sido el sector de materiales básicos, industria y construcción con un 38,86%.

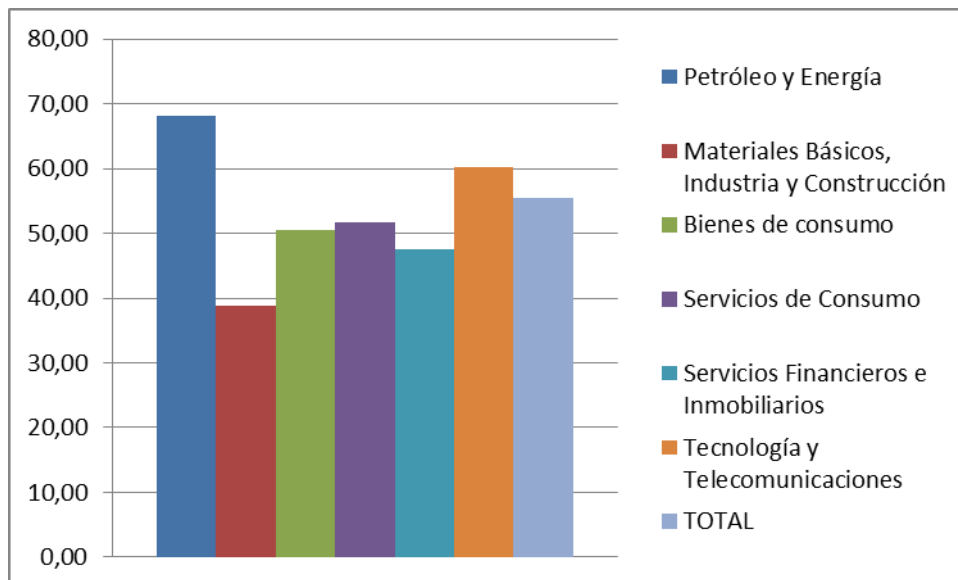


Grafico 2.6. **Ratio de pay-out de las empresas españolas 2008.**

Fuente: Elaboración propia a partir de BME.

En el año 2009 como se puede apreciar en el gráfico 2.7 el ratio del total de las empresas españolas se reduce, situándose en un 47,03%. El sector más generoso en ese período es el de tecnología y comunicaciones con un 67,04%, seguido del sector de servicios de consumo con un 54,88%. El sector con menor ratio sigue siendo el de materiales básicos, industria y construcción con un 28,09%.

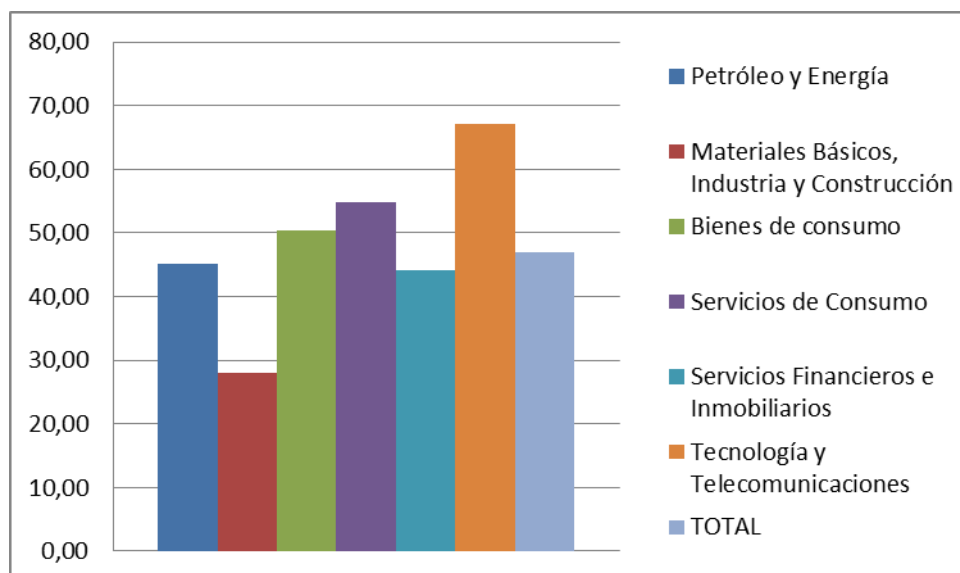


Gráfico 2.7. Ratio de pay-out de las empresas españolas 2009.

Fuente: Elaboración propia a partir de BME.

En el gráfico 2.8 se puede apreciar como en el año 2010 se reduce el ratio del conjunto de empresas españolas hasta un 40,86%. En este año tan solo las empresas que tienen como sector el de los bienes y servicios de consumo y materiales básicos, industria y construcción aumentan su ratio, mientras el resto de sectores lo reduce. El sector de servicios de consumo incrementa su ratio hasta un 86,15%, siendo el sector más generoso, mientras el sector menos generoso ha sido el sector de petróleo y energía con un 26,89%. Este sector ha reducido su ratio un 61% en el período entre 2008 y 2010.

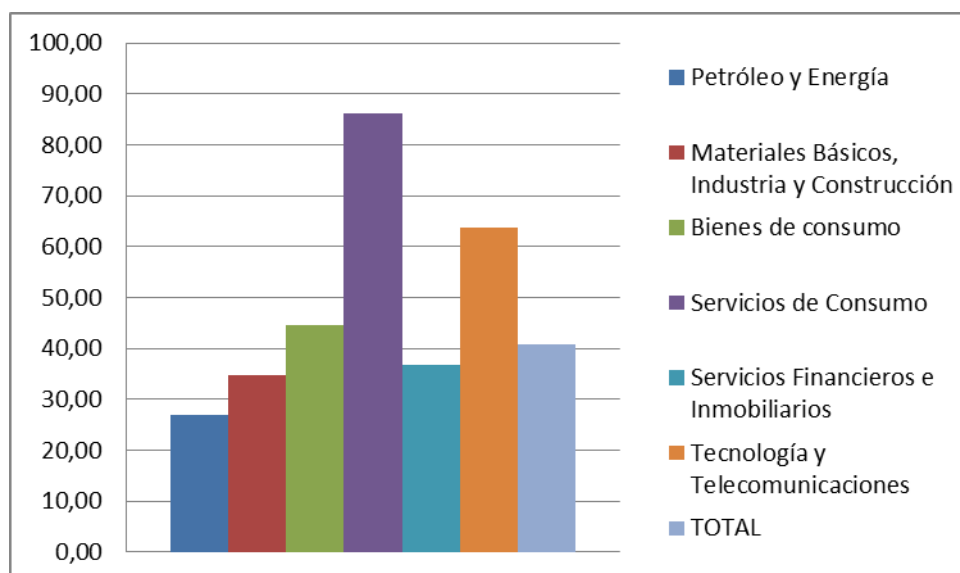


Gráfico 2.8. Ratio de pay-out de las empresas españolas 2010.

Fuente: Elaboración propia a partir de BME.

En el año 2011 como refleja el gráfico 2.9, las empresas españolas aumentaron su ratio de pay-out siendo para este ejercicio de 53,45%, siendo el año en el que las empresas españolas fueron más generosas dentro del período de estudio. En este período todos los sectores de actividad aumentan su ratio salvo el sector de servicios

de consumo. Al igual que en el año 2010 el sector menos generoso es el sector del petróleo y la energía, mientras el sector de la tecnología y las comunicaciones es el más generoso con un ratio de pay-out de un 103,38%, lo que supone que las empresas de este sector han repartido a sus accionistas unos dividendos superiores a los beneficios que han obtenido en este período.

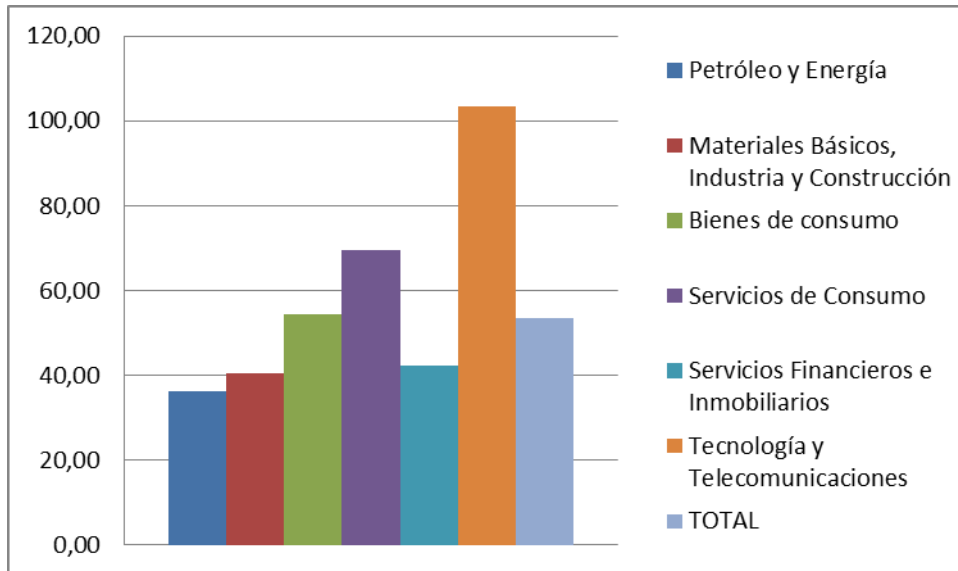


Gráfico 2.9. **Ratio de pay-out de las empresas españolas 2011.**

Fuente: Elaboración propia a partir de BME.

En el año 2012 se redujo el ratio de pay-out del conjunto de empresas hasta un 43,51% (gráfico 2.10). En este año las empresas de materiales básicos, industria y construcción, y aquellas dedicadas a servicios financieros e inmobiliarios aumentan su ratio, además son las empresas que mayores ratios tienen. Mientras en el resto de sectores se produce una reducción; siendo la mayor de ellas la que se da en el sector de las telecomunicaciones reduciéndose en un 61% en tan solo un año, siendo el ratio de pay-out del año 2012 de un 40,53%. El sector del petróleo y la energía se mantiene como el sector que menos beneficios reparte.

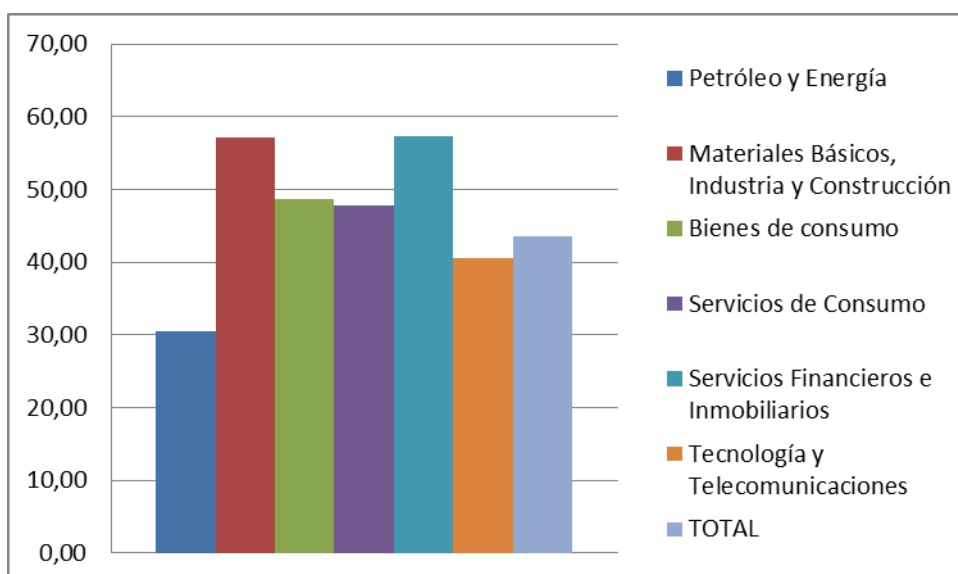


Gráfico 2.10. **Ratio de pay-out de las empresas españolas 2012.**

Fuente: Elaboración propia a partir de BME.

En el gráfico 2.11 se puede ver como en el 2013 se produce la menor tasa de pay-out del conjunto de empresas con un 37,12%. Este año destaca sobre todo el incremento que se produce en las empresas de petróleo y la energía, teniendo un ratio de un 60,29% situándose como el segundo sector con mayor ratio tras el sector de los servicios de consumo. A destacar también la caída del ratio en el sector de la tecnología y las telecomunicaciones con un 6,28%. Este sector en los últimos años de estudio ha experimentado una reducción del ratio de un 93%.

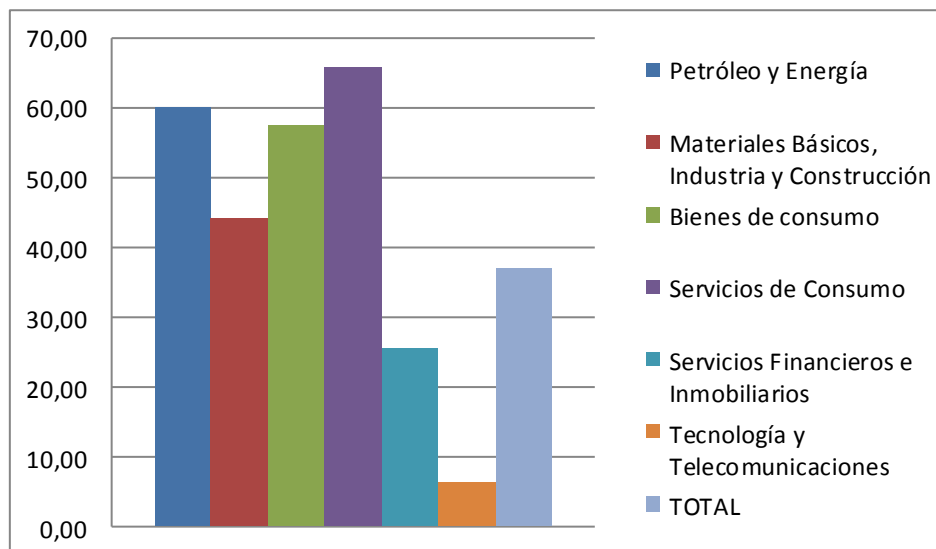


Gráfico 2.11. **Ratio de pay-out de las empresas españolas 2013.**

Fuente: Elaboración propia a partir de BME.

