

# CREACION DE VALOR PARA EL ACCIONISTA Y POLITICAS DE DIVIDENDOS

Juan BENGOCHEA y Jesús PIZARRO (\*)

## 1. HACIA UN NUEVO ENFOQUE DE LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL

La creciente transparencia y el desarrollo en general de los mercados de valores, durante estos últimos años, están haciendo que los accionistas de las empresas analicen cada vez más la buena gestión de éstas desde el punto de vista del valor que generan. La trascendencia y el cambio de mentalidad que este fenómeno puede producir en los años venideros, a medida que la cultura financiera del inversor vaya aumentando, son de una radical importancia, tal vez no puesta aún suficientemente de manifiesto. Por ello, a continuación vamos a reflexionar brevemente sobre algunas de estas cuestiones, y a tratar de ver si, de acuerdo con esta perspectiva, el sector bancario está satisfaciendo las expectativas de los accionistas.

Así, las preguntas que se harán éstos serán: ¿mi inversión de riesgo está rindiendo por encima del coste de capital? y, en todo caso, ¿estoy recibiendo todo lo que debo? es más, esta inversión ¿genera rendimientos superiores (coste de oportunidad) a las realizadas en otras entidades del mismo sector, o en otros sectores?

Si la contestación a estas tres preguntas es positiva, entonces podemos afirmar que la empresa está siendo gestionada correctamente; en caso contrario, o ésta no es viable o las decisiones de los gestores divergen de los intereses de sus accionistas. Es lo que se ha dado en llamar, en la teoría financiera, el «conflicto de agencia».

## 2. LA RETRIBUCION AL ACCIONISTA. EL COSTE DE CAPITAL

Por lo que respecta a la primera pregunta que nos hacíamos en el anterior apartado, cada vez va

a resultar de más importancia la obtención de un ROE (*return on equity*), o beneficios sobre fondos propios, superior al menos al coste de capital. Si observamos el gráfico 1, vemos cómo la banca anglosajona no fue capaz de ofrecer, de acuerdo con este baremo, una remuneración suficiente en 1989, mientras que la española sí lo hizo (1).

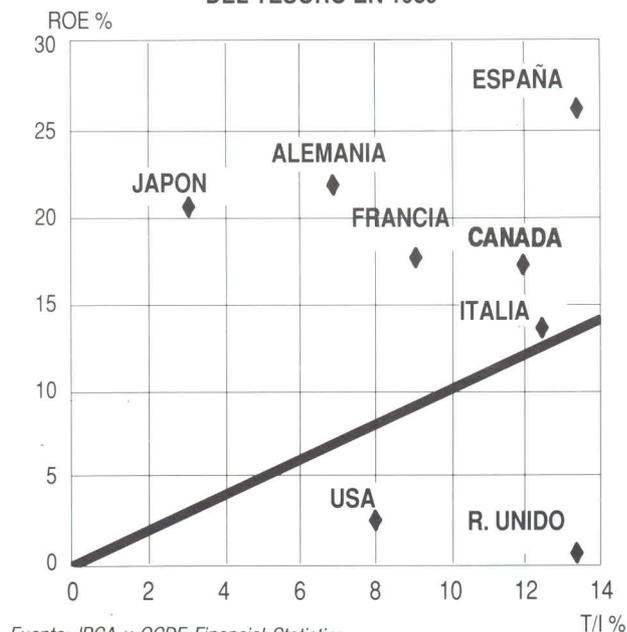
Sin embargo, como ya dijimos, es de esperar que las demandas del accionista vayan más allá y exijan que el ROE supere el coste de capital en cada una de las líneas de negocio, pues, en caso contrario, considerará que se produce una subsidiación entre áreas, que es tanto como decir que se está destruyendo valor en su propiedad de riesgo. Desde este punto de vista, si un negocio no produce reiteradamente los rendimientos suficientes, debería ser vendido o suprimido, cosa que, por otra parte, están haciendo en estos momentos muchas entidades financieras norteamericanas.

Esta orientación está comenzando a modificar ya radicalmente la concepción de la planificación contable de los bancos. Estos están tratando, por todos los medios, de conseguir asignar a cada línea de negocio los ingresos y los costes correspondientes. No obstante, la presumible existencia de sinergias o, en muchos casos, la producción compartida (administración central), que en la banca alcanza al 80 por 100 de los costes, hacen sumamente complicado deslindar analíticamente unos procesos productivos de otros.

En todo caso, vemos cómo el coste de capital de sus fondos propios es la gran variable que cualquier banco debe tener presente a la hora de decidir nuevas inversiones y diseñar su estrategia de diversificación. Sólo si las inversiones realizadas por la entidad crean valor para los accionistas —es decir, superan el coste de capital más una prima de riesgo—, éstos van a aceptar que una parte o la totalidad de los beneficios se dediquen a reser-

Gráfico 1

### ROE DE GRANDES BANCOS Y T/I DE LETRAS DEL TESORO EN 1989



Fuente: IBCA y OCDE Financial Statistics

vas. En caso contrario, exigirán que la mayor parte de las ganancias se dediquen a dividendos, y el *pay-out* será entonces más elevado.

