

Los dividendos en la Bolsa española: especial consideración a los bancos

Miguel Arregui y Ángel Berges*

Las compañías cotizadas tratan, por lo general, de mantener una política de dividendo estable. En un contexto de deterioro del beneficio, esta estabilidad se consigue a costa de incrementar el *payout* hasta niveles elevados. El IBEX es uno de los índices más sensibles a estas variaciones, ya que su rentabilidad por dividendo es superior a la de sus comparables. Lo mismo puede decirse del sector bancario español, que en el periodo de crisis llegó a tener un *payout* superior al 100%, satisfecho en gran parte en forma de *scrip dividend*. Esta fórmula de reparto les ha permitido mantener un dividendo elevado y, al mismo tiempo, ampliar su base de capital; todo lo contrario de lo que hubiera sucedido si el reparto hubiera sido en metálico.

La política de reparto de dividendos: consideraciones previas

La política de reparto de dividendos por parte de las empresas cotizadas en bolsa ha sido una de las cuestiones más debatidas en la literatura financiera, tanto teórica como empírica. Frente a las hipótesis tradicionales de irrelevancia financiera entre pagar dividendos o no hacerlo (Modigliani-Miller), lo cierto es que la observación empírica muestra que la política de reparto de dividendos afecta de forma significativa a la valoración de las acciones.

Lo anterior se puede observar en la estabilidad que la mayoría de compañías tratan de imprimir a su política de dividendos, evitando oscilaciones

y tratando de mantener un dividendo estable, o moderadamente creciente en el tiempo, pero huyendo de recortes en el mismo. Esa búsqueda de un dividendo estable en términos monetarios se traduce en un marcado carácter procíclico del denominado *payout*, o porcentaje que los dividendos representan sobre los beneficios de las compañías. De hecho, el *payout* ha llegado a ser incluso superior al 100% en momentos de beneficios fuertemente deprimidos, como ha sido el caso de los peores años de la crisis.

Otra característica empírica se refiere a la diferente retribución vía dividendo a nivel sectorial. A modo de ejemplo, en sectores o compañías con elevado potencial de crecimiento interno se llevan a cabo políticas de reparto más austeras. En

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A..

cambio, cuando se trata de empresas maduras o tienen un reducido potencial de crecimiento, se tiende a llevar a cabo políticas mucho más generosas de reparto de dividendos.

Las empresas cotizadas en bolsa tratan de mantener una política de dividendos estables. En los bancos esta consideración es especialmente cierta, al constituir un importante componente de señalización respecto a la salud financiera de la entidad.

En el caso particular de la banca, junto a este factor de madurez, juega otro relacionado con su carácter regulado –que puede incorporar algunas restricciones sobre la política de dividendos y/o necesidad de reforzamiento de capital–, así como un importante componente de señalización respecto a la salud financiera de la entidad, y que históricamente ha pesado de forma importante para mantener un dividendo estable o creciente. Ese carácter de señalización, según el cual un recorte del dividendo podría interpretarse como una señal de debilidad financiera de la entidad, es importante en todo tipo de compañías, pero mucho más en el caso de los bancos, pues en estos la señal adversa podría ser percibida no solo por los accionistas, sino también por los acreedores y depositantes, afectando negativamente no solo al capital sino a otras partidas del balance.

Dadas estas consideraciones sobre la importancia de la política de dividendos en las empresas, y muy especialmente en el caso de los bancos, llevamos a cabo un análisis comparado de dicha política entre bancos y el resto de sociedades en España. Analizamos con especial interés ese comportamiento antes, durante y después de una crisis que ha afectado a todas las compañías cotizadas, pero en mayor medida a las entidades de crédito.

Un aspecto de especial relevancia en este ejercicio comparado es el papel jugado por los denominados *scrip dividends*, es decir, el pago de dividendos en acciones, que ha cobrado una

gran importancia en los últimos años, muy especialmente en el caso de las entidades de crédito, como forma de retribución a los accionistas al tiempo que se refuerza la base de capital.

Los dividendos en la Bolsa española: comparación internacional

Desde la perspectiva de un inversor en bolsa, las dos fuentes principales de generación de rentabilidad son la evolución del precio de la acción en que invierte y la rentabilidad obtenida en concepto de dividendo. Como se ha señalado ya, la teoría clásica establece que en ausencia de fiscalidad diferencial entre el pago del dividendo o la reinversión del mismo, el inversor debería ser indiferente entre cobrar o no cobrar el dividendo.

El dividendo ha sido la principal fuente de rentabilidad en la Bolsa española durante los años de crisis. Por un lado podría reflejar una especial sensibilidad de los gestores hacia los accionistas, pero por otro podría ser el reflejo de una falta de oportunidades de crecimiento interno.