La conclusión general que se puede extraer sobre el estudio del ratio de pay-out en las empresas españolas es que este ratio se ha mantenido entre un 40% y un 50%, lo que implica que las empresas españolas reparten una cifra próxima a la mitad de los beneficios como se observa en el gráfico 2.12. Respecto al sector financiero, objetivo de estudio en este trabajo, se puede ver como es un sector que ha seguido la media de las empresas españolas, salvo en los ejercicios 2012 y 2013. En el año 2012 debido a que el ratio de pay-out de este sector se encuentra en un 57%, 13 puntos porcentuales por encima de la media. Mientras en el año 2013 ocurre el fenómeno contrario, y es que el ratio de las empresas españolas se sitúa en un 37% mientras que el del sector financiero se sitúa en un 25,5%. Este decremento pudo estar provocado por la crisis financiera, además de las limitaciones que fijó el Banco de España.

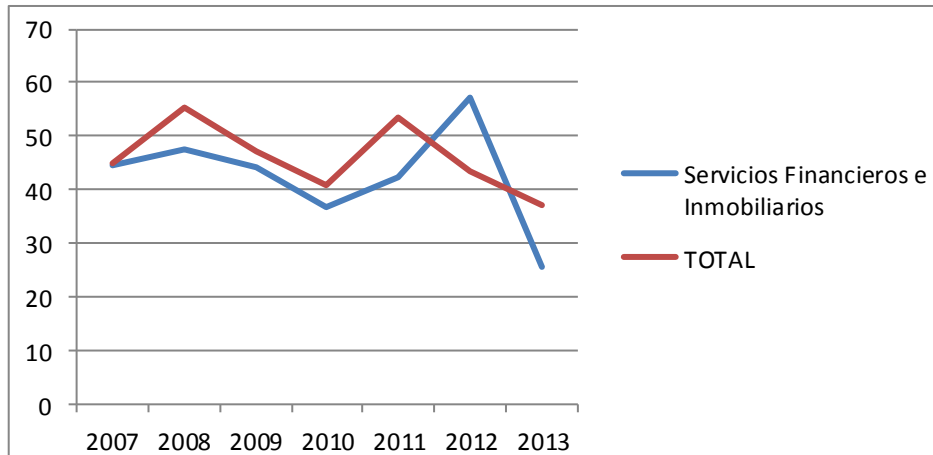


Gráfico 2.12. **Ratio de pay-out sector financiero español y conjunto de empresas cotizadas españolas entre 2007 y 2013.**

Fuente: Elaboración propia a partir de BME.

2.3. COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

En este apartado se va proceder a comparar la rentabilidad por dividendo del conjunto de empresas cotizadas españolas, alemanas, francesas y estadounidenses.

Como se ve en el gráfico 2.13, España ha sido el país con mayor tasa desde el año 2006, mientras que Estados Unidos ha sido el país en el que menor rentabilidad por dividendo han obtenido los inversores. Mientras Francia y Alemania presentan una evolución similar en el período de tiempo estudiado.

En el año 2006, todas las tasas se sitúan en torno al 2% y 3%, esta situación se mantiene constante hasta el año 2008. En el año 2009, todas las tasas de rentabilidad aumentan aunque en diferente medida, ya que la tasa española se sitúa en torno al 8%, la francesa y alemana en un 6,5% y la estadounidense en algo más de un 3%. A partir de entonces se produce una disminución en la rentabilidad, siendo en España de un 3%, mientras que en Alemania y Francia la disminución es de un 2,5% y en Estados Unidos de 1%. A partir del año 2010, la rentabilidad por dividendo en nuestro país se dispara hasta alcanzar su máximo en el año 2012, mientras que en el resto de países este aumento es menor en Alemania y Francia, y en Estados Unidos se mantiene constante, sin producirse grandes aumentos.

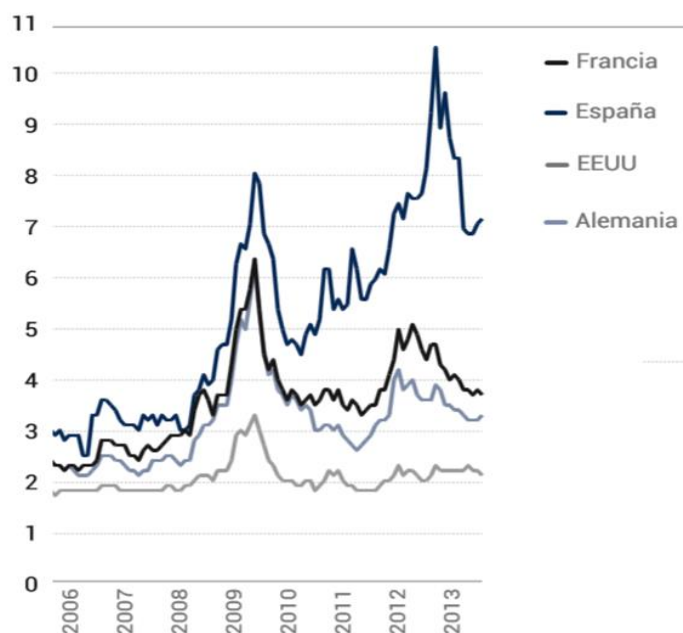


Gráfico 2.13. Rentabilidad por dividendo España, Francia, Alemania y Estados Unidos.

Fuente: MSCI Blue Book.

Como se puede apreciar en el gráfico 2.14, España es el país con mayor rentabilidad por dividendo con 5,2%, seguido de Reino Unido, Francia e Italia que no llegan al 4%. Mientras en los últimos tiempos EEUU ha sido el país con menor rentabilidad por dividendo con un 2%.

Nos situamos como el país con mayor rentabilidad por dos motivos. El primero de ellos es que las empresas han realizado un gran esfuerzo por mantener o incluso aumentar su política de retribución al accionista mediante la vía de los dividendos. El segundo de ellos es la caída bursátil de las compañías que cotizan en el mercado bursátil. Esta caída fue del 39,45% entre 2007 y 2011 en el principal índice de la Bolsa española, el Ibex35. Actualmente la gran mayoría de las empresas no han sido capaces de revertir la situación y lograr la cotización que tenían con anterioridad a la crisis.

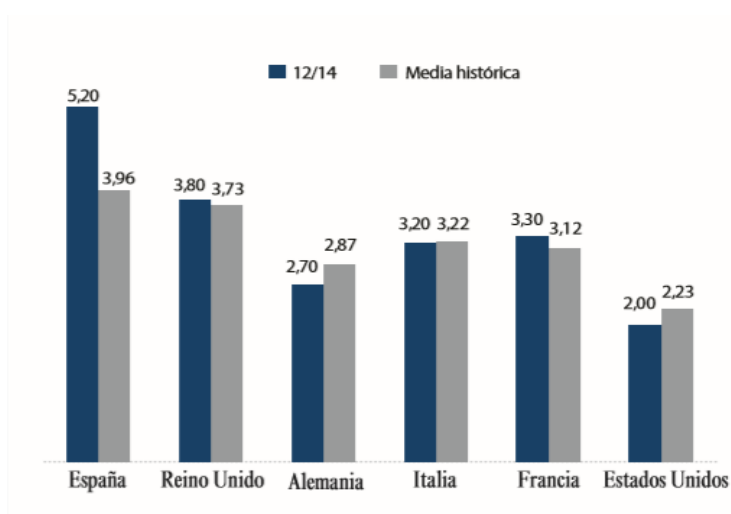


Gráfico 2.14. Rentabilidad por dividendo entre 2012 y 2014 principales economías mundiales. Fuente: BME

CAPÍTULO 3

LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS DE LA BANCA ESPAÑOLA

3.1. INTRODUCCIÓN

El presente capítulo comienza con un breve recorrido de como la crisis ha afectado al sector bancario. A continuación se procede a hacer un análisis de la política de dividendos de las principales entidades del sector estudiadas como son Banco Santander, BBVA, Banco Popular y Banco Sabadell, además de un análisis en conjunto de estas cuatro entidades. Precisar que no se han tenido en cuenta otras grandes entidades financieras como Caixabank o Bankia debido a que han comenzado a repartir beneficios recientemente ya que con anterioridad eran cajas de ahorro.

Se comenzará analizando los dividendos y beneficios por acción para continuar con el ratio de pay-out y la rentabilidad por dividendo.

3.2. LA BANCA ESPAÑOLA DURANTE LA CRISIS

A partir de 2008 se entra en una fase de transición desde una situación de abundancia de liquidez a otra de restricciones de fondos, de un panorama en el que alegremente se expandían las redes bancarias, a otro de repliegue de redes y de búsqueda de una mayor racionalidad operativa; de un escenario donde no importaban mucho los márgenes de las operaciones, ya que podían compensarse con una mayor actividad de préstamos, a otro donde no es tan fácil buscar alternativas ante el estrechamiento de los márgenes financieros; de una etapa donde la morosidad estaba en mínimos históricos, a otra en la que, como reflejo del deterioro de la situación económica y del empleo, los impagos se han multiplicado...

La crisis ha acelerado los cambios dentro del sector. Como consecuencia de ello está teniendo lugar una profunda recomposición que está afectando de manera especial a las Cajas de Ahorros, que son las entidades, de naturaleza no societaria, que habían registrado un mayor crecimiento y asumido elevados riesgos ligados al sector inmobiliario. Ahora bien, con carácter general, el sistema bancario está inmerso en un proceso de auténtica reconversión para adaptar su dimensión y su estructura a la nueva situación en la que existe un exceso de capacidad.

La oleada de procesos de integración iniciada en 2009 en el sector de las Cajas de Ahorros en la que han participado 35 entidades, se ha traducido, en una reducción de su número de 45 a 18 entidades o grupos, dos de ellas de dimensión poco significativa. Únicamente 6 Cajas de Ahorros, que representan en torno a un 9 por ciento de los activos del sector, se han mantenido al margen de movimientos societarios de esta naturaleza.

Por otro lado, cabe destacar que en el año 2013, el Banco de España, órgano supervisor de las entidades de crédito, aconsejó a las mismas la aplicación de criterios restrictivos en el reparto de resultados, y que los dividendos que se satisfagan no superen la cuarta parte del beneficio obtenido por la entidad, a no ser que una entidad pudiera acreditar márgenes muy favorables o un ratio de capital de nivel 1 (CET1) superior al 11,5%.

Además, en el caso de que los dividendos se satisfagan en forma de acciones, se recomienda que las entidades moderen este tipo de retribución, para poder mantener la retribución de las mismas en el futuro, sin perjudicar a las reservas de la entidad.

Todas estas recomendaciones de retribución a los accionistas están encaminadas a mantener la solvencia del sistema bancario español, ya que en el año 2014 entró en vigor una nueva normativa europea de solvencia, y el Banco Central Europeo evaluó las entidades de crédito de los estados miembros, incluida España, mediante un mecanismo único de supervisión.

3.3. BANCO SANTANDER

Nació en el año 1857 alrededor del negocio entre el puerto de Santander y América. Hasta el año 1874 tenía la capacidad de emitir papel moneda. Ya en el siglo XX comienza su expansión, limitada al principio a la región, absorbiendo otras entidades como el Banco Mercantil, Banco Continental, Banca Jover y Banco Comercial Español. A destacar la absorción del Banco Español de Crédito (Banesto) en 1994 y tan solo 5 años después la fusión con el Banco Central Hispano. A partir de entonces se convirtió en la primera entidad bancaria de nuestro país.

Algunos acontecimientos a destacar desde 2007 son:

- En el año 2007, coincidiendo con su 150 aniversario se sitúa entre los 7 bancos con mayores beneficios y el banco con mayor número de oficinas.
- En el 2008 adquiere los británicos Allianc & Leicester y Bradford & Bingley, situándose en el tercer banco del Reino Unido.
- En el año 2009 adquiere el Sovereign Bank de los EEUU cambiando la marca en el año 2013.
- En 2011 adquiere la parte del negocio en Alemania del grupo SEB, al mismo tiempo adquiere el polaco Bank Zachodni WBK.
- En el año 2012 comienza a cotizar en la bolsa mexicana.
- En el año 2013 se aprueba la fusión con Banesto y Banif.

Actualmente cotiza en el Ibex-35, se sitúa como el primer banco de la eurozona y decimoprimer del mundo en capitalización. En cuanto a volumen de activos se sitúa como el vigésimo banco del mundo. El pasado año se situó como la marca española más valiosa y la 43ª del mundo

1. Dividendo por acción vs beneficio por acción

Como se puede apreciar en el gráfico 3.1 el dividendo por acción se ha mantenido constante, mientras el beneficio por acción ha ido disminuyendo cada año provocado por el período en que se encuadra el estudio.

Hasta el año 2011 el beneficio por acción siempre ha sido superior al dividendo por acción, a partir de este año el dividendo se sitúa por encima, lo que implica que la entidad reparte más de lo que genera. Esto es debido a que Banco Santander ha remunerado a sus accionistas además del tradicional dividendo con cargo al ejercicio mediante la entrega de acciones.

En el año 2007 se repartió un dividendo de 65 céntimos por acción. El dividendo de este año aumentó en un 25% respecto al año anterior. El dividendo se distribuyó en cuatro pagos trimestrales, los tres primeros por valor de 12,3 céntimos cada uno mientras el último por un importe de 28,2 céntimos por acción. Mientras el beneficio por acción fue de 1,42 euros.

En el año 2008 se repartió la misma cantidad de dividendo por acción, 65 céntimos por acción. El mantener esta cifra de dividendos supuso incrementar en un 18% el importe total destinado al pago de dividendos a los accionistas. En este año el Banco

Santander se convierte en el banco del mundo que más dividendo paga en efectivo, mientras de los 20 principales bancos comerciales mundiales, 16 han eliminado o reducido su dividendo y 4 decidieron pagarlo en acciones. El dividendo se repartió en 4 pagos trimestrales, con los tres primeros se distribuyeron 2.713 millones de euros, mientras en el último dividendo se repartieron 2.099 millones de euros. Hay que tener en cuenta que en último dividendo también se va a retribuir a los nuevos accionistas procedentes de las ampliaciones de capital. En este año el beneficio por acción se reduce hasta los 1,20 euros.

En el año 2009 el dividendo fue de 60 céntimos por acción. Hay que destacar que este año por primera vez la entidad ofrece a sus accionistas el dividendo elección, el 81% del capital optó por cobrar una cantidad equivalente al segundo dividendo a cuenta en acciones nuevas, en lugar de hacerlo en efectivo. Por este motivo durante 2009 se llevó a cabo una ampliación de capital de 72.962.765 acciones, representativas de un 0,887% del capital social. La diferencia con el beneficio por acción es de 49 céntimos, siendo el beneficio por acción de 1,09 euros.