### 3. EL PER. UNA APROXIMACION AL COSTE DEL CAPITAL PROPIO

Una aproximación a la valoración que el mercado está haciendo de los distintos sistemas bancarios se deriva del análisis de sus respectivos PER. Dado que, en definitiva, este *ratio* está midiendo el nivel de beneficios que los accionistas están exigiendo a un banco para una cotización determinada, resulta evidente que el mismo vuelve a convertirse en un nuevo baremo que nos indica el coste de capital de cada entidad en concreto. Así, cuanto menor es el PER, mayor es el coste de capital exigido por ese mercado, y viceversa. Consecuentemente, el PER es, igualmente, un indicativo del riesgo que asigna el mercado a un banco. En principio, a menor PER, mayor riesgo, y a la inversa.

En efecto, el gráfico 2 corrobora de alguna manera los conocimientos —que todos tenemos por la prensa— de la situación en que se encuentran los distintos sistemas bancarios. En él destaca el bajísimo PER de las entidades de Estados Unidos

(y más si se compara con el PER general de su Bolsa), lo que nos está diciendo muy claramente cómo la crisis por la que atraviesan las instituciones de aquel país ha sido perfectamente interiorizada por los inversores, que, por lo tanto, están exigiendo elevadas retribuciones vía dividendos (véase gráfico 3). Asimismo, podemos constatar el desorbitado PER de las entidades niponas, que nos indica cómo, hasta ahora, el coste de financiación exigido por los tomadores en su mercado de capitales había venido siendo mucho menor que el del resto de sus competidores, lo que, en gran medida, explica la facilidad de su rápida expansión durante la década de los ochenta (2).

### 4. EL RATIO Q. UNA APROXIMACION A LA CREACION DE VALOR PARA EL ACCIONISTA

Una de las maneras más utilizadas para medir si una empresa está creando valor para sus accionistas o destruyéndolo, se deriva del análisis del llamado «*ratio Q*» o coeficiente resultante de dividir el valor de mercado (capitalización bursátil) entre el valor contable de la entidad (valor en libros) (3). En principio, si éste es mayor que uno, se estará creando valor. Si es menor, se estará destruyendo. En el gráfico 4 podemos apreciar cómo los bancos franceses y los anglosajones tenían, en 1990, unos *ratios* menores que uno, mientras que los demás países, entre ellos España, poseían *ratios* mayores que uno. Desde este punto de vista, podemos afirmar que en estos momentos los accionistas españoles consideran que los bancos nacionales están generando valor.

Pero, como ya hemos adelantado antes, esto no basta, pues el inversor irá más allá, y se va a preguntar si no obtendría una mejor remuneración colocando sus ahorros en otra inversión alternativa (coste de oportunidad). En este sentido, el gráfico 5 es sumamente ilustrativo. En él se nos muestra el diferencial existente entre el *ratio Q* del índice general bursátil de varios países y el del sector bancario de esos mismos países. Apreciamos cómo sólo los accionistas italianos, japoneses y españoles consideran que el rendimiento de sus inversiones bancarias, además de ser superior al coste de capital requerido al mercado, es igualmente superior al ofrecido globalmente por el resto de los sectores económicos. Aunque en estos momentos destaca positivamente Japón, es de esperar que en el futuro su coeficiente empeore a medida que sus entidades vayan reduciendo el apalancamiento positivo de su balance para cumplir