Y sin embargo existe una especial querencia hacia el pago de dividendos en las compañías cotizadas. Ello es particularmente destacable en el caso de la bolsa española, uno de los índices mundiales donde mayor peso tiene el dividendo en la retribución al accionista.

En 2014 y según Bolsas y Mercados Españoles (BME), los dividendos repartidos por las empresas cotizadas en la Bolsa española ascendieron a 43.260 millones de euros, con un crecimiento del 85% sobre el año anterior, si bien es cierto que la cifra del último año puede estar “distorcionada” como consecuencia de un pago especial de dividendos –por un importe agregado de unos 14.500 millones de euros– llevado a cabo por Endesa tras su importante proceso de desinversiones. Sin ese pago especial, el agregado de dividendos pagados en la Bolsa española habría

Cuadro 1

Retribución al accionista en la Bolsa española

Dividendos y otros pagos efectuados por las empresas cotizadas. Importes brutos (millones de euros)

	<i>Dividendos</i>	<i>Devolución de primas de emisión</i>	<i>Retribución de nominal con devolución de aportaciones</i>	<i>Total</i>
2005	14.436	4.464	224	19.123
2006	21.810	513	761	23.084
2007	23.339	220	-	23.559
2008	28.065	347	-	28.412
2009	33.115	763	4	33.882
2010	24.288	295	9	24.593
2011	28.213	5.433	14	33.659
2012	26.769	384	-	27.153
2013	23.263	133	19	23.414
2014	43.261	146	3	43.409

Nota: Desde el año 2009 la cifra de dividendos incluye el total pagado bajo la fórmula de *scrip dividend*, tanto lo cobrado por los accionistas que venden su derecho de suscripción preferente a la empresa o en el mercado (efectivo) como el equivalente monetario de los derechos que son ejecutados (acciones).

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

side de unos 28.000 millones, es decir algo más del 20% de crecimiento sobre 2013 (cuadro 1).

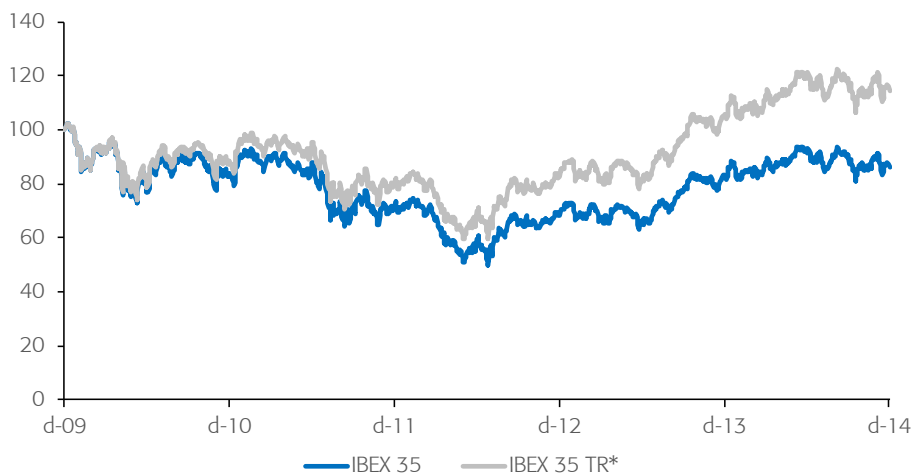
La rentabilidad por dividendo, expresada como porcentaje sobre la capitalización bursátil (lo que

se conoce como *dividend yield*), fue ligeramente superior al 5% (3,4% si se excluye el dividendo especial de Endesa). En todo caso, se trata de una de las rentabilidades por dividendo más elevadas entre las principales Bolsas mundiales.

Gráfico 1

Evolución del IBEX 35 y del IBEX 35 con dividendos brutos

(base 100 el 31 de diciembre de 2009)



Nota: * TR: *Total Return*, es decir, incluyendo el dividendo bruto.

Fuente: Bloomberg.

La importancia de los dividendos frente a la otra fuente de rentabilidad, la revalorización de las acciones, queda recogida en el gráfico 1. En él, se aprecia como la rentabilidad acumulada del IBEX 35 sin dividendos (es decir, únicamente con variaciones de precios) en los últimos cinco años fue del -10%. Por el contrario, la del IBEX 35 con dividendos fue del 20%.