En el año 2010 se mantuvo constante los 60 céntimos de dividendo por acción. Debido al éxito del año anterior, en este año el banco dio a sus accionistas la opción de elegir el cobro de parte de su retribución en efectivo o en acciones para el segundo y tercer dividendo a cuenta del ejercicio de 2010. Un 85% de los accionistas optaron por esta alternativa. Para conseguirlo se realizó una ampliación de 88.713.331 acciones que representan un 1,65% del total del capital social. En 2010 el beneficio por acción disminuye 10 céntimos, mientras en 2011 lo hace en 30 céntimos.

En el año 2012 el dividendo se mantuvo constante. El banco siguió con su programa de ofrecer a los accionistas recibir efectivo o acciones por el equivalente al dividendo, a diferencia de los años anteriores esta oportunidad se ofreció en todos los pagos trimestrales. El 80% de los accionistas optó por recibir acciones como forma de pago. Se llevaron a cabo dos ampliaciones para ello, implicando un aumento del capital social de un 8,65%. En este ejercicio el beneficio por acción sigue su tendencia a la baja hasta los 22 céntimos.

En el año 2013 se mantuvo constante el dividendo al igual que los 5 años anteriores. Se siguió con el programa de los dividendos elección y en este año el 87% de los accionistas optaron por esta alternativa. Al igual que en 2012, esta opción se planteó en los 4 dividendos trimestrales que paga el banco. En este año se llevaron a cabo cuatro ampliaciones de capital para poder hacer frente al pago mediante acciones, emitiéndose un total de 1.012.240.738 acciones, aumentando el capital social un 8,93% a finales de este año. En este año el beneficio por acción aumenta hasta los 39 céntimos.

Como apunte a destacar, en el año 2015 se ha cambiado radicalmente la política de retribución al accionista reduciendo el dividendo a 20 céntimos por acción.

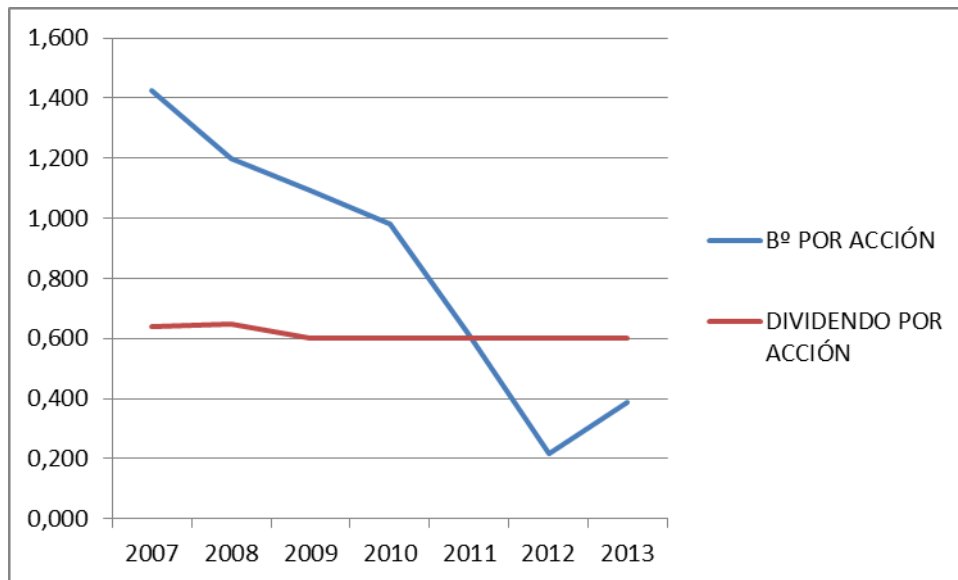


Gráfico 3.1. **Relación beneficio y dividendo por acción Banco Santander.**

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la entidad.

2. Ratio de pay-out

En el gráfico 3.2 se puede ver como el ratio de pay-out ha presentado una tendencia ascendente desde el año 2007 hasta el año 2012, año en el que alcanza su punto máximo dentro del período de estudio.

En el año 2007 el ratio se sitúa en una cifra próxima al 45%, es decir, casi la mitad de los beneficios obtenidos por la empresa durante este ejercicio son repartidos a los accionistas. El beneficio de la dominante de este período fue de 9.060 millones mientras los dividendos pagados fueron de 4.070 millones.

En el año 2008 Santander obtuvo un beneficio menor que en el año 2007, sin embargo, los dividendos repartidos a los accionistas aumentaron en unos 750 millones de euros, situándose el ratio de pay-out para este período en un 54,21%.

En el año 2009 el ratio se mantiene constante siendo de un 55%. El beneficio de la entidad aumenta respecto al año anterior, pero los dividendos también aumentan en la misma medida en que el beneficio.

A partir del año 2010 el Banco Santander mantuvo una política constante de dividendos repartiendo todos los años 60 céntimos por acción. Para lograrlo el Banco tuvo que aumentar la cifra de dividendos totales debido a que existían un mayor número de acciones, al mismo tiempo en ese año el beneficio descendió 762 millones respecto al año anterior, situándose en los 8.181 millones de euros. Al aumentar los dividendos repartidos y disminuir el beneficio de la entidad el ratio de pay-out aumentó hasta un 61,10%.

En el año 2011 el ratio de pay-out aumentó hasta un 98,3%, esto significa que casi la totalidad de los beneficios obtenidos por la entidad eran empleados para retribuir al accionista. Se empieza a apreciar como la intención de mantener una política de dividendos por acción constante está afectando a la organización ya que en este año casi la totalidad de los beneficios se reparten y apenas quedan fondos para destinarlos a reservas.

En el año 2012 se hace más notable lo que se percibía en el año anterior. El beneficio de la corporación fue de 2.205 millones, descendiendo más de 3.000 millones en tan solo un año. Al mismo tiempo para mantener un dividendo constante de 60 céntimos, la entidad aumentó los dividendos totales hasta los 6.086 millones. El aumento de esta cifra y la gran disminución de los beneficios provocaron un gran incremento del ratio de pay-out hasta un 276%, esto es, que para distribuir dividendos

solamente con cargos a resultados del ejercicio la entidad debería de haber triplicado sus beneficios. La política de mantener un dividendo constante está provocando que la entidad este utilizando fondos propios para hacer frente a la retribución de los accionistas, ya sea en forma de acciones o de líquido, esto permite a la entidad mantener un ratio de pay-out por encima del 100%.

En el año 2013 el ratio desciende hasta un 155% provocado por un aumento de los beneficios de la entidad, siendo la cifra de beneficios de este año de 4.370 millones de euros mientras los dividendos repartidos son de 6.775 millones. Al igual que el año anterior la retribución mediante acciones o fondos propios permite a la entidad tener un ratio de pay-out por encima del 100%.

Como conclusión podemos afirmar que la política de mantener un dividendo constante por acción está provocando que Santander esté recurriendo a fondos propios para poder lograrlo, ya que no es capaz de generar los beneficios suficientes.

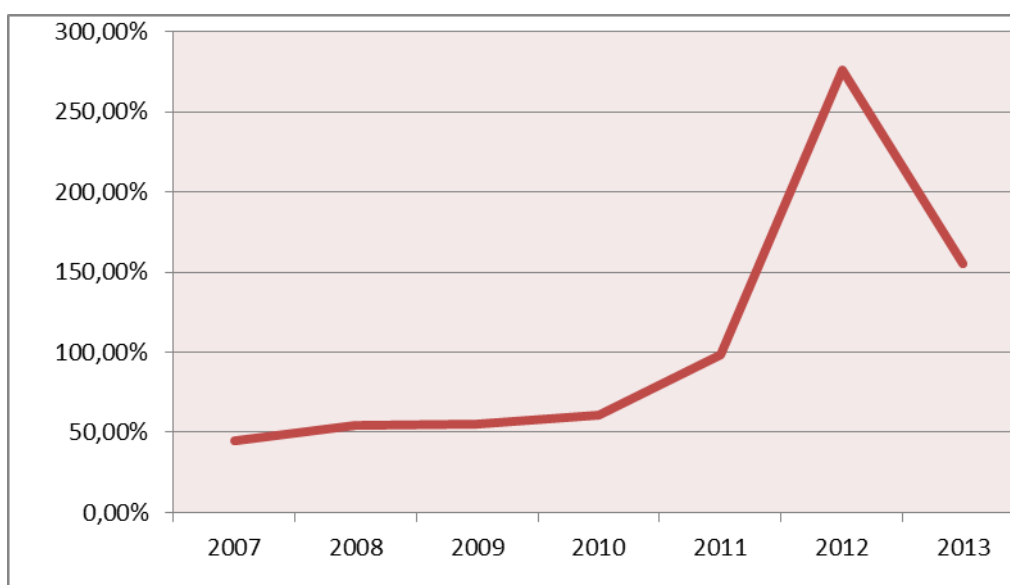


Gráfico 3.2. **Ratio de pay-out Banco Santander.**

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la entidad.

3. Rentabilidad por dividendo

En el gráfico 3.3 podemos apreciar las numerosas oscilaciones que se han producido en la rentabilidad por dividendo a lo largo del estudio. En el año 2007 partía con una rentabilidad del 3,89%. En el año 2008 creció hasta un 4,6% provocado por un aumento en el dividendo respecto al año anterior ya que la cotización se mantiene constante. En el año 2009 la rentabilidad se dispara debido a una caída en la cotización del banco reduciéndose desde los 14,57 euros hasta los 6,53 euros. En el 2010 la rentabilidad se reduce por el aumento de la cotización hasta los 11,38 euros ya que el dividendo se mantiene constante. Durante 2011 y 2012, la rentabilidad vuelve a aumentar un 2,5% cada ejercicio, este aumento está relacionado con un decremento en la cotización siendo la misma a comienzos de 2012 de 5,87 euros. En el 2013 se tiene una rentabilidad por dividendo de un 10%, algo inferior al ejercicio anterior provocado por un aumento en la cotización de la acción del Banco Santander.

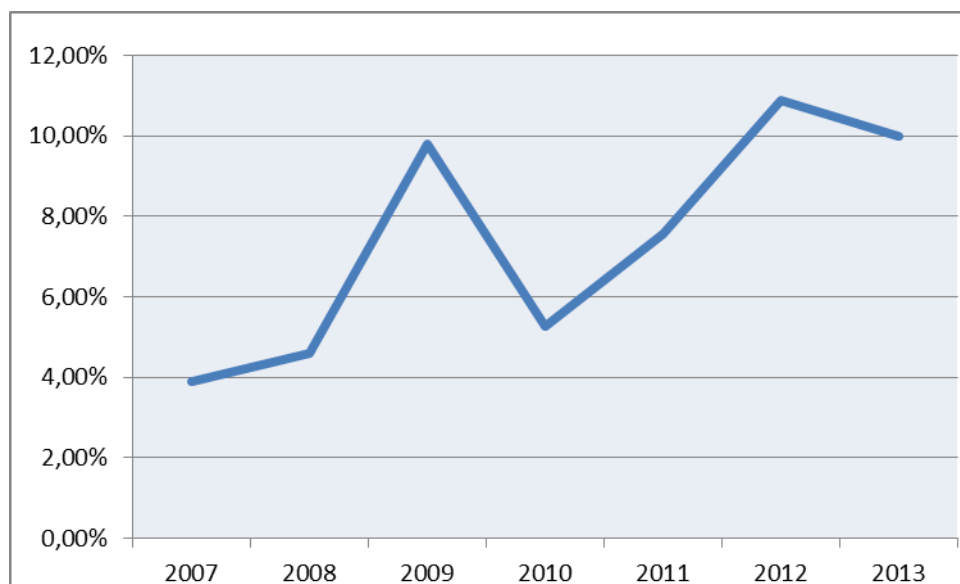


Gráfico 3.3. **Rentabilidad por dividendo de Banco Santander.**
Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la entidad.

3.4. BBVA

BBVA nació de la unión del Banco Bilbao y Banco Vizcaya en 1988, y la fusión con Argentaria en 1999.

El Banco de Bilbao se creó en el año 1857 como banco de emisión y de descuento. Tuvo una gran importancia ya que financió grandes infraestructuras relacionadas con la siderurgia y en la región donde se creó. A finales del siglo XIX pierde la facultad de emitir billetes y se dedica principalmente al préstamo. El Banco Vizcaya se fundó en 1901 y empezó su actividad en Bilbao, extendiéndose a toda España de forma gradual. Su propósito era ser un banco comercial y de depósitos y tiene gran influencia sobre el desarrollo de la industria en nuestro país. En el año 1920, ambas sociedades formaban parte de Banco de Crédito Industrial y ambos se consolidan como fuertes grupos financieros. En los años 80, ambos buscan aumentar su dimensión provocando que a finales de esa década se fusionen. Banco Argentaria se creó como un banco que agrupaba todos los bancos públicos españoles en 1991. A partir de entonces sufrió un proceso de privatización entre 1993 y 1998, para finalmente en 1999 formar parte del grupo BBV.

Acontecimientos a destacar durante el espacio comprendido entre 2007 y 2013:

- Año 2007: adquiere el banco estadounidense Alabama Compass Bank
- Año 2009: adquiere el banco texano, Guaranty Bank, tras su colapso
- Año 2010: adquiere una cuarta parte del segundo banco de Turquía, Turkiye Garanti Bankasi.
 - Año 2012: adquiere la Unnim Banc en una subasta pública por 1€.
 - Año 2014: adquiere Catalunya Banc a través de subasta en este caso por una suma de 1.187 millones de euros. En este año también adquirió la banca digital simple de los EE.UU. Actualmente su marca americana se sitúa entre las 25 mayores marcas bancarias de los EE.UU. Turquía adquiere Dogus Holdings, llegando a poseer el 40% del Turkiye Garanti Bankasi.

Actualmente se trata de la segunda entidad financiera española por volumen de activos. Además se trata de uno de los principales grupos bancarios del mundo y tiene actividad en todos los continentes. Cotiza en la Bolsa de Madrid y forma parte del Ibex35.