Gráfico 2  
PER GRANDES BANCOS  
1990

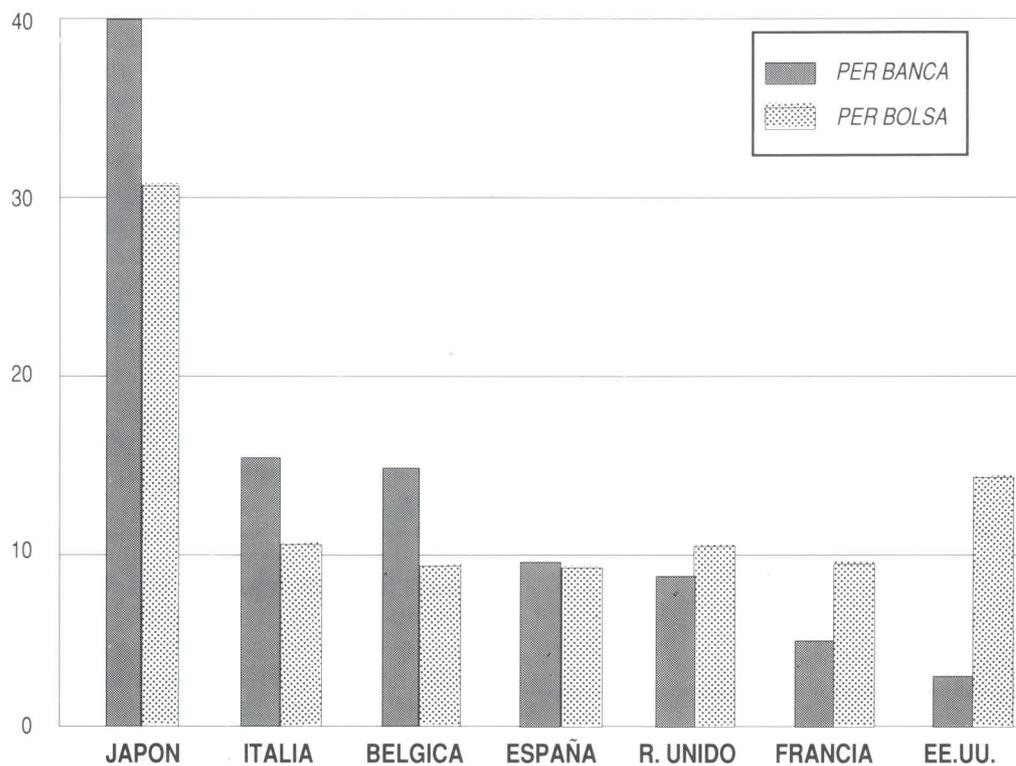


Gráfico 3  
RENTABILIDAD DIVIDENDOS  
1990

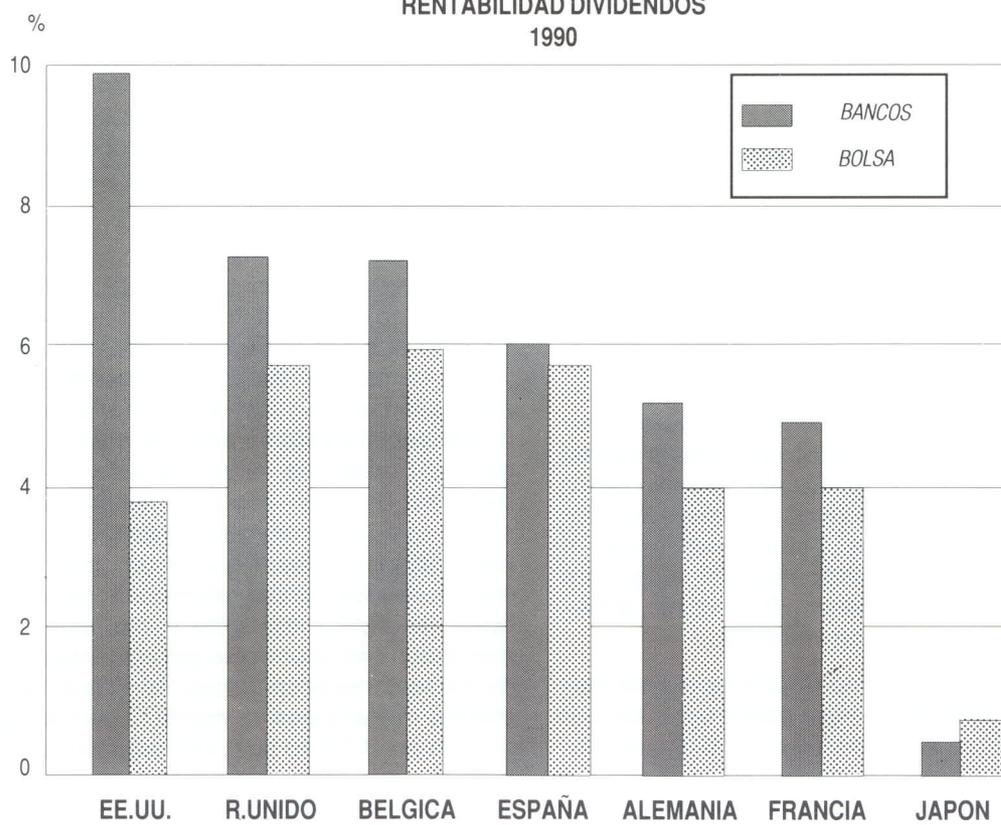


Gráfico 4

"RATIO Q" GRANDES BANCOS  
1990

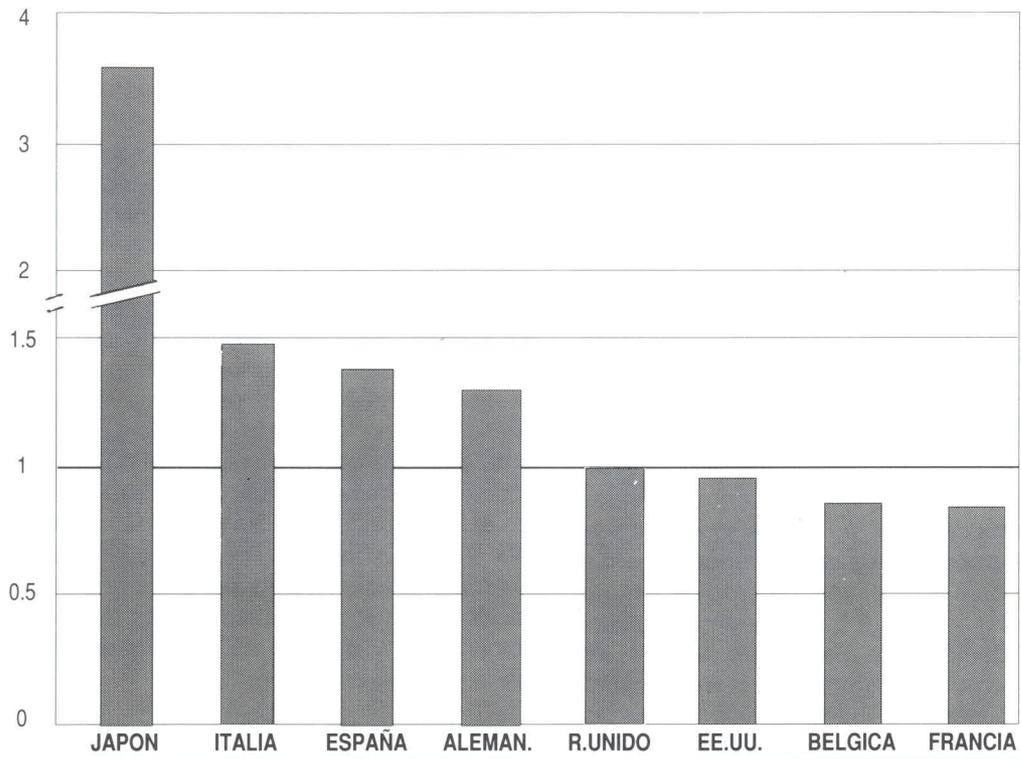
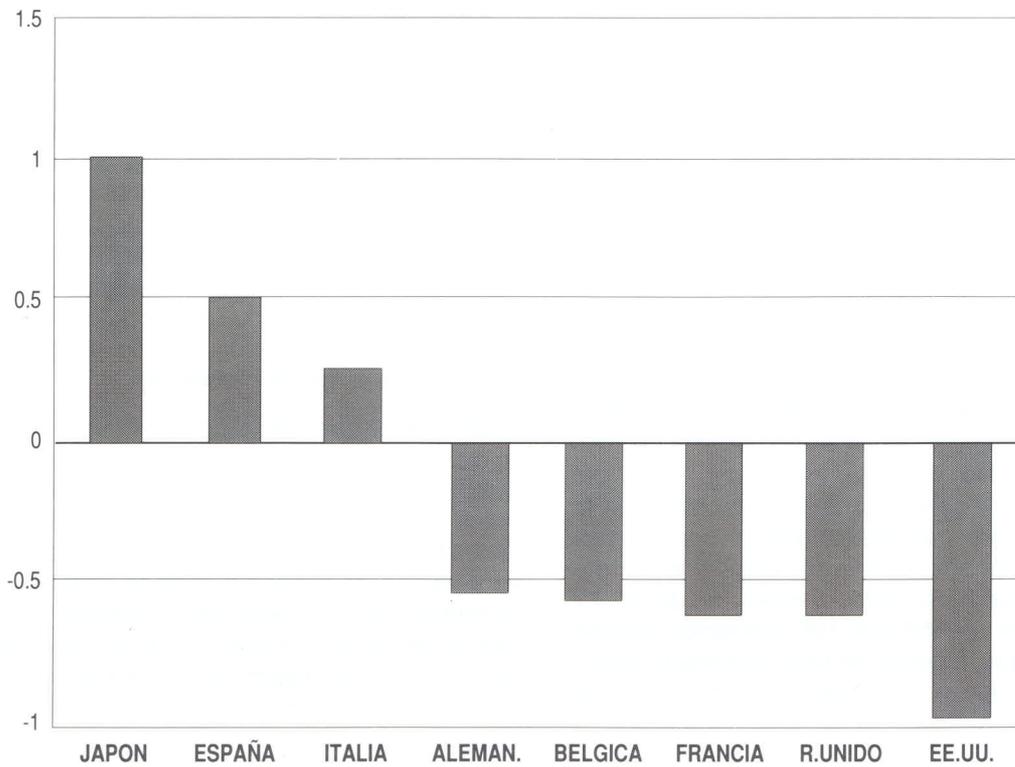


Gráfico 5

DIFERENCIAL "RATIO Q" BANCARIO  
SOBRE "RATIO Q" BURSATIL. 1990



con el *ratio* Cooke, y si se produce el tan temido y esperado aumento de fallidos del sector inmobiliario. Apreciamos igualmente la mala evaluación que están haciendo los inversores anglosajones de sus respectivos sistemas bancarios.

