



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

**EL REPARTO DE DIVIDENDOS HOY: LA
CATERING THEORY Y SUS
IMPLICACIONES**

Autor: Mercedes González del Campo
Director: Ignacio Magro

Madrid
Abril de 2014

Mercedes
González
Del Campo

**EL REPARTO DE DIVIDENDOS HOY: LA CATERING THEORY Y SUS
IMPLICACIONES**



Resumen

La política de dividendos, principal fuente con la que cuentan las empresas para la retribución de sus accionistas, depende de diferentes factores. La más novedosa corriente, que da lugar a la *Catering Theory*, defiende que es la demanda de los inversores la que determina el pago o no pago de los dividendos. Esta teoría defiende que los gerentes del capital atienden a los sentimientos de los inversores, por lo que sólo cuando éstos demandan dividendos, la empresa comienza a concederlos. Mediante el análisis de dos *Business Cases*, que permiten un acercamiento a la realidad ya que la relacionan con lo establecido en dicha teoría, se observa que los inversores tienen una gran fuerza y poder de decisión, y que constituyen uno de los factores claves que permiten establecer el pago o no pago de los dividendos por parte de las empresas. Por tanto, la *Catering Theory* se aprecia en la realidad que se da hoy en día. Son los sentimientos de los inversores los que determinan principalmente la política de dividendos de la empresa, si bien estos sentimientos se ponen en relación e interactúan con otros muchos factores, de entre los que destacan la situación económica y financiera en la que se encuentra la empresa.

Palabras clave: Catering Theory, política de dividendos, demanda de los inversores, sentimientos.

Abstract:

Dividend policy, primary source that companies have to pay to its shareholders, depends on different factors. The newest theory, the Catering Theory, argues that it is the demand of investors what determines the payment or the nonpayment of dividends. This theory argues that managers cater to investor sentiments, so only when investors demand dividends, the company began to grant them because manager give investors what they currently want. By analyzing two Business Cases, which allow an approach related to the provisions of this theory, it appears that investors constitute one of the key factors that determine the payment or non-payment by the companies. Therefore, Catering Theory in fact occurs today. Investor' sentiments are which mainly determine the dividend policy of the company although these feelings are brought into relationship and interact with many other factors, as the economic and financial situation in which the company is.

Key words: dividend policy, Catering Theory, investor' demand, sentiments.

Índice de gráficas

| | |
|---|----|
| Gráfica 1: Histórico de dividendos entregado por Telefónica a sus accionistas (periodo 10 años)..... | 26 |
| Gráfica 2: Histórico de dividendos entregado por Apple a sus accionistas (periodo 20 años)..... | 33 |
| Gráfica 3: Histórico de dividendos entregados por Apple a sus accionistas (periodo 3 años)..... | 35 |

Índice de contenidos

| | |
|---|----|
| 1. Introducción: | 7 |
| 2. Marco teórico | 10 |
| 2.1 Concepto: | 10 |
| 2.2 Factores a considerar | 10 |
| 2.3 La retribución al accionista | 11 |
| 2.4 El valor de mercado de las acciones | 12 |
| 3. Revisión de la literatura | 13 |
| 3.1 La Teoría Clásica del reparto de dividendos de Modigliani y Miller | 13 |
| 3.2 Lintner y Gordon: la relevancia de la política de dividendos | 14 |
| 3.3 El efecto impuestos y el efecto clientela: el estudio empírico de Black y Scholes | 15 |
| 3.4 Teoría de los dividendos residuales | 17 |
| 3.5 La asimetría de información y los costes de agencia | 17 |
| 3.6 Las teorías de las expectativas y del comportamiento | 19 |
| 4. Metodología: | 24 |
| 5. Caso Telefónica | 26 |
| 5.1 Histórico de dividendos: | 26 |
| 5.2 Análisis de las Cuentas Anuales | 27 |
| 5.3 Información sobre los dividendos | 30 |
| 5.4 Papel de los accionistas | 31 |
| 5.5 Resultados | 32 |
| 6. Caso Apple | 33 |
| 6.1 Histórico de dividendos: | 33 |
| 6.2 Análisis de las Cuentas Anuales | 36 |
| 6.3 Información sobre los dividendos | 37 |
| 6.4 Papel de los accionistas | 38 |
| 6.5 Resultados | 39 |
| 7. Conclusión | 41 |
| 8. Referencias | 43 |
| 9. Anexos | 47 |
| Anexo I | 47 |
| Anexo II | 49 |

1. Introducción:

El presente trabajo de investigación académica se centra en el análisis de las diferentes teorías que han sido enunciadas relativas a la política de dividendos que una empresa pueda implantar. Este análisis permitirá observar la evolución que ha sufrido el tema, la cual ha dado lugar al surgimiento de nuevas creencias como es el caso de la *Catering Theory*, cuya importancia y vigencia va a ser cuestionada.