1. Dividendo por acción vs beneficio por acción

Como se puede apreciar en el gráfico 3.4, tanto el beneficio por acción como el dividendo por acción presentan una tendencia a la baja a lo largo del período de estudio. Se puede apreciar como con el paso del tiempo ambas magnitudes se aproximan, esto es debido a que la entidad realiza un gran esfuerzo por mantener los dividendos a pesar de que los beneficios se reducen cada vez más.

Haciendo un análisis individual de las dos variables, como se puede apreciar la evolución del beneficio por acción ha sido negativa. A comienzos del estudio en el año 2007 se situaba en una cifra de 1,2€ por acción, al año siguiente aumentó hasta el 1,70€. En el año 2010, el beneficio por acción se encontraba en una cifra próxima 1,1€, pero en el año siguiente se desplomó hasta los 90 céntimos. En 2012 siguió disminuyendo y en el año 2013 fue de 63 céntimos.

En cuanto a los dividendos repartidos la empresa aboga por mantener una política de dividendos estable. En el año 2007 se repartieron 61 céntimos por acción, este dividendo se distribuyó en 2 dividendos con cargo a resultados del 2006 y otros dos dividendos con cargo a resultados de 2007, todos ellos de 15,2 céntimos. En cuanto al dividendo con cargo a este ejercicio fue de 73 céntimos.

En el año 2008 los dividendos repartidos por acción fueron de 75 céntimos, de los cuales 43 céntimos se corresponden con dividendos a cuenta con cargo al ejercicio 2007 mientras 32 céntimos son con cargo al ejercicio de 2008. Los dividendos con cargo al año 2008 fueron de 63 céntimos.

En el año 2009 el dividendo por acción fue de 42 céntimos, mientras el dividendo repartido fue de 48 céntimos. El primer pago se trata de 16,7 céntimos con cargo al ejercicio 2008. El segundo pago se corresponde con la entrega en especie de una parte de la reserva por prima de emisión mediante la entrega de 60,5 millones de acciones, una acción por cada 62, procedentes de la autocartera estas acciones cuenta con un valor de 483 millones. Con esta medida la entidad busca fortalecer la posición de capital del grupo ante la ralentización de la economía y el aumento de la morosidad. Los dos pagos restantes son de 9 céntimos cada uno en efectivo.

En el año 2010 se reparte una cifra de dividendos igual al ejercicio anterior. El segundo pago se corresponde con un dividendo complementario por un importe de 15 céntimos por acción procedente del año 2009. El dividendo en efectivo ha tenido un coste de 1.012 millones de euros mientras el dividendo complementario ha supuesto un coste de 562 millones de euros. Mientras el primer pago, el tercero y el complementario tienen una cuantía de 9 céntimos cada uno.

En el año 2011, el banco mantiene su política de dividendos a pesar de la situación económica del país, sin recibir ayudas públicas ni vender activos estratégicos, como hace constar el director de la entidad en la carta a sus accionistas. Para lograrlo la entidad realiza dos ampliaciones de capital en abril y octubre de ese año. Con cargo al ejercicio anterior se pagan dos dividendos, el primero de ellos de 9 céntimos y el segundo un dividendo opción de 15 céntimos. El *scrip Dividend* permite a los accionistas elegir entre recibir acciones emitidas a través de ampliaciones de capital liberadas o bien en metálico vendiendo los derechos de dicha asignación, esta alternativa provocó una ampliación de 690 millones de euros. Además en 2011 se realizan dos pagos en efectivo de 10 céntimos.

En 2012 se siguen manteniendo los 42 céntimos, lo que implica una clara señal de la confianza del equipo gestor del banco en el complejo entorno. Se realizaron dos pagos de 10 y 12 céntimos cada uno en enero y mayo de 2012 con cargo al ejercicio 2011. El segundo de ellos se corresponde con un *scrip dividend*, al que se acogió el 91% de los accionistas. Además con cargo al ejercicio 2012 se hicieron 2 pagos de 10 céntimos, el segundo de ellos mediante la alternativa de *scrip dividend*. El

porcentaje de accionistas que han optado por recibir acciones liberadas fue de un 80%.

Finalmente en el año 2013 el dividendo por acción repartido fue de 42 céntimos. Dos pagos con cargo al ejercicio anterior, el primero en efectivo por valor de 10 céntimos, el segundo se trata de un *scrip dividend* por valor de 12 céntimos. Además de pago de un dividendo a cuenta por un importe de 10 céntimos por acción en julio. En octubre se produjo un dividendo de 10 céntimos, a través del *scrip dividend*, que fue aceptado por el 88,3% de los accionistas. El dividendo por acción con cargo a este ejercicio fue de 37 céntimos.

Hay que destacar dos decisiones relevantes que se tomaron en este período sobre los dividendos. La primera fue no realizar el pago de la cantidad a cuenta del dividendo del ejercicio 2013 que se hubiera abonado en enero de 2014 e incrementar hasta 17 céntimos de euro por acción la remuneración al accionista a abonar en 2014 mediante *scrip dividend*. La segunda decisión que se adoptó fue la de sustituir su política de retribución al accionista por una política de remuneración íntegramente en efectivo ligada a la evolución de los beneficios de la empresa.

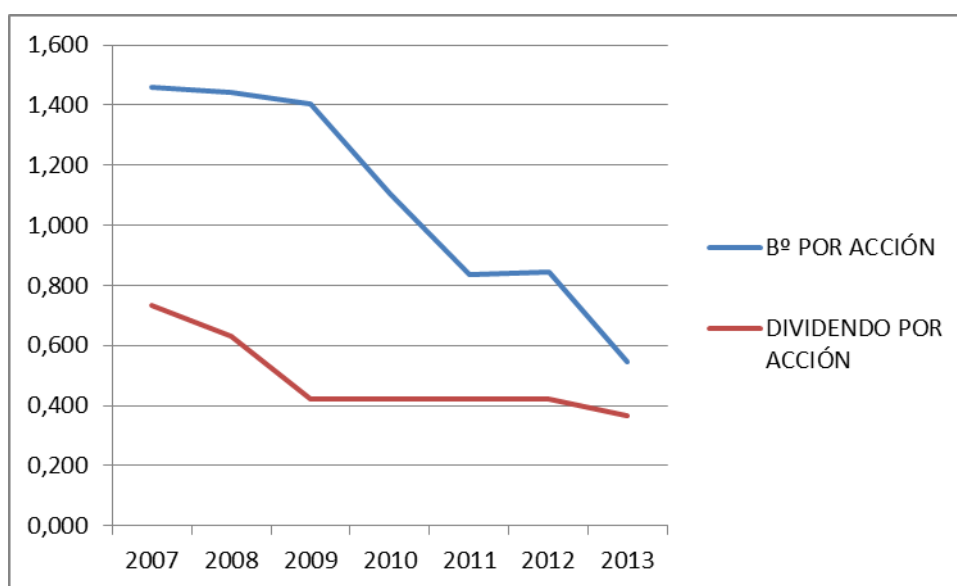


Gráfico 3.4. Relación entre el beneficio y dividendo por acción de BBVA.

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la entidad.

2. Ratio de pay-out

En el gráfico 3.5 se puede observar como con respecto al ratio de pay-out existen dos períodos. Desde el año 2007 al 2009 con una tendencia bajista, y otro período que abarca desde el año 2009 hasta 2013 con una tendencia ascendente.

En el año 2007 el ratio de pay-out se sitúa en un 50%, es decir, la mitad de los beneficios obtenidos por la empresa se dedican a retribuir a los accionistas. En este año el beneficio de la sociedad fue 5.403 millones de euros mientras los dividendos pagados con cargo a este ejercicio fueron de 2.717 millones de euros.

En el año 2008 el banco BBVA obtuvo unos beneficios próximos a los del ejercicio anterior, sin embargo, redujo los dividendos repartidos entre sus accionistas en 350 millones de euros, obteniendo un ratio de un 43,61%.

En el año 2009 se redujeron tanto el beneficio obtenido como los dividendos repartidos. Esta disminución no se produjo en el mismo porcentaje ya que los beneficios cayeron en una cifra próxima a los 150 millones de euros mientras que los dividendos se redujeron en 800 millones. Siendo el ratio para este ejercicio del 30%.

Como se puede observar la tendencia de BBVA hasta este ejercicio era la de repartir menos dividendos y así aumentar sus reservas y fortalecer su capital.

A partir del ejercicio 2010 el ratio de pay-out aumenta de forma progresiva siendo para este año de un 38%. Este aumento viene provocado por una reducción en los beneficios de la entidad y un aumento en los dividendos con cargos a este ejercicio.

En 2011 los resultados siguieron disminuyendo al mismo tiempo en que aumentaba la cuantía de los dividendos. Este año la empresa presentó un ratio de 50%. La mitad de los beneficios obtenidos por la organización se destinaban a pagar dividendo a sus accionistas.

En el año 2012 el ratio se mantuvo constante en un 50%, produciéndose un aumento en los beneficios y en los dividendos, siendo las cuantías de 4.490 millones y 2.229 millones, respectivamente.

En el 2013 el ratio se situó en un 67% derivado del descenso de los beneficios en 1.300 millones, alcanzando los 3.195 millones de euros de beneficio. Los dividendos repartidos durante este período fue de 2.140 millones, una cifra muy próxima a la del ejercicio anterior. Por tanto en este ejercicio, más de la mitad de los beneficios obtenidos por BBVA se destinaban a sus accionistas.

Podemos concluir que BBVA ha tratado de mantener una política de dividendos generosa con sus accionistas, ya que el dividendo siempre se ha mantenido por encima de los 42 céntimos, incluso en los años en que la crisis se ha hecho más notable. Para lograrlo ha puesto en marcha medidas como *scrip dividend* que le ha permitido mantener fondos de la entidad y seguir retribuyendo al accionista.

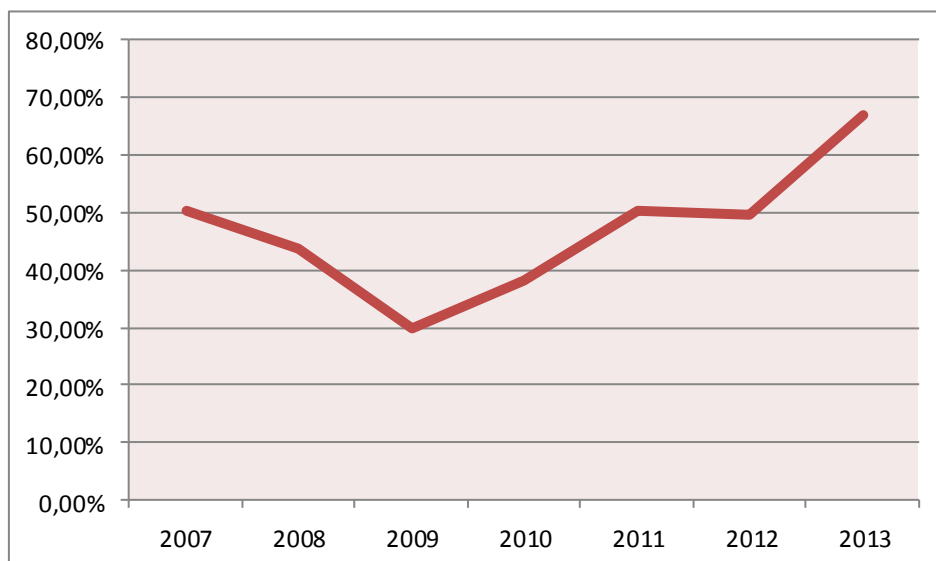


Gráfico 3.5. **Ratio de pay-out de BBVA.**

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la entidad.

3. Rentabilidad por dividendo

En el gráfico 3.6 se aprecia la evolución de la rentabilidad por dividendo se ha mantenido entre el 3,3% y el 6,5%.

En el año 2007 se parte de una rentabilidad del 3,33%, al año siguiente aumenta hasta un 4,47% provocado por un aumento en el dividendo por acción y un descenso en la cotización de la acción de la entidad. En el año 2009 la rentabilidad sigue aumentando provocado por la caída en la cotización reduciéndose hasta los 8,66 euros, 8 euros menos que el ejercicio anterior. En el año 2010 la cotización de la acción vuelve a crecer lo que conlleva un descenso en la rentabilidad hasta un 3,3%,

siendo el mínimo del período. En 2011 los dividendos se mantienen constantes, sin embargo la cotización vuelve a caer, y por tanto, la rentabilidad por dividendo vuelve a aumentar. Esta tendencia sigue en el año 2012 alcanzando una rentabilidad de 6,29%, la máxima del período. En el año 2013 la rentabilidad vuelve a descender ligeramente al aumentar la cotización de la acción y el dividendo mantenerse constante.

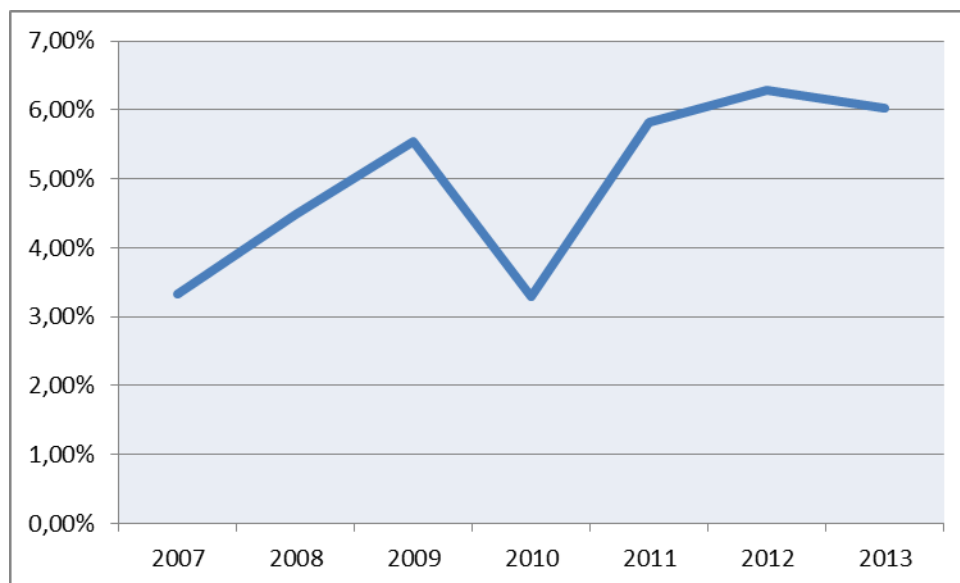


Gráfico 3.6. **Rentabilidad por dividendo de BBVA.**
Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la entidad.