## 5. PELIGROS QUE SE DERIVAN DE UN RECORTE DE DIVIDENDOS

Con todo lo visto, la cuestión de reducir o no los dividendos es compleja. La evidencia empírica demuestra que, en todo caso, hay que tener presente que la adopción de esta medida tiene repercusiones desfavorables que escapan a consideraciones meramente contables, y que es preciso valorar detenidamente.

Así, muchos analistas norteamericanos consideran que la reducción de los dividendos, exigida recientemente por las autoridades federales a las entidades con bajo nivel de fondos propios, es una forma altamente ineficiente de aumentar los recursos propios. Además de la mentalidad del inversor de ese país, que valora sobremanera la rentabilidad recibida vía dividendos, los directivos bancarios aducen que, a la larga, ello puede derivar en detrimento del *ratio* de solvencia que se pretende reforzar, pues automáticamente desaparecen, en gran medida, las posibilidades del banco de realizar nuevas emisiones de acciones. En otras latitudes, algunos bancos están tratando de superar esta contradicción ofreciendo a sus accionistas la posibilidad de reinvertir los dividendos en acciones del propio banco a un precio suficientemente ventajoso. En todo caso, los gestores americanos se lamentan de que mientras en Europa el nivel de fondos propios ha venido siendo tradicionalmente una magnitud muy considerada a la hora de establecer la cotización de una acción, en los Estados Unidos esto no ocurre aún así.

Sin embargo, esto no es estrictamente cierto, pues como podemos comprobar en el gráfico 6, otros países —como Alemania, Bélgica o Gran Bretaña— demandan igualmente unos niveles de *pay-out* elevados. No obstante, este gráfico, con ser representativo, oculta grandes oscilaciones en la evolución de los *pay-out* repartidos por los tres grandes bancos americanos de la muestra durante el período analizado; éstos oscilan desde un 17 por 100 hasta un 359 por 100, habiendo incluso años en los que, a pesar de tener pérdidas, repartieron dividendos. Y otro tanto podemos decir de los bancos británicos.

De hecho, estas oscilaciones del *pay-out* se de-

ben más a una variación de los beneficios (denominador del *ratio*), que a las alteraciones en el nivel de los dividendos repartidos. Así estos últimos tienden, en todo momento, a crecer de forma regular. A este respecto, el gráfico 7 resulta ilustrativo de cómo las entidades hacen todo lo posible por mantener un aumento de los dividendos, independiente, en gran medida, de los resultados obtenidos. Vemos así cómo todos los bancos de la muestra los han aumentado, incluidos aquellos —como los belgas, japoneses o británicos— cuyos beneficios se han reducido, o los estadounidenses, en los que incluso se han producido pérdidas. Vemos, igualmente, que los bancos franceses, italianos o alemanes que han obtenido buenos resultados aumentan sus dividendos, pero, en este caso, en una menor proporción que los beneficios. Todo ello nos está diciendo que si bien el nivel de dividendos es función de los beneficios, lo es considerando éstos en el largo plazo. Así, las entidades se esforzarán, por todos los medios, en establecer una previsión de remuneración constante a los accionistas, tratando de nivelar en el tiempo las posibles curvas expansivas y depresivas que puedan producirse en la vida de un banco.

Los accionistas quieren que los gestores gestionen sus empresas con la vista puesta en el largo plazo. Por eso, muchas empresas que han recortado los dividendos por motivos coyunturales luego se han arrepentido de ello. No hay que olvidar que el dividendo transmite al mercado un componente muy fuerte de información acerca de la evolución, esperada en el futuro por los gestores, de su entidad. En este sentido, un descenso de los dividendos mal explicado puede introducir tal desconfianza que, posteriormente, los accionistas no reaccionen como se esperaba ante una mejora de los resultados, con las oportunidades, de todos conocidas, que ello conlleva para los «tiburones bursátiles». Por tanto, la gran cuestión es saber si los malos resultados de un ejercicio responden a un efecto coyuntural o son, por el contrario, el inicio de una serie larga de problemas.

Otro factor que afecta poderosamente al esfuerzo de las entidades financieras por mantener y aumentar el nivel de dividendos es la presión que sobre ellos ejercen los inversores institucionales. En los Estados Unidos, éstos se están convirtiendo en un grupo de presión que exige imperiosamente su rentabilidad trimestral de los bancos en los que han invertido sus fondos, con el fin de poder presentar a sus partícipes los rendimientos esperados. Una retirada generalizada de estas sociedades del capital de un banco, ante las perspectivas de reducción de dividendos, podría ocasionar a la

Gráfico 6

NIVEL DE PAY-OUT DE GRANDES BANCOS  
(Media del periodo 1985/1989)