El dividendo se ha erigido, por tanto, en la principal fuente de retribución al accionista en la Bolsa española durante la época de crisis, siendo este un hecho que puede tener una doble lectura. Por un lado, estaría reflejando una especial sensibilidad de los gestores empresariales hacia sus accionistas, tratando de preservar al máximo su valor patrimonial, en un contexto de activos generalmente deprimidos. Pero por otra parte, puede ser el reflejo de una absoluta falta de oportunidades de crecimiento interno.

Dividendos y beneficios: repartir lo que no se gana

Lo anterior nos lleva a otra interesante reflexión en cuanto a la vinculación de los dividendos con

respecto a los beneficios empresariales, medida por el ya comentado *payout*.

Entre 2007 y 2014 y excluyendo el efecto del dividendo de Endesa, la oscilación de los dividendos fue extraordinariamente reducida, entre 23.000 y 28.000 millones de euros.

En el periodo de crisis, los bancos españoles pagaron dividendos superiores a los beneficios netos obtenidos.

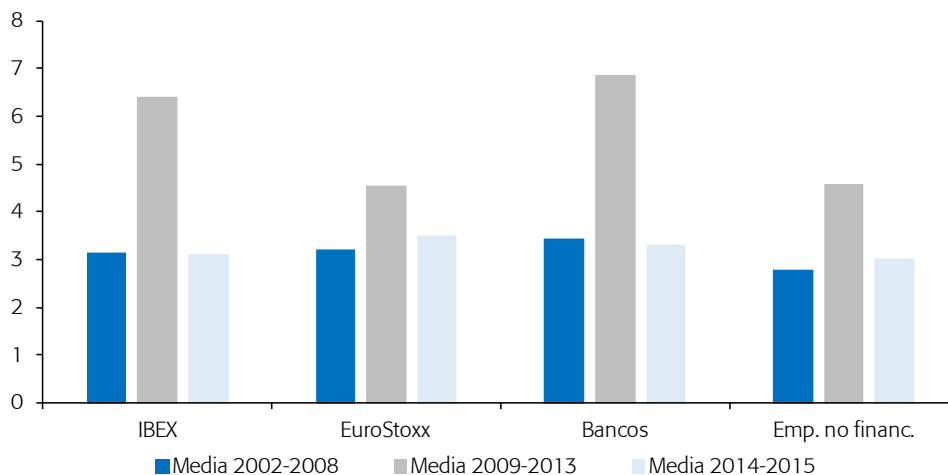
Una estabilidad tan pronunciada del dividendo en un periodo tan cambiante en términos de beneficios empresariales, sin duda debe llevar aparejada un importante componente procíclico en la ratio *payout*, como pasamos a analizar. Primero, comparando el índice IBEX con el EuroStoxx, y segundo, estableciendo una comparativa entre bancos y compañías no financieras dentro del propio IBEX.

En los años anteriores a la crisis –hemos tomado como referencia el periodo de 2002 a 2008–, en un contexto de fuerte crecimiento eco-

Gráfico 2

Rentabilidad por dividendos comparada

(en porcentaje sobre el precio de la acción)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

nómico, el IBEX repartía un dividendo medio cercano al 3% y con pocas diferencias entre bancos y empresas no financieras (veáse el gráfico 2).

El "esfuerzo" para acometer este pago, medido a través del *payout* (dividendo dividido por beneficio neto) era razonablemente reducido. En el caso del IBEX se repartía algo menos del 50% del beneficio neto. Las empresas no financieras hacían un esfuerzo incluso más reducido, ya que en media, el *payout* apenas alcanzaba el 40%. Por el contrario, los bancos destinaban una proporción superior de sus beneficios netos al pago en divi-

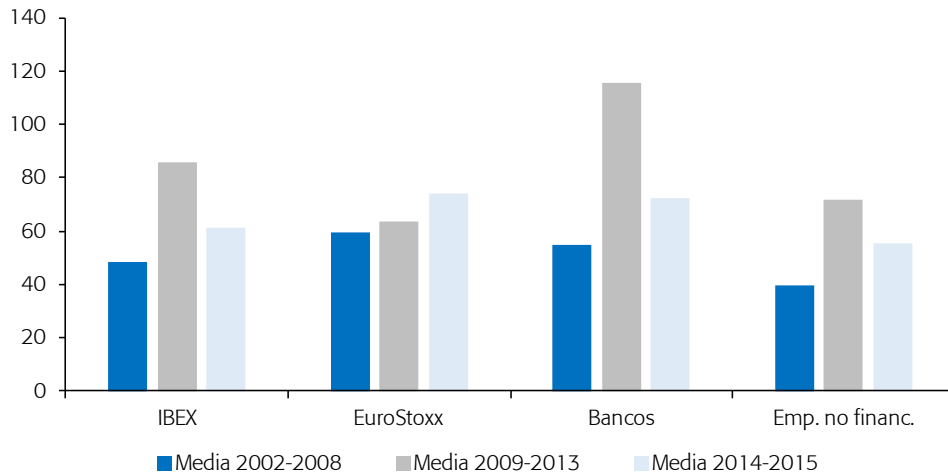
das compañías cotizadas tuvieron que hacer un esfuerzo superior por mantener su remuneración vía dividendo.