3.5. BANCO POPULAR

El Banco Popular es una entidad creada en el año 1926, su actividad está orientada principalmente hacia la banca minorista, ya que el 90% de su actividad se centra en pymes, autónomos y familias.

Algunos acontecimientos que se desarrollaron en Banco Popular durante el período de estudio son:

- En el año 2007 adquiere el banco americano Totalbank
- En el año 2008 vende su negocio en Francia a Crédit Mutuel-CIC. Además en ese año absorbe sus filiales: Banco de Castilla, Banco de Crédito Balear, Banco de Galicia y Banco de Vasconia, aunque siguieron conservando su marca comercial
- En el año 2009 absorbió a su filial Banco de Andalucía.
- En el año 2010 acuerda una alianza con Crédi Mutuel-CIC para prestar servicios a través de una nueva plataforma en España, Portugal, Francia y Alemania.
- En el año 2011 compra el Banco Pastor mediante un acuerdo de fusión.
- En el año 2012 amplía capital por valor de 2.500 millones de euros
- En el año 2013 llega a un acuerdo con Bx+, una entidad mexicana, adquiriendo un 25% de su capital.

Se trata de la sexta entidad financiera española por volumen de activos, siendo de 161.456 millones de euros a 31 de diciembre de 2014. Cotiza en la Bolsa de Madrid y forma parte del Ibex 35. Está formado por siete bancos teniendo presencia en España, Portugal, Estados Unidos y México.

Se trata de la entidad estudiada a la que más ha afectado la crisis, ya que ha sido la única de las mismas que ha obtenido pérdidas durante algún ejercicio, concretamente en el año 2012.

1. Dividendo por acción vs beneficio por acción

En cuanto a la relación entre el dividendo por acción como se puede observar en la gráfica número 3.7 gran parte del beneficio por acción que genera la organización se destina a la retribución del accionista. Hay que destacar lo ocurrido en el año 2012, ya que la entidad tuvo pérdidas y retribuyó a sus accionistas con cargos al ejercicio anterior, mientras en el año 2013 no se repartieron dividendos a consecuencia de que Banco Popular buscaba fortalecer su balance.

En el año 2007 se repartieron dividendos por valor de 43,47 céntimos por cada acción, de ellos tres dividendos fueron con cargo al resultado del año 2006 y el complementario con cargo al resultado del año 2007, la cifra con cargo al resultado de 2007 fue de 148 millones. El dividendo por acción con cargo a este ejercicio fue de 49,19 céntimos.

En el año 2008 y 2009 los dividendos pagados por cada acción fueron de 50,06 céntimos y 40,22 céntimos, respectivamente. Mientras los dividendos con cargos a 2008 y 2009 fueron de 33 céntimos y 22,5 céntimos, respectivamente. Al igual que el año 2007, tres con cargo al ejercicio anterior y el complementario con cargo al resultado del presente año. Un hecho importante fue que el último dividendo pagado en el año 2009 con cargo a 2008, es decir el tercer dividendo, fue en especie mediante entrega de acciones procedentes de la autocartera en la proporción mencionada en el apartado anterior.

En el año 2010 el dividendo por acción con cargo a este ejercicio fue de 22,5 céntimos, y el dividendo pagado fue de 30,85 céntimos por cada acción en concepto de dividendo. En este año la entidad plantea la posibilidad de recibir los tradicionales tercer dividendo y complementario en acciones nuevas o efectivo, para ello la junta general propuso la realización de dos aumentos de capital con cargo a reservas procedentes de resultados no atribuidos en 2010.

En el año 2011 se pagaron 20 céntimos en concepto de dividendo por cada acción. En este año se produjeron tres pagos en lugar de los cuatro que venía haciendo habitualmente ya que el tercer dividendo y el complementario se unieron en un solo pago provocado por el retraso en el pago del segundo dividendo a causa de la liquidación de la OPA sobre el Banco Pastor. En este año la entidad logró retener 360 millones de beneficios disponibles después de remunerar al accionista, debido a que el 75% de los accionistas eligieron la retribución en forma de acciones.

En el año 2012 se pagaron tan solo dos dividendos en lugar de los cuatro habituales. Ambos fueron con cargo al ejercicio anterior ya que la empresa obtuvo pérdidas y no repartió dividendos con cargo a este ejercicio. Ambos dividendos se ofreció la posibilidad de recibir efectivo o acciones de nueva emisión. En el primer dividendo se ofreció 0,04€ o el canje de una acción por cada setenta y siete en el segundo dividendo se ofreció 0,08€ o canje de una acción por cada veintiuno. A consecuencia de la retribución del accionista las reservas de la entidad se redujeron 21.779 millones con el primer pago y 68.799 millones con el segundo dividendo.

En el año 2013 no se pagaron dividendos por tanto la rentabilidad de ese año es cero. Para el siguiente año la entidad acordó la reanudación del pago de dividendo, este consiste en la recepción de 0,04€ o una acción por cada ciento veintiséis. El 88,1% de los titulares optaron por recibir el siguiente año acciones como forma de pago.

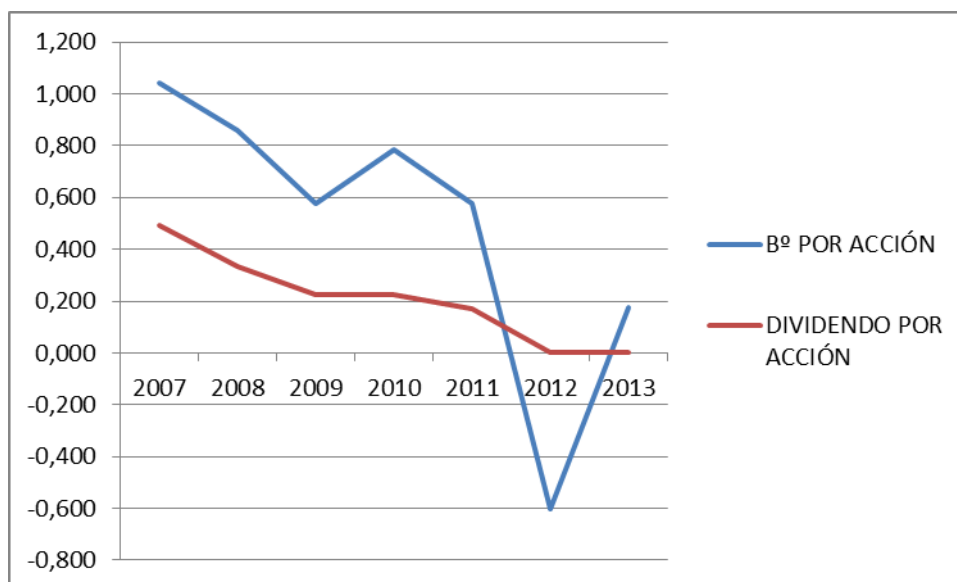


Gráfico 3.7. Relación entre el beneficio y dividendo por acción de Banco Popular.

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la entidad.

2. Ratio de pay-out

Como se puede observar en el gráfico 3.8 la tendencia del ratio de pay-out es negativa, siendo nula en los dos últimos años de estudio.

En el año 2007 el ratio de pay-out es de 47,27%, lo que significa que casi la mitad de los beneficios que tenía la entidad eran destinados a la retribución del accionista. Ese año se alcanzó una cifra de dividendos con cargos al resultado del ejercicio de 598 millones de euros.

El año siguiente el ratio disminuyó hasta el 39%, este ratio se mantuvo constante durante el siguiente ejercicio, el año 2009. A pesar de que durante 2008 los dividendos totales eran superiores en 111 millones de euros a los de 2009, el ratio se mantuvo constante debido a la caída de los beneficios de la entidad.

A destacar que en el año 2009, la entidad comenzó una política de retribución del accionista que consistía en la entrega de acciones en lugar de en metálico. Concretamente el dividendo complementario de ese año consistió en la entrega de una acción por cada 50, estas acciones que se entregaron procedían de la autocartera del Popular.

En el año 2010 el ratio de pay-out se redujo hasta un 28,6%, lo que significa que se pasó de repartir la mitad de los beneficios en forma de dividendos a menos de un tercio en tan solo 3 años. Este año al igual que en el año anterior se ofreció a los accionistas la posibilidad de recibir el tercer dividendo y el complementario en forma de nuevas acciones.

En el año 2011 se produjo una caída de los dividendos, repartiéndose 140 millones de euros mientras en el ejercicio anterior se repartieron 168 millones, también se produjo una caída de los beneficios de la organización, el ratio de pay-out fue próximo al 30%.

En los años 2012 y 2013 el ratio de pay-out es cero. En el año 2012 la empresa presentó unas pérdidas por valor de 2.461 millones de euros lo que le impidió repartir dividendos con cargos a ese año. Mientras en el año 2013 no se repartieron dividendos debido a las grandes pérdidas del año anterior y así fortalecer el balance de la entidad.

La conclusión que se puede extraer es que ha sido la entidad golpeada por la crisis con mayor dureza, llegando a obtener pérdidas en algún período del estudio. Estos resultados han afectado a su política de dividendos, ya que en 2012 y 2013 no ha destinado capital para retribuir a sus accionistas.

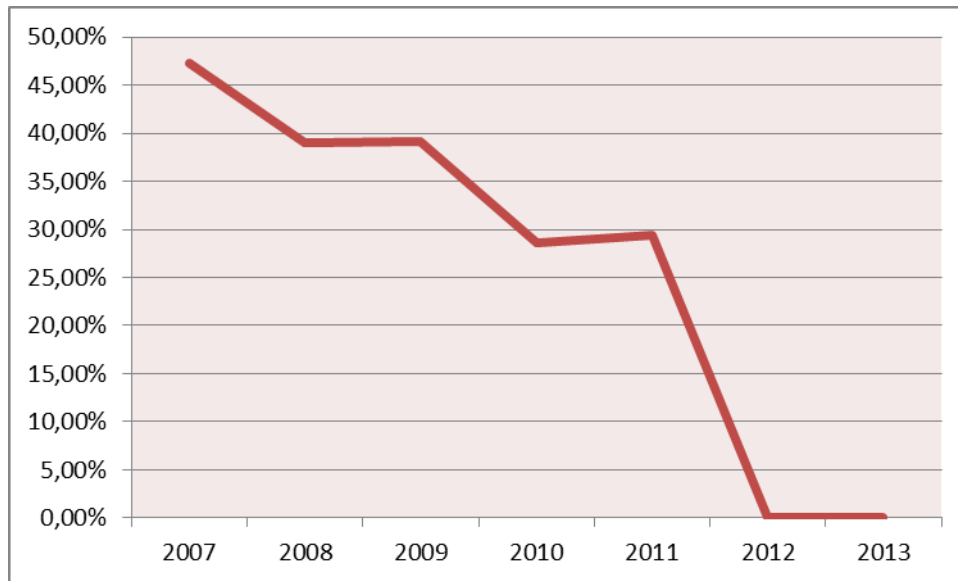


Gráfico 3.8. **Ratio de pay-out de Banco Popular.**

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la entidad.

3. Rentabilidad por dividendo

En la gráfica 3.9 se puede apreciar las subidas y bajadas que ha experimentado la rentabilidad por dividendos de la organización en el período a estudiar. Se puede observar como la rentabilidad ha oscilado entre el 0 y el 1,37%.

En el año 2007 parte de una rentabilidad del 0,63%, esta aumenta en el ejercicio siguiente hasta el 0,86% provocada por un aumento en el dividendo y una decremento en la cotización de la acción. En el año 2009 la rentabilidad aumenta al producirse una gran caída en la cotización de la acción, también disminuye el dividendo por acción aunque en menor medida. A partir de este punto la rentabilidad va ir disminuyendo hasta llegar en el año 2013 al 0%, debido a un descenso del dividendo repartido a los accionistas. Al mismo tiempo también se produce una caída en la cotización pero de forma pero tiene menor efecto sobre la rentabilidad que la caída de los dividendos.

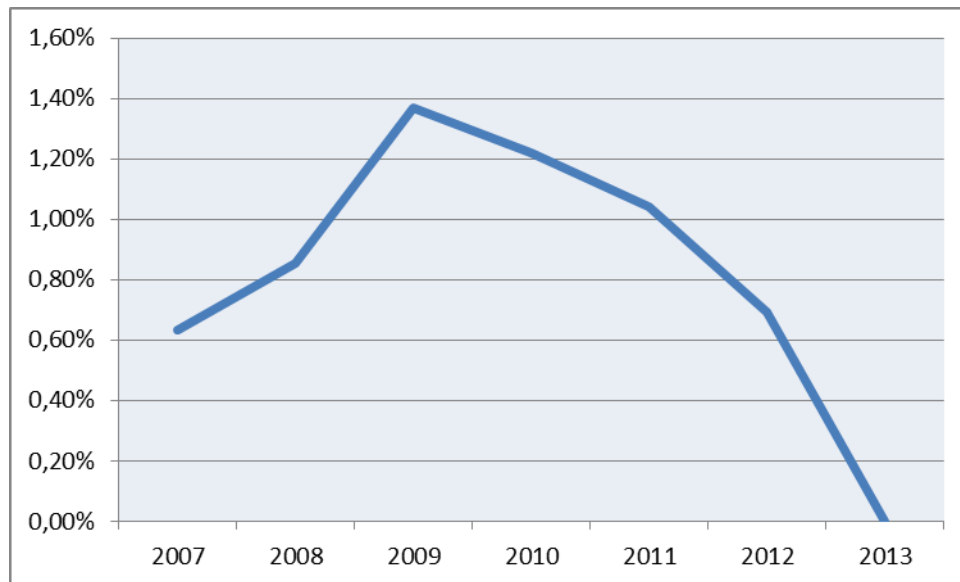


Gráfico 3.9. Rentabilidad por dividendo de Banco Popular.

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la entidad.

3.6. BANCO SABADELL

Banco Sabadell nació en 1881, fue fundado por un grupo de empresarios para financiar la industria de la ciudad de Sabadell y proveerla de materias primas. En 1907 se enfoca hacia la banca comercial y a mediados de los años 60 comienza su expansión territorial hacia poblaciones próximas, pero no sería hasta 1975 cuando abre una oficina fuera de Cataluña, concretamente en Madrid. Tan solo 3 años después inaugura su primera oficina en el extranjero, concretamente en Londres.