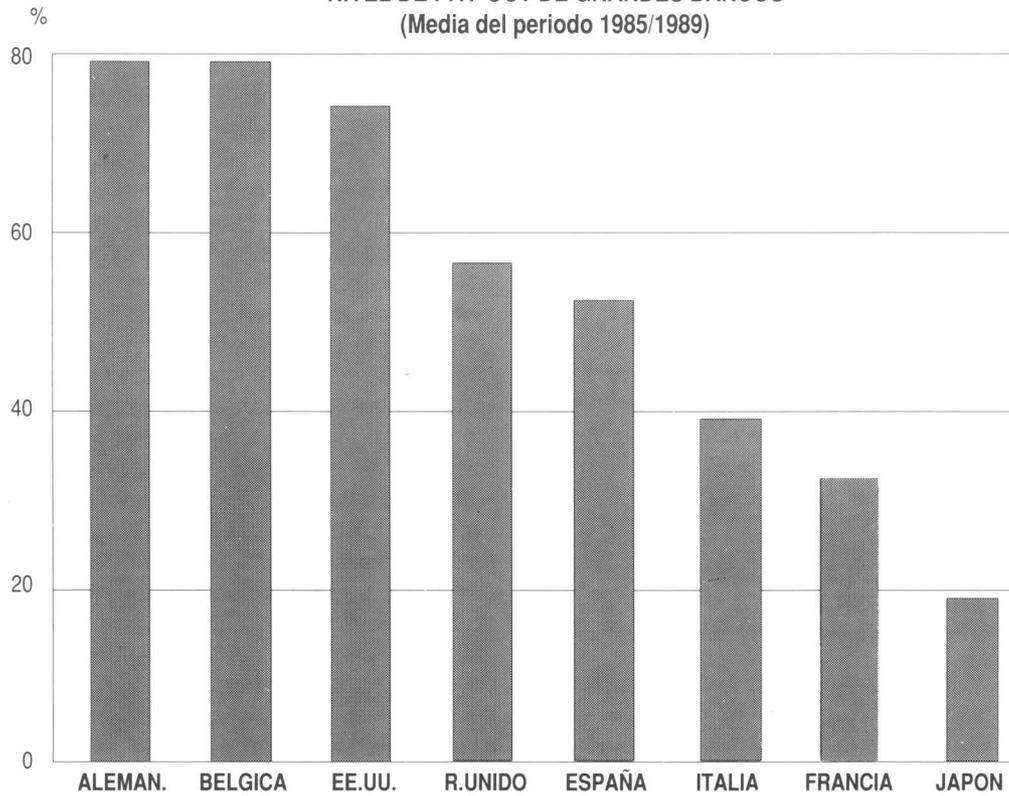
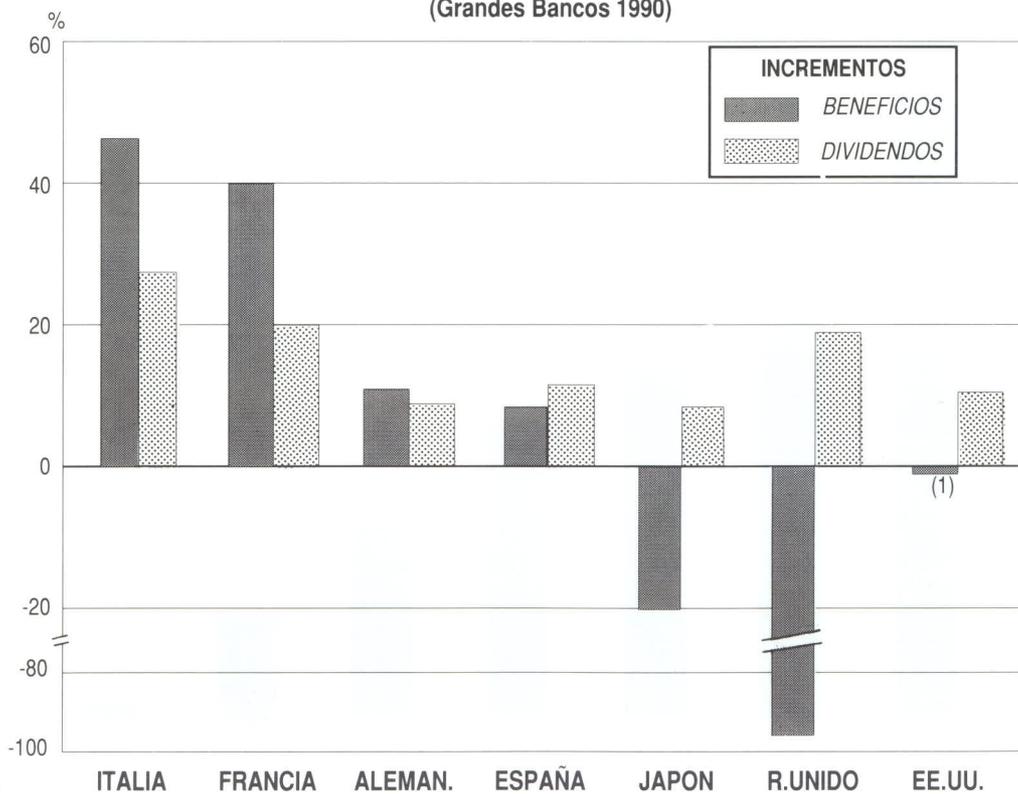