En el caso del EuroStoxx, el *payout* ascendió al 65%, unos 20 puntos porcentuales menos que el IBEX. El motivo por el cual el IBEX tuvo que hacer más esfuerzo fue doble. Por un lado, la crisis azotó más fuerte a España, por lo que los beneficios netos se contrajeron más que en otros países. Segundo, porque el IBEX es un índice muy bancarizado y este sector fue particularmente penalizado.

Gráfico 3

Payout

(dividendos sobre beneficio neto; en porcentaje)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

dendo, con un *payout* en cotas próximas al 55% (veáse el gráfico 3).

La situación cambia radicalmente durante el periodo 2009-2013, particularmente para el sector bancario. De máximo a mínimo, los mayores bancos españoles cotizados perdieron cerca del 50% de su capitalización bursátil, unos 100.000 millones de euros. Sus beneficios netos cayeron también en una proporción similar.

Tanto el EuroStoxx, como el IBEX y dentro de este, bancos y sociedades no financieras, elevaron el *payout*. En un contexto de caída del beneficio, fuerte desaceleración cíclica y aversión al riesgo,

El *payout* de los bancos durante esos años llegó a superar el 100%. Es decir, destinaban al pago de dividendos una cantidad superior al beneficio neto generado ese ejercicio, algo que no sorprende, dado que hubo varios años de pérdidas para el sector.

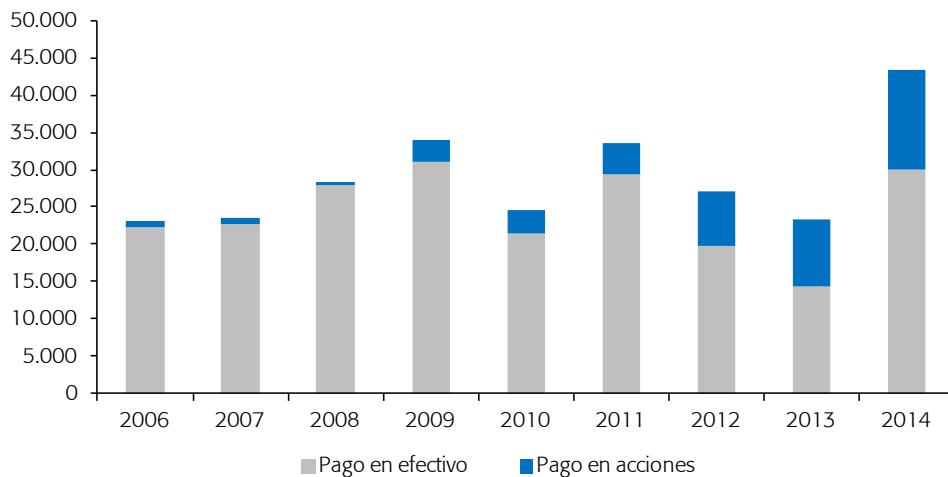
El dividendo en acciones de la banca

Además de destinar al pago en dividendos un importe superior al beneficio neto obtenido, las empresas españolas y muy especialmente los bancos, instauraron otra innovación que previa-

Gráfico 4

Retribución al accionista en la Bolsa española

(Pago en efectivo y acciones en millones de euros)*



Nota: *Los pagos en acciones incluyen *scrip dividend* y devolución de prima.

Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

mente apenas existía, como es el del pago del dividendo en acciones, lo que también se conoce como *scrip dividend*.

El scrip dividend se ha instaurado como una forma habitual de pago de dividendo, alcanzando su punto álgido en 2014.

Aunque dicha modalidad de pago no es nueva, es a partir de 2009 cuando comienza a utilizarse con una cierta profusión, y es sin duda en 2014 cuando registra su punto álgido (gráfico 4). El pago de dividendos en acciones ascendió a 13.000 millones en 2014, lo que supuso un 30% del dividendo total repartido por las empresas españolas cotizadas. Sería de hasta el 50% excluyendo el dividendo especial de Endesa.

Una docena de compañías llevó a cabo pago de dividendo en acciones durante 2014. De ellas, los bancos fueron los que abrazaron dicha fórmula con mayor intensidad. De los 13.000 millones pagados en acciones por compañías españolas cotizadas, 9.000 fueron satisfechos por bancos.