Banco Sabadell fue una entidad pionera en informatizar la banca, en 1986 introdujo canales de comunicación con el cliente mediante teléfono y ordenador; y en el año 1998 se crea la banca por internet de la entidad.

Algunos acontecimientos importantes a destacar sobre Banco Sabadell desde el año 2007 son los siguientes:

- Entre 2007 y 2009, la empresa se expande internacionalmente, concretamente en Miami, adquiriendo los bancos TransAtlantic Bank, Mellon United National Bank y la parte del negocio que tenía el BBVA en Miami.
 - En 2010 crea Sabadell United Bank y adquiere el Banco Guipuzcoano.
 - En 2011 adquiere el americano Lydian Private Bank
 - En 2012 adquiere el Banco CAM (Caja de Ahorros del Mediterráneo)
 - En 2013 adquiere el negocio del BMN en Cataluña y Aragón, el Banco Gallego, y los negocios de Lloyds TSB en España y su banca privada en Miami.

Actualmente se trata la quinta entidad financiera española por volumen de activos. Cotiza en la Bolsa de Madrid y forma parte del Ibex 35.

1. Dividendo por acción vs beneficio por acción

En el gráfico 3.10 podemos ver la evolución de la relación entre el dividendo y el beneficio por acción. Ambos han presentado una tendencia bajista, sin embargo, en el caso del beneficio por acción se han producido mayores oscilaciones.

En el año 2007 el beneficio por acción se situó en 64 céntimos, mientras el dividendo por acción con cargo a ese ejercicio fue de 28 céntimos, es decir, la entidad retribuía a sus accionistas algo más de una tercera parte de lo que la entidad generaba. En el año 2008, se produjo un descenso en el beneficio por acción alcanzando una cifra de 56 céntimos. En este período el 55% de los beneficios de la entidad se distribuían entre los accionistas. Al ejercicio siguiente el beneficio por acción aumenta en 12 céntimos hasta los 68 céntimos. A partir de este período comienza un descenso hasta alcanzar en el año 2013 una cifra de 6 céntimos.

En el año 2007 el dividendo por acción se situó en los 28 céntimos, si no centramos en los dividendos satisfechos en ese período, en este año Banco Sabadell repartió 24,3 céntimos por acción. Este pago se ha realizado en dos partes, el primer pago se corresponde con el complementario correspondiente al ejercicio 2006 de 11,3 céntimos, y el segundo con un dividendo a cuenta del 2007 por valor de 13 céntimos.

En el año 2008 se decidió ampliar el número de pagos de dividendo a cuenta, así en este año se pagaron tres dividendos. El primero de ellos es el complementario del ejercicio de 2007 por un valor de 15 céntimos. Los otros dos pagos fueron dividendos a cuenta del ejercicio de 2008 por valor de 8 céntimos cada uno, lo que supone un dividendo total pagado de 31 céntimos. Como se puede apreciar la entidad aumenta la retribución al accionista respecto al año anterior. El total de dividendo por acción con cargo a 2008 fue de 28 céntimos.

Al igual que en el año anterior, en el año 2009 se pagaron tres dividendos y de la misma forma. El primero fue el dividendo complementario del ejercicio 2008 de 12 céntimos por acción, los otros dos pagos fueron de 7 céntimos cada uno, estos dos pagos fueron dividendos a cuenta del año 2009. El dividendo total pagado por acción en el año 2009 fue de 26 céntimos y el dividendo con cargo a este año fue de 22 céntimos.

En el año 2010 la entidad comienza a retribuir a sus accionistas mediante la entrega de acciones. La retribución complementaria correspondiente al ejercicio 2009 satisfecha en el año 2010 consistió en la entrega de una acción por cada 53 acciones, lo que equivalía a 8 céntimos por acción. Todas las acciones que se entregaron formaban parte de la autocartera de la entidad. Además del pago anterior se produjo un pago con cargo a 2010 por valor de 9 céntimos. En total la retribución al accionista durante el año 2010 fue de 17 céntimos por acción. Si comparamos esta cifra con la de años anteriores se puede ver como la retribución al accionista va disminuyendo con el paso del tiempo.

En el año 2011, al igual que en el ejercicio anterior, Banco Sabadell decidió pagar dos dividendos. El complementario al ejercicio 2010 por 6 céntimos, y un dividendo a cuenta de 2011 de 5 céntimos por acción. Esto supuso un pago de 11 céntimos por acción durante este año, cifra muy próxima al dividendo por acción con cargo a este período que fue de 10 céntimos.

En el año 2012 se pagó una retribución complementaria correspondiente al ejercicio anterior en forma de acciones por valor de 5 céntimos. Todas las acciones repartidas procedían de la autocartera de la entidad, repartiéndose en una proporción de 1 acción por cada 28 acciones. Además se produjo un pago de un dividendo correspondiente al ejercicio 2012 por 1 céntimo. En este año se pagó un dividendo por acción de 6 céntimos.

La política de retribución al accionista durante 2013 consistió en la entrega de un dividendo correspondiente al ejercicio 2012 de 1 céntimo y una retribución complementaria al dividendo por 2 céntimos en forma de acciones procedentes de la autocartera. Se entregó una acción por cada 77 acciones. El dividendo satisfecho por acción durante este año fue de 3 céntimos que coincide con la cifra de dividendo por acción con cargo a este año.

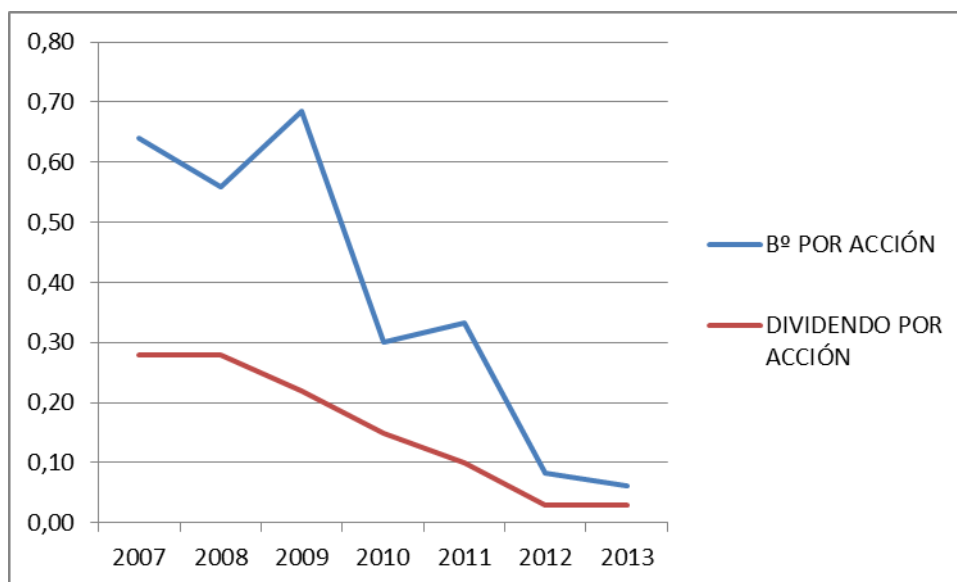


Gráfico 3.10. Relación beneficio y dividendo de Banco Sabadell.

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la entidad.

2. Ratio de pay-out

Como se puede observar en la gráfica 3.11 el ratio de pay-out del Banco Sabadell presenta oscilaciones constantes, dentro de un intervalo de un 30% y un 50%.

En el año 2007 el ratio alcanza una cifra próxima de un 44%. En este año el beneficio obtenido por la entidad es de unos 783 millones de euros, de ellos se destinan 343 millones a la retribución del inversor, es decir, la entidad destina menos de la mitad de los beneficios obtenidos a dividendos.

En el año 2008 el ratio aumenta hasta un 50%. Este incremento viene provocado por un descenso en los beneficios de la entidad y un reparto de dividendos constantes. La política de retribución se mantuvo constante hasta este año.

En el año 2009 se produce una reducción tanto en los beneficios como en los dividendos a cargo de este ejercicio, pero está caída es más acusada en los dividendos lo que provoca que el ratio para este ejercicio disminuya, situándose en un 32,15%.

En el año siguiente la entidad aboga por mantener el nivel de dividendos, sin embargo, el beneficio de la entidad es menor que el ejercicio anterior en 140 millones de euros. Esta caída en el beneficio provoca que el ratio de pay-out aumente hasta un 50%.

En 2011 vuelve a disminuir el beneficio en esta ocasión en 150 millones siendo para este año una cifra de 231 millones de euros. Los dividendos caen pasando de los 190 millones de euros hasta los 140 millones.

En el año 2012 la entidad tiene la misma tendencia que el ejercicio anterior ya que disminuyen tanto los beneficios como los dividendos con cargo al ejercicio, siendo de 82 millones y 30 millones, respectivamente. En este año el ratio crece debido a que la disminución en los dividendos fue menor que en los beneficios.

En el último año la entidad consigue revertir su situación en cuanto a beneficios se refiere, ya que este año por primera vez consigue aumentar sus beneficios con respecto al año anterior dentro del período de estudio. Además se produce un incremento en los dividendos que repartió la empresa con cargo a 2013, cerrándose el período de estudio con un ratio de payout de un 48,5%.

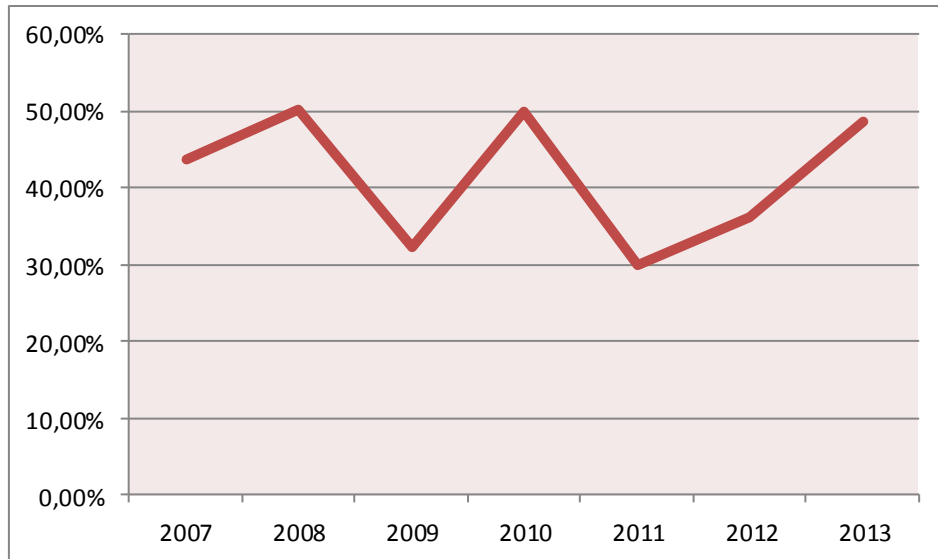


Gráfico 3.11. **Ratio de pay-out de Banco Sabadell.**

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la entidad.

3. Rentabilidad por dividendo

En el gráfico 3.12 se puede ver como la rentabilidad por dividendo ha experimentado dos periodos diferenciados. Entre el año 2007 y 2009 se produce un incremento de la misma, siendo en el año 2007 de un 2,9% y en el año 2009 de un 5,36%. A partir de este año la rentabilidad por dividendo disminuye de forma que en el 2010 cae hasta un 4,55% para llegar al año 2013, y alcanzar su mínimo con una rentabilidad de 1,52%.

Entre 2007 y 2009 se produce una caída en la cotización de la acción, al mismo tiempo la entidad aumenta sus dividendos, lo que conlleva el aumento de la rentabilidad. Sin embargo, a partir de este punto la entidad ve reducida su rentabilidad debido al descenso en el reparto de los dividendos, también existe una caída en la cotización pero tiene menor influencia sobre la rentabilidad.

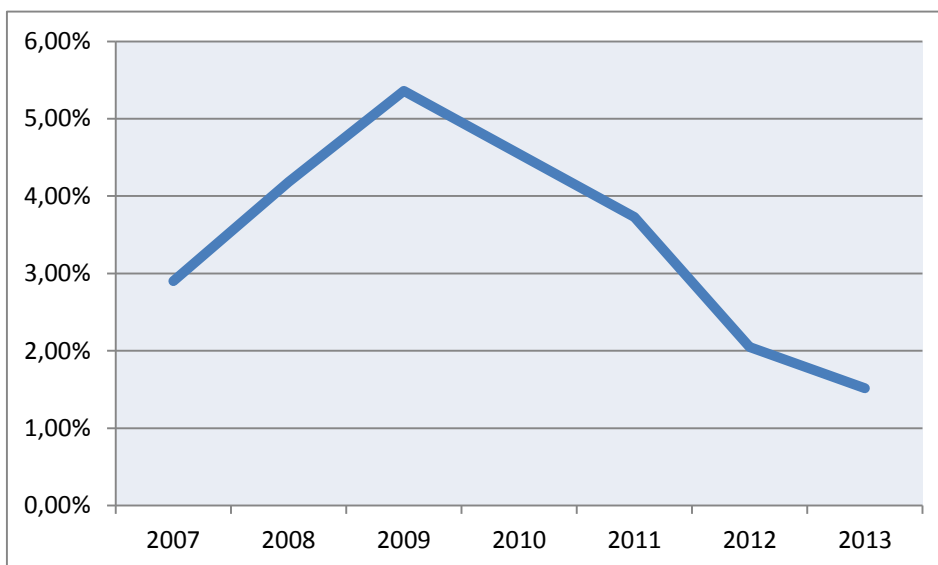


Gráfico 3.12. **Rentabilidad por dividendo de Banco Sabadell.**

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la entidad.

3.7. CONJUNTO DE LA BANCA ESPAÑOLA

- Beneficios totales

En el gráfico 3.13 podemos observar la comparativa de los beneficios de cada entidad y la media de los mismos para cada año. Como se puede observar todas las entidades han visto como su beneficio se ha reducido a lo largo de la crisis, aunque en el último ejercicio Banco Santander consigue revertir esta situación.

. Como se puede observar en la siguiente tabla en el comienzo del estudio Banco Santander y BBVA se sitúan por encima de la media obteniendo unos beneficios muy superiores a los de Banco Popular y Banco Sabadell. Esta tendencia se mantiene constante a lo largo del período de estudio.