Gráfico 7

CRECIMIENTO BENEFICIO Y DIVIDENDOS  
(Grandes Bancos 1990)



(1) Pérdidas

entidad en cuestión serios problemas. Para fortalecer su nivel de fondos propios y adecuarlos al *ratio* Cooke, muchos bancos norteamericanos han suscrito convenios con estos inversores institucionales. Si ahora se ven obligados a reducirles el dividendo, la única contrapartida con que podrían retener su marcha sería involucrándoles en la gestión de la empresa. Una manera de evitar, al menos parcialmente, los riesgos de toma de control por parte de estos inversores puede ser la de venderles alguna modalidad de acciones sin derechos políticos (determinadas clases de *preferred stock* u otras similares). El inconveniente es que muchas de ellas no computan en el Tier 1, o capital de base del *ratio* Cooke, que es del que tan necesitadas están muchas entidades, sino en el Tier 2, o cuasi fondos propios.

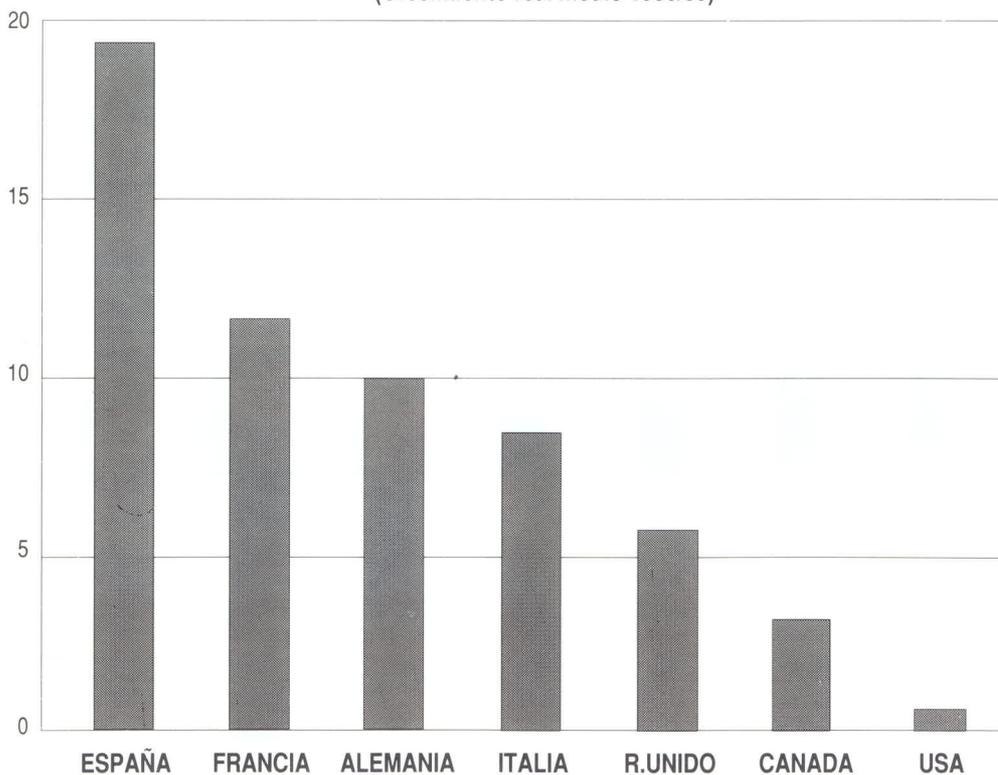
## 6. ALGUNAS CONSIDERACIONES PARA EL CASO ESPAÑOL

Aunque los procesos descritos no se han desarrollado aún plenamente en España, no es aventurado pensar que en el futuro lo hagan y adquieran

también en nuestro país una mayor importancia. Hasta ahora, el accionista hispano, sobre todo en estos últimos años, ha tendido a fijarse más en la retribución vía plusvalía. Distintos factores, entre los cuales una mentalidad más orientada hacia la especulación o el tratamiento fiscal no son los menos importantes, han venido influyendo en esta situación. En efecto, respecto a este último, a pesar de la punitiva legislación española, que no diferenciaba entre las plusvalías obtenidas a largo plazo y a corto (especulativas y no especulativas), la posibilidad de afectarlas al número de años que han transcurrido para su obtención y la aplicación del coeficiente corrector han determinado hasta ahora un tratamiento tributario más benévolo que el de los dividendos que, considerados como un rendimiento más, tributan al tipo general de IRPF. A este respecto, habrá que estar igualmente atentos a la próxima reforma fiscal, por si llega a introducir diferentes tratamientos en el impuesto de sociedades para los beneficios reinvertidos y los repartidos, como solicitan algunos agentes sociales, lo que podría llegar a afectar a la opción de la política de dividendos, máxime si se tiene en cuenta que las plusvalías a largo plazo pueden sufrir igualmente una discriminación positiva.