En el caso de los bancos, el dividendo en acciones ha dominado abrumadoramente sobre el dividendo en efectivo durante los dos últimos años (gráfico 5).

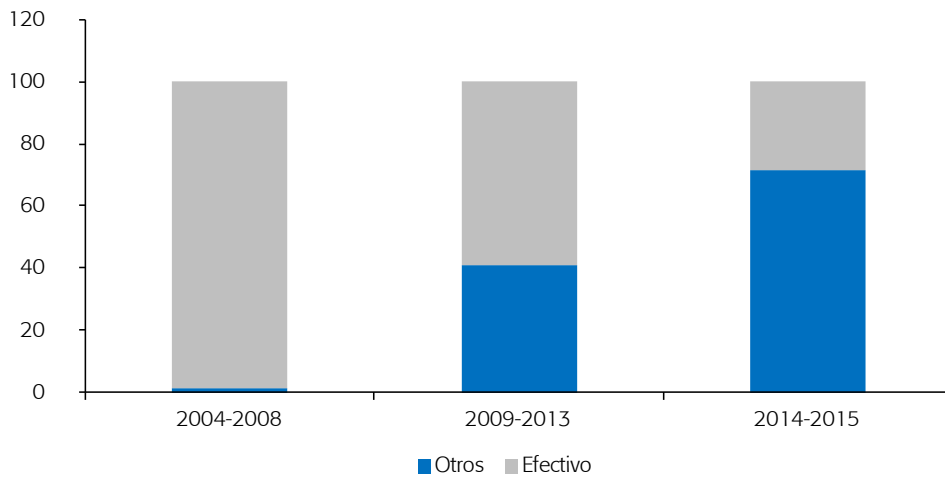
En un contexto de reducción de balances, caída de los beneficios, aversión al riesgo y necesidades de recapitalización, los bancos españoles optaron por pagar dividendos en forma de acciones. Lo anterior permitía: mantener un *dividend yield* elevado y, al mismo tiempo, ampliar su base de capital; todo lo contrario de lo que hubiera sucedido si el reparto hubiera sido en metálico.

Por otro lado, dicha fórmula se ha visto favorecida por la recomendación del Banco de España para que las entidades bancarias limitaran la retribución a sus accionistas: el pago en efectivo en concepto de dividendos no deberían superar el 25% del beneficio obtenido en el ejercicio. El esfuerzo para sanear sus balances y fortalecer su estructura de capital ha contribuido a que, a nivel agregado, las entidades bancarias cotizadas hayan recuperado el valor de mercado que tenían antes de la crisis, no en precio pero sí en capitalización, así como también han ganado en liquidez.

Gráfico 5

Forma de pago del dividendo satisfecho por bancos del IBEX

(porcentaje sobre el total)



Nota: Los pagos en acciones incluyen *scrip dividend* y devolución de prima.

Fuentes: Afi, a partir de CNMV, entidades y Bloomberg.

Conclusiones

Sin menoscabar la importancia que el dividendo en acciones ha tenido en los bancos españoles en los últimos años, creemos que su generalización como forma de retribución tiene un cierto componente extraordinario, que poco a poco debería dar lugar a una normalización del dividendo en efectivo como principal forma de retribución. De hecho, varios de los principales bancos españoles cotizados ya han anunciado recientemente su intención de abandonar el dividendo en acciones, y restaurar el dividendo efectivo como principal forma de retribución.

El dividendo en acciones pudo ser un vehículo muy efectivo en momentos de incertidumbre en los mercados, que permitió a los bancos cumplir un doble objetivo. Por un lado, alimentar en los accionistas la “ilusión” de una retribución muy elevada, en gran medida inmune al descenso de

los beneficios, y por otro, reforzar el capital de los bancos, al hilo de las acciones entregadas en concepto de dividendos. Ello, en esencia, constituía una ampliación de capital encubierta, lo cual podía tener sentido en un periodo en el que los mercados no estaban preparados para aceptar importantes ampliaciones de capital, sin haber terminado de digerir la mayor crisis financiera y bursátil en mucho tiempo.

Pero una vez que las condiciones de mercado se ha normalizado, creemos que esas ampliaciones de capital encubiertas deberían dar paso a una política mucho más transparente de gestión del capital. En ella los dividendos deben ser pagados en efectivo, y en paralelo, si un banco tiene necesidades de reforzar su capital, plantear abiertamente una ampliación de capital a la que libremente decidan ir los accionistas que lo deseen, pero desvinculando una decisión (reparto de dividendos) de la otra (ampliación de capital).