Destacar que la única entidad que obtiene pérdidas en algún ejercicio es Banco Popular, concretamente en el año 2012. Mientras el resto de entidades a pesar de haber visto reducidos sus resultados durante la crisis, siempre se han mantenido con valores positivos.

Podemos concluir que la crisis ha afectado a los beneficios de las entidades, sin embargo sus efectos no han sido iguales para todas las entidades. Mientras Banco Santander y BBVA ha visto reducido sus beneficios, siempre han mantenido un nivel elevado. El caso de Banco Sabadell es distinto ya que ha logrado mantener unos beneficios constantes, pero siempre muy próximos a cero. Banco Popular ha sido el más afectado ya que ha sido el único en obtener pérdidas.

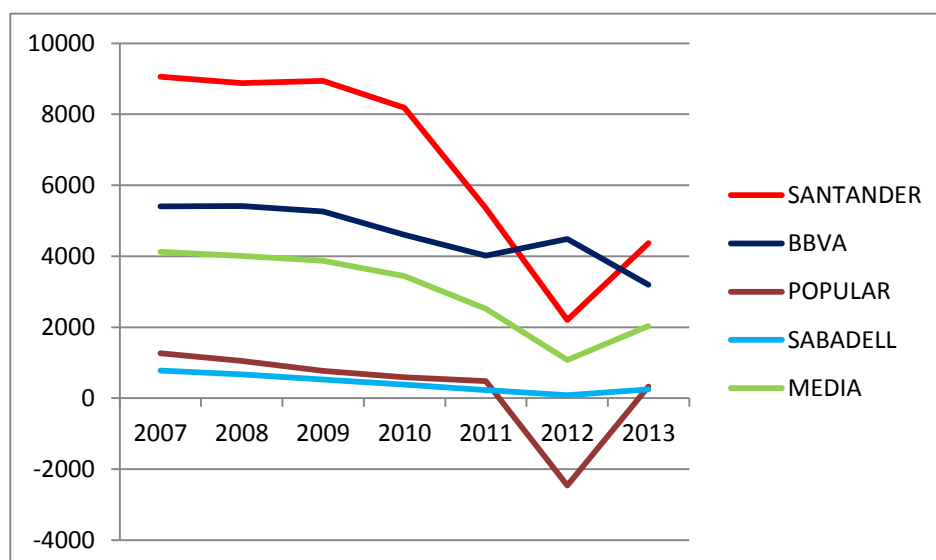


Gráfico 3.13. **Beneficios totales en miles de millones de las principales entidades bancarias españolas.**

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las entidades.

- Dividendos totales y dividendos por acción

En el gráfico 3.14 podemos observar como Banco Santander es la entidad que más dividendos reparte entre sus accionistas. Mientras que Banco Popular y Banco Sabadell son las entidades que menos generosas con sus accionistas.

Destacar que todas las entidades han repartido dividendos todos los períodos salvo Banco Popular. Esta entidad no repartió dividendos con cargo a los años 2012 y 2013 debido a los malos resultados que obtuvo en el 2012.

A parte del tradicional dividendo estas entidades también han comenzado a retribuir a sus accionistas mediante la fórmula del *scrip dividend* permitiendo a estas entidades disponer de mayores fondos, sin dejar de retribuir a sus accionistas.

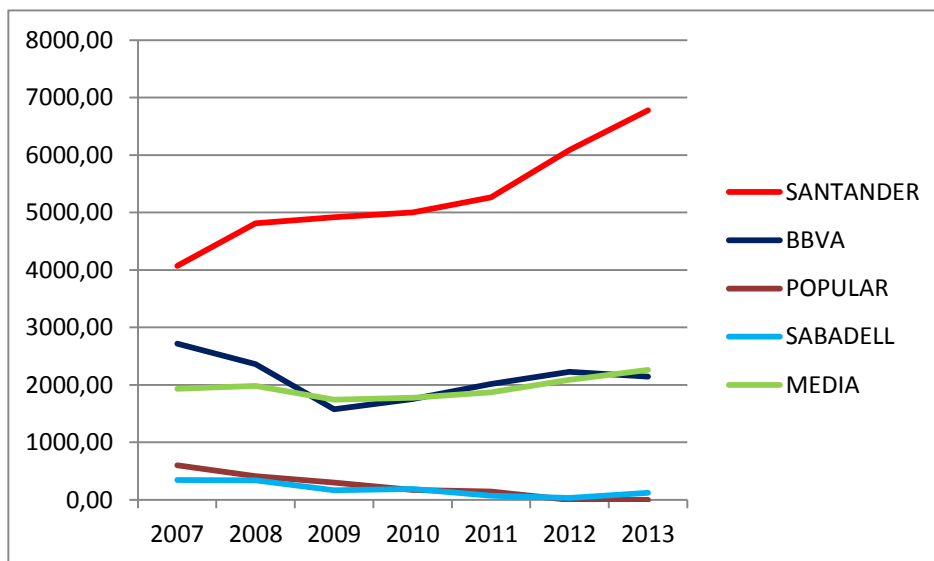


Gráfico 3.14. **Dividendos totales en miles de millones de las principales entidades bancarias españolas.**

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las entidades.

En la siguiente gráfica (gráfica 3.15) se puede observar la tendencia que ha tenido el dividendo por acción.

Todas las entidades han reducido durante el estudio, excepto Banco Santander que lo ha mantenido constante.

Destacar también que Banco Popular no repartió dividendos con cargos a los ejercicios 2012 y 2013.

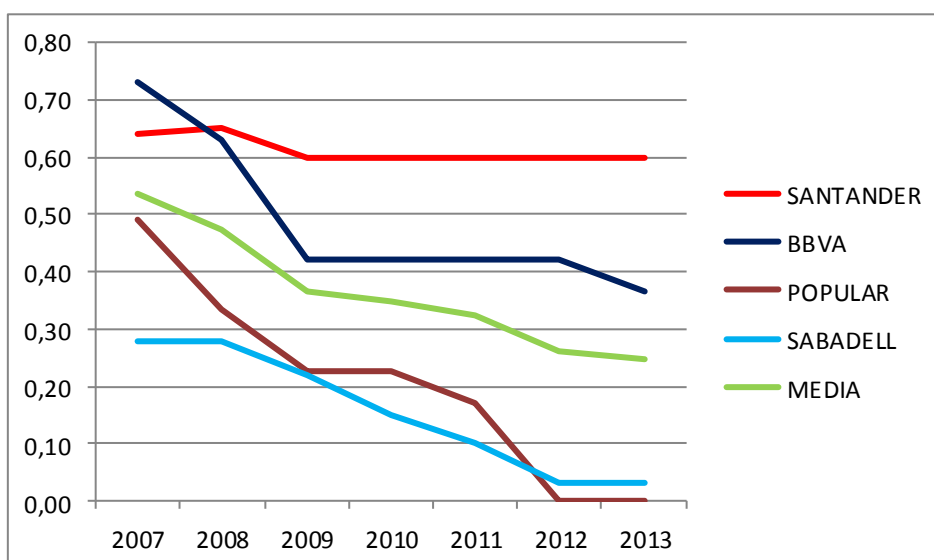


Gráfico 3.15. **Dividendos por acción de las principales entidades bancarias españolas.**

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las entidades.

- Ratio de pay-out

En el gráfico 3.16 se puede observar como el ratio de pay-out de Banco Santander destaca sobre el resto de entidades. Esto es debido a que Banco Santander al mantener una política de dividendos estables, mantiene el nivel de dividendos repartidos, sin embargo, los beneficios se ven disminuido provocando un alto ratio de pay-out. Además en la retribución al accionista de esta entidad está muy presente la fórmula del scrip dividend.

En los años 2007 y 2008 todas las entidades mantienen un ratio de pay-out constante entorno a un 40-50%.

Esta tendencia se rompe en el año 2009 cuando en BBVA y Banco Sabadell cae su ratio hasta un 30%. Mientras Banco Santander tiene una tasa del 55% y Banco Popular mantiene una tasa del 39%, muy similar a la media del período.

En el siguiente ejercicio todas las entidades aumentan su ratio salvo Banco Popular que a partir de este ejercicio verá como su ratio se va reduciendo hasta alcanzar en los años 2012 y 2013 el valor de 0%, provocado por el no reparto de dividendos. En 2010 la media se sitúa en un 44,4%, siendo superada por Banco Santander y Banco Sabadell.

En el año 2011 se produce un gran incremento en el ratio de Santander aproximándose a un 100%, es decir, todos los beneficios son destinados a retribuir al accionista. El BBVA cuenta con una tasa de un 50%, muy similar a la de la media de las entidades. Sabadell cuenta con una tasa del 30% y Popular justo con la mitad, 15%.

En el año 2012 el ratio de Santander se dispara hasta un 276% provocado por la política de dividendos estable, esto hace que la media se incremente hasta un 90%. El resto de entidades se encuentran por debajo de esta media, con porcentajes similares al del ejercicio anterior, salvo Popular que su ratio es 0%.

En último año, Santander desciende su ratio de pay-out hasta un 155% aunque sigue siendo un porcentaje excesivamente elevado. Esta reducción provoca que ratio de la media se reduzca y se sitúe en un 67%, al igual que la del BBVA. Banco Sabadell aumenta su tasa hasta un nivel del 48% y la de Banco Popular se sitúa en el mismo nivel que el ejercicio anterior.

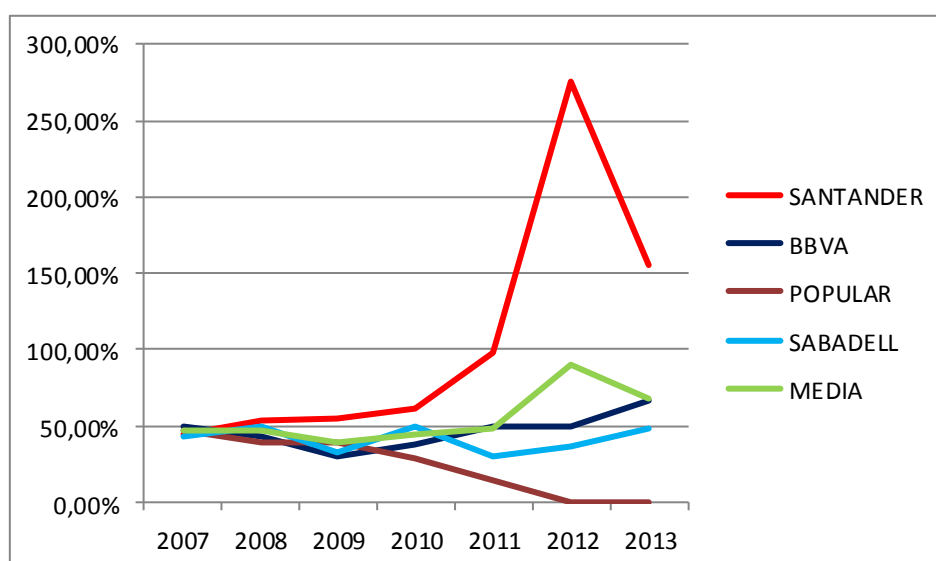


Gráfico 3.16. **Ratio de pay-out de las principales entidades bancarias españolas.**

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las entidades.

- Rentabilidad por dividendo

En la gráfica 3.17 se puede apreciar como la rentabilidad por dividendo ha sufrido oscilaciones entre 2007 y 2013, y por tanto, no sigue una tendencia fija.

En el año 2007 Santander, BBVA y Sabadell se encuentran por encima de la media que se sitúa en un 2,69%, teniendo cada una de ellas los siguientes valores: 3,89%, 3,33% y 2,9%. En el caso de Popular se encuentra muy por debajo del resto de entidades contando con una rentabilidad de 0,63%.

En el siguiente ejercicio se produce un aumento en la rentabilidad de todas las entidades aunque este aumento no afecta a la situación de las entidades, siendo Santander la entidad con mayor rentabilidad por dividendo y Popular la que menos.

En el 2009 siguen aumentando las rentabilidades de todas las entidades pero destaca sobre todo el aumento de la rentabilidad en el Banco Santander que alcanza un 9,8%, provocando que la media de las entidades se sitúe en un 5,52%, nivel muy próximo al de BBVA. Mientras que Sabadell y Popular se encuentran por debajo de la media.

En el año 2010 un descenso en las rentabilidades, siendo más acusado en aquellas entidades que presentaban mayor tasa de rentabilidad. Santander sigue siendo la entidad con mayor rentabilidad seguida de Sabadell. Estas dos entidades se encuentran por encima de la media fijada en un 3,58%. BBVA y Popular se encuentran por debajo de la misma con unos niveles de 3,3% y 1,22%, respectivamente.

En los años 2011 y 2012 se produce un aumento en las rentabilidades de Santander y BBVA, al mismo tiempo se reduce las rentabilidades de Sabadell y Popular. Al ser superior el aumento en las primeras que la reducción en las segundas implica que las rentabilidades medias se incrementen hasta un 4,54% en 2011 y un 4,98% en 2012. En ambos períodos Santander y BBVA superan ambas la media.

En el último ejercicio de estudio, todas las entidades ven reducida su rentabilidad por dividendo. Destaca el caso del Banco Popular en el que la tasa se sitúa en un 0% debido a que no reparte dividendo durante este período. En cuanto al resto de entidades, Santander y BBVA se encuentran por encima de la media con 10% y 6%, respectivamente y el Banco Sabadell se encuentra por debajo de la media, fijada en 4,39%, con un 1,52%.

La rentabilidad por dividendo de Banco Santander no se ha visto afectada por la crisis ya que ha conseguido mantener una alta tasa derivada de su esfuerzo de mantener los dividendos constantes y haberse reducido su cotización. BBVA también muestra una tendencia positiva pero no alcanza los niveles de rentabilidad de Banco Santander. La rentabilidad de Banco Sabadell ha tenido una evolución negativa derivada de haber visto reducidos los dividendos repartidos y la de Banco Popular que ha sido la más reducida derivada de todas las entidades, alcanzando en el año 2013 un valor de 0%.