Gráfico 8

### FONDOS PROPIOS DE GRANDES BANCOS (Crecimiento real medio 1986/89)



Fuente: IBCA

Esto no quiere decir forzosamente que en los próximos años vayamos a asistir a un descenso del *pay-out*. Otra serie de factores podrían alentar efectos contrarios. Porque, como ya hemos visto, los accionistas van a ser cada vez más críticos a la hora de permitir que los beneficios se dediquen a reservas. Además, la creciente colocación de importantes paquetes de acciones en los principales mercados exteriores hace que la cotización en aquellos mercados sea más sensible a los anuncios de dividendos, de tal manera que, en cuanto se detecta una divergencia importante entre la cotización nacional y la internacional, se produzcan arbitrajes, dando lugar al conocido efecto de *flow-back* (vuelta a casa de las acciones colocadas en el exterior). Así pues, ya no sólo hay que colmar las expectativas del inversor nacional, sino también las del extranjero y, como ya hemos visto, éste posee en muchos casos una mentalidad más volcada hacia el dividendo. Por eso, un descenso de los dividendos podría hipotecar notablemente los planes de nuevas colocaciones de capital en el exterior.

Resulta, pues, evidente la conveniencia de la existencia de un núcleo consistente de accionariado estable que permita gestionar una sociedad con libertad a lo largo de los períodos de recesión. El problema reside en conseguir esto en un mundo cada vez más volcado hacia la rentabilidad a corto. De todas formas, las presiones que en estos momentos sufren numerosas entidades proviene, en muchas ocasiones, de su escaso nivel de capital y reservas, lo que les impide mantener una posición fuerte en el mercado y un alto poder de negociación con los inversores. A este respecto, en el gráfico 8 podemos ver cómo los bancos españoles han sabido aprovechar estos años de bonanza para fortalecer sus fondos propios, especialmente su capital fundamental (capital + reservas), mejor que las entidades de otros países. Ello les permite contar en estos momentos con un interesante colchón de recursos para encarar el futuro con más desahogo, y a cuya cuenta podrían incluso repartir dividendos si, llegado el caso, fuera necesario.

Hemos visto, pues, hasta ahora, algunas ideas que nos indican cómo la política de dividendos pasará a ser una de las decisiones más meditadas y comprometidas del ejercicio de una sociedad. En España, la cultura financiera del inversor está aumentando rápidamente. Presumiblemente, éste sólo va a permanecer en una empresa si le retribuye convenientemente el riesgo de su inversión, y sólo permitirá la autofinanciación si ello redundará en una rentabilidad financiero-fiscal superior al coste del capital. Los bancos deben ser conscientes de esta creciente orientación hacia una mayor disciplina de mercado, en la que el accionista les exigirá los mismos rendimientos, al menos, que al resto de las empresas. En este sentido, no parece aventurado pensar que si no los obtiene dirigirá sus ahorros hacia otros sectores.

## NOTAS

(\*) Los gráficos del trabajo en los que no figura la fuente se han realizado en base a la evolución de los tres mayores bancos privados de cada país, de acuerdo con los datos extraídos de Morgan Stanley.

(1) En puridad, hubiera sido más representativo analizar la evolución del ROE durante un período de tiempo más extenso, pues por su propia naturaleza la inversión en capital de riesgo debe considerarse en el largo plazo. Sin embargo, el gráfico no deja de ser indicativo de los problemas que algunos bancos están teniendo para retribuir convenientemente a sus accionistas en un momento en el que, además, la creciente tendencia a considerar la rentabilidad más a corto plazo está ejerciendo una presión muy fuerte sobre las políticas de dividendos de las entidades.

(2) Como podemos apreciar en el gráfico 2, en el elevado PER japonés existe un fuerte componente estructural, influyendo igualmente sobre él (gráfico 3) la querencia de los inversores de materializar sus beneficios vía plusvalía. Si la rentabilidad bancaria descendiera en los próximos años, fruto del necesario aumento de capital en el marco de la normativa Cooke, es muy posible que el mercado comenzara a demandar un PER más bajo.

(3) La filosofía de este *ratio* reside en que la cotización refleja las expectativas de dividendo que una empresa tiene en el tiempo. Por supuesto, además del dividendo, el mercado puede estar descontando la existencia del valor liquidativo de plusvalías ocultas. Aunque aquí no han sido tenidas en cuenta dada su difícil evaluación, consideramos que el valor del *ratio* continúa siendo suficientemente representativo.