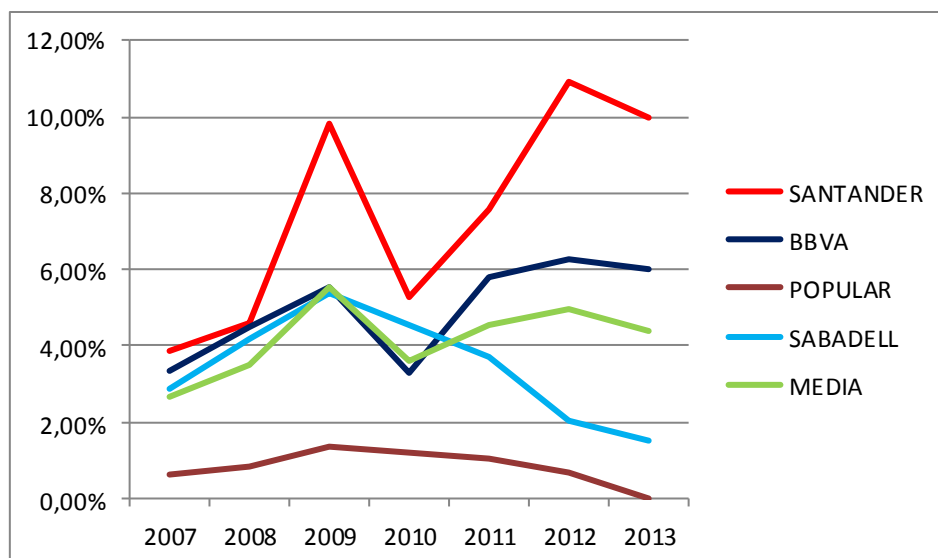


Gráfico 3.17. Rentabilidad por dividendo de las principales entidades bancarias españolas.

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las entidades.

CAPÍTULO 4

CONCLUSIONES

Tras la elaboración del presente trabajo y realizar el análisis de la política de dividendos en la economía española y especialmente en el sector bancario, durante la crisis, las principales conclusiones que podemos obtener son las siguientes:

La crisis no ha afectado mucho a la política de dividendos de las empresas cotizadas españolas. Desde el año 2008 el volumen de pagos para los accionistas de estas empresas se ha mantenido constante. Destacar que los años 2009 y 2011 se producen los mayores pagos a los accionistas en la historia de nuestro país.

La rentabilidad por dividendo de la Bolsa española se ha incrementado con la llegada de la crisis. Este incremento ha sido debido a la caída en la cotización de las acciones y al esfuerzo que han realizado las empresas para mantener los niveles de pago, incluso en algunos casos incrementarlos. La rentabilidad por dividendo de nuestro país ha sido superior a la de las principales economías del mundo como la de Estados Unidos, Alemania o Francia. Destacar que desde el año 2009 la rentabilidad por dividendo ha superado a la rentabilidad del bono español a 10 años.

Centrándonos en el sector bancario, objetivo del estudio, la rentabilidad por dividendo ha tenido la misma tendencia que en el conjunto de la Bolsa, debido a la caída del valor de las acciones de las entidades. Sin embargo, no todas las entidades se han visto afectadas igual por la crisis.

Banco Santander ha mantenido constante su dividendo por acción durante el período de estudio. En el caso de Banco Santander ha mantenido su política de dividendos a pesar de que con la llegada de la crisis sus beneficios han disminuido. Para lograr mantener esta estabilidad ha creado nuevas fórmulas de retribución al accionista como la reinversión del dividendo en acciones procedentes de la autocartera de la entidad y el dividendo flexible que permite mantener la retribución reduciendo las salidas de caja de la empresa.

BBVA ha seguido la misma política de dividendos que Banco Santander y ha mantenido su política de dividendos constante. Destacar que BBVA para mantener esta política de dividendos ha utilizado la fórmula del scrip dividend.

Banco Popular ha sido la entidad de las estudiadas más castigada por la crisis. Su política de dividendos se ha ido ajustando a los resultados obtenidos por la entidad, destacando que en los últimos años del estudio no repartió dividendos, en 2012 debido a que obtuvo pérdidas y en 2013 con el objetivo de fortalecer su capital. Banco Popular fue la primera compañía en permitir a sus accionistas decidir qué tipo de retribución percibir: devolución de aportaciones mediante entrega de acciones de la autocartera o pago en efectivo con cargo a reservas voluntarias.

Banco Sabadell al igual que Banco Popular ha ido ajustando su política de dividendos en función de sus beneficios. Durante el estudio ha repartido entre un tercio y la mitad de los beneficios generados dependiendo del ejercicio. La fórmula de retribución alternativa al tradicional dividendo que utilizó este banco fue la de devolver la prima de emisión mediante entrega de la acciones de la autocartera.

Bibliografía

- Ansotegui, C. (2013): "Dividendos: la óptica de finanzas corporativas", X Jornadas: Retribución a los accionistas en la Bolsa Española. Diferentes fórmulas, razones e implicaciones que inversores y empresas deberían saber.
- Banco Popular, "Historia de la entidad",
<http://www.grupobancopopular.com/ES/acercadepopular/Historia/Paginas/Inicio.aspx>
- Banco Popular, "Informes financieros anuales Banco Popular de 2007 a 2013",
<http://www.grupobancopopular.com/ES/AccionistasInversores/InformacionEconomicaFinanciera/Paginas/InformesAnuales.aspx>
- Banco Sabadell, "Historia de la entidad",
<https://www.grupbancsabadell.com/es/XTD/INDEX/?url=/es/GRUPO/HISTORIA/?menuid=9617&language=es>
- Banco Sabadell, "Informes anuales Banco Sabadell de 2007 a 2013",
https://www.grupbancsabadell.com/es/XTD/INDEX/?url=/es/INFORMACION_ACCIONISTAS_E_INVERSORES/INFORMACION_FINANCIERA/INFORMES_ANUALES/?menuid=39324&language=es
- Banco Santander, "Historia de la entidad",
http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Acerca-del-Grupo/Mas-de-un-siglo-de-historia/1856-1930.html?wpid=1278697994821
- Banco Santander, "Informes anuales Banco Santander de 2007 a 2013",
http://www.santander.com/csgs/Satellite?appID=santander.wc.CFWCSancomQP01&canal=CSCORP&cid=1278677300060&empr=CFWCSancomQP01&leng=es_ES&pagename=CFWCSancomQP01%2FPage%2FCFQP01_PageAgrupEnlaces_PT14
- Bolaños A., (2013): "Linde pide a la banca que limite al 25% del beneficio el dividendo en efectivo", Elpais.com, 27 de junio,
http://economia.elpais.com/economia/2013/06/27/actualidad/1372350732_281985.html
- Bolsas y Mercados Españoles (2014): "Informe de mercado 2014",
https://www.bolsasymercados.es/asp/doc.asp?id=esp&doc=/xml/prensa/documentos/2014/12/Informe_Mercado_2014.pdf
- Bolsas y Mercados Españoles (2014): "Pay-out de las principales sociedades cotizadas",
[www.bolsasymercados.es/esp/.../TABLA%2005-02%20\(Pay-out\).xls](http://www.bolsasymercados.es/esp/.../TABLA%2005-02%20(Pay-out).xls)
- BBVA, "Historia de la entidad", <http://www.bbva.com/TLBB/tlbb/esp/informacion-corporativa/conozcanos/historia/index.jsp>
- BBVA, "Cuentas Anuales BBVA de 2007 a 2013",
<http://accionistaseinversores.bbva.com/TLBB/tlbb/bbvair/esp/financials/reports/index.jsp>
- Cinco días, (2013): "BBVA abonará el dividendo en metálico y distribuirá hasta el 40% del beneficio", Cincodias.com, 25 de octubre,
http://cincodias.com/cincodias/2013/10/25/mercados/1382677718_956928.html
- CNMV (2014): "Hechos relevantes sobre sistemas retributivos",
<https://www.cnmv.es/portal/HR/Hechosretributivos.aspx>

- Crespo A., (2014), "El BCE pone el foco en los créditos fiscales para autorizar los dividendos", Expansion.com, 10 de diciembre, <http://www.expansion.com/2014/12/10/mercados/1418244007.html>
- De Barrón I., (2014): "Más capital y menos dividendos en la banca para que suba el crédito", Elpais.com, 10 de julio, http://economia.elpais.com/economia/2014/07/10/actualidad/1404997205_029643.html
- Elblogsalmon (2011): "¿Qué son los scrip dividends?", <http://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/que-son-los-scrip-dividends>
- Esperanza D., (2013): "La banca abre la puerta a una mejora de los dividendos", Expansio.com, 2 de marzo, <http://www.expansion.com/2013/03/02/mercados/1362259241.html>
- Europa Press (2014): "Santander ha provisionado 65.000 millones desde el inicio de la crisis", Expansión.com, 24 de febrero, <http://www.expansion.com/2014/02/24/empresas/banca/1393265101.html>
- Europa Press, (2014): "Ángel Ron: Popular volverá a un 'payout' del 40% o 50% cuando la situación lo permita", Expansion.com, 31 de enero, <http://www.expansion.com/2014/01/31/empresas/banca/1391170152.html>
- García Novoa, C. (2013): "Algunas consideraciones jurídicas sobre la fiscalidad de la retribución al accionista individual", X Jornadas: Retribución a los accionistas en la Bolsa Española. Diferentes fórmulas, razones e implicaciones que inversores y empresas deberían saber.
- G. E., (2015): "'Scrip dividend' de Banco Santander: ¿cobrar acciones o en efectivo?", Cincodias.com, 14 de enero, http://cincodias.com/cincodias/2015/01/12/mercados/1421096149_667009.html
- Jiménez M., De Barrón I., (2015): "El Santander amplía capital en 7.500 millones con un 10% de descuento", Elpais.com, 8 de enero, http://economia.elpais.com/economia/2015/01/08/actualidad/1420722080_380091.html
- Mars, A. (2014): "La OCDE recomienda a los bancos que refuercen capital y limiten dividendos", Elpais.com, 8 de septiembre, http://economia.elpais.com/economia/2014/09/08/actualidad/1410167799_280207.html
- Martínez M., (2010): "Popular: la prima de riesgo de España nos pasa factura", Expansion.com, 20 de abril, <http://www.expansion.com/2010/04/19/empresas/banca/1271711734.html>
- M.M.M., A. G., (2013): "Sabadell y Bankinter cambiarán su habitual política de dividendo", Cincodias.com, 3 de julio, http://cincodias.com/cincodias/2013/07/02/mercados/1372787994_284023.html
- M. V., (2014): "Banco Popular pagará un dividendo de 0,04 euros por acción", Abc.es, 28 de enero, <http://www.abc.es/economia/20140127/abci-banco-popular-pago-dividendo-201401271644.html>
- Palacín Sánchez, MJ (2008): "La política de dividendos", en Durbán, S. *Dirección Financiera*, McGraw-Hill. Madrid.
- Rivero, A., Sánchez, A., Gómez, M. (2013): "Fórmulas de remuneración al accionista: significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos", <http://publicaciones.bolsasymercados.es/otras/informemedividendos/index.html>

- Roa, A., Martín Simón P., (2015): “Las nueve claves de la nueva política de dividendos del banco”, Cincodias.com, 9 de enero,
http://cincodias.com/cincodias/2015/01/08/mercados/1420729984_653766.html
- Romani M., (2015): “El BCE ordena a los bancos que limiten los dividendos para cuidar el capital”, Expansion.com, 29 de enero,
<http://www.expansion.com/2015/01/29/empresas/banca/1422528004.html>
- Romani M., (2012), “Solo Santander, BBVA, CaixaBank y Bankinter han pagado el dividendo de 2012”, Expansion.com, 5 de diciembre,
<http://www.expansion.com/2012/12/04/empresas/banca/1354611486.html>
- Romani M., Rosique C., (2007), “Los bancos pagan 1.800 millones a sus accionistas entre octubre y noviembre”, Expansion.com, 13 de octubre,
<http://www.expansion.com/2007/10/13/empresas/banca/1045810.html>
- Rombiola, N., (2012): “Dividendos Sabadell”, Mejoresbrokers.es, 31 de mayo,
<http://www.mejoresbrokers.es/dividendos-sabadell/>
- Rosique C., Esperanza D., (2012): “¿Es sostenible el dividendo de la banca?”, Expansion.com, 19 de mayo, <http://www.expansion.com/2012/05/19/mercados/1337458148.html>
- Rosique C., (2014): “Los mejores dividendos de la banca”, Expansion.com, 10 de febrero,
<http://www.expansion.com/2014/02/09/midiero/1391962712.html>
- Salobral, N (2014): “Los valores protagonistas de 2014 en la retribución al accionista”, Cincodias.com, 6 de enero,
http://cincodias.com/cincodias/2014/01/03/mercados/1388777968_925437.html
- Salobral, N. (2014): “Y después del test, ¿qué pasa con el dividendo de la banca?”, Cincodias.com, 30 de octubre,
http://cincodias.com/cincodias/2014/10/28/mercados/1414522567_800640.html

Anexos

FISCALIDAD DE LOS DIVIDENDOS EN ESPAÑA

Para ampliar lo visto en el apartado 1.4 se ha añadido el siguiente cuadro, en el cual podemos ver la fiscalidad de los distintos tipos de remuneración que se han producido en nuestro país en los últimos años.

Tipo de remuneración	Tipo de pago	Origen pago	Calificación	Retención
Dividendo en efectivo con cargo a resultados del ejercicio	Efectivo	Resultado del ejercicio	RCM	21%
Dividendo en efectivo con cargo a reservas de libre disposición	Efectivo	Reservas de libre disposición	RCM	21%
Dividendo elección con suscripción de acciones	Acciones	Reservas de libre disposición	Ganancia patrimonial	No
Dividendo elección con venta de derechos	Derechos	Reservas de libre disposición	Ganancia patrimonial	No
Reducción de capital mediante reducción nominal con devolución de aportaciones	Efectivo	Beneficios no distribuidos o aportaciones	RCM/ Ganancia patrimonial	21%/ No
Reparto de reservas de libre disposición mediante entrega de acciones de otras empresas	Acciones	Reservas de libre disposición	RCM	21%
Devolución prima de emisión mediante pago en efectivo	Efectivo	Prima de emisión	Ganancia patrimonial	No
Devolución reservas de libre disposición mediante entrega acciones autocartera	Acciones	Reservas de libre disposición	RCM	21%
Devolución prima emisión mediante entrega acciones autocartera	Acciones	Prima de emisión	Ganancia patrimonial	No
Ampliación capital mediante emisión de acciones liberadas con cargo a reservas o prima emisión	Acciones	Reservas/ Prima de emisión	Ganancia patrimonial	No

Tabla A.1. Principales fórmulas de remuneración al accionista de la bolsa española y principales características. Fuente: Elaboración propia a partir del BME.