Principalmente, son dos la formas que tiene el accionista de ganar rentabilidad a una inversión: mediante la obtención de dividendos o mediante obtención de ganancias de capital. La obtención de dividendos supone una compensación en efectivo por sus acciones y supone una retribución que realiza la empresa a sus accionistas, que se configura través de la política de dividendos.

A lo largo de los años, muchas han sido las hipótesis que han tratado de explicar los factores de los que depende el reparto de dividendos de una empresa. Así, tras la Tesis de la irrelevancia de los dividendos de Modigliani y Miller, basada en un mercado de capitales perfecto, otras nuevas teorías son las que han surgido como alternativas ante los mercados imperfectos.

En un mundo complejo como en el que nos encontramos, son muchas y distintas las variables que inciden en cualquier decisión. Así, el reparto de dividendos no está exento de esta afirmación.

La lógica nos dice que el pago dividendos a los accionistas debería ocurrir siempre que hubiera beneficios excedentes; sin embargo, no es esto lo que siempre sucede. Una adecuada política de dividendos sirve para crear valor, por lo que al accionista no le dará igual la decisión que a este respecto tome la empresa.

La relevancia que la política concreta adoptada por una empresa tiene se debe a motivos muy diversos. El que las expectativas de los accionistas estén en concordancia con la remuneración que éstos reciban es una decisión estratégica clave que permitirá a la dirección contar con un respaldo en la toma de decisiones: unos accionistas satisfechos estarán dispuestos a apoyar las medidas que los gestores de la empresa adopten.

Además, es muy importante que la política de dividendos seleccionada satisfaga no sólo a los posibles compradores de títulos sino que también sirva para transmitir confianza al mercado, que ofrezca una visión adecuada acerca de la forma en la que la compañía está siendo gestionada. Sin ánimo de exhaustividad, se puede decir que la importancia vital de éste tema se debe, entre otros motivos, al hecho de que si se da dinero al accionista y más tarde se necesita de dinero para realizar proyectos, será necesario tener acceso al mercado de capitales; al hecho de que el dividendo transmite información ya que genera un efecto de confianza; o al hecho de que el pago de dividendos genera un efecto disciplina en los agentes, ya que se tendrán que someter a un esfuerzo mayor para poder generar ingresos que permitan tal pago.

Hasta hace algunos años las teorías a las que se vinculaba el reparto de dividendos eran distintas a las que imperan hoy, por lo que es importante analizar y sacar conclusiones al respecto. Las primeras teorías sugerían que dicho reparto dependía de las ofertas que las empresas pagaderas realizaban; sin embargo, últimamente se observa que, a la hora de implantar una determinada política de dividendos, lo que importa no es la oferta sino la demanda que los inversionistas realizan sobre el reparto o pago. Así, se observa en los más recientes estudios, que lo que se tiene en cuenta a la hora de retribuir a los proveedores de capital es la demanda que dichos proveedores hacen: esto es lo que se conoce como la *Catering Theory*, basada en el *Behavioral Finance*.

Este cambio, así como los motivos que lo han originado y las variables que en ello han influido, será en lo que se centre este trabajo. Con este escrito se tratará de determinar si la teoría planteada, la *Catering Theory*, tiene impacto en la actualidad, así como las implicaciones que dicha teoría suponen.

Debido a que muchos son los autores que han hablado del tema y a que muchas son las teorías planteadas en un tema tan amplio que puede verse afectado por muchas variables, el principal objetivo de este trabajo es recoger y explicar las principales proposiciones y autores para poder así entender los

factores de los que depende la política de dividendos de una empresa en la actualidad.

El valor de este trabajo radica en examinar cuál de las muchas teorías hoy vigentes es la que más se acerca a la realidad, la que se da actualmente, así como las implicaciones de la misma. Para ello habrá que profundizar en lo escrito hasta ahora y realizar un estudio mediante dos *Business Cases* que muestren qué se da en el contexto actual. Esto último permitirá complementar lo recogido en el examen previo y extraer conclusiones.

El estudio realizado se divide en seis partes. La primera de ellas se destina a enmarcar el tema de los dividendos, ya que el presente trabajo versa sobre la política que al respecto se pueda tomar. Posteriormente, se justifica la aparición de la teoría enunciada en el título del presente trabajo, a lo cual se llega mediante una revisión de la literatura anterior, centrada en las teorías de mayor repercusión e importancia hasta llegar a la última escuchada: La *Catering Theory*. Tras ello, mediante la exposición de dos *Business Cases* en los que se muestre la influencia que ejerce hoy el inversor en la decisión de la política de dividendos de una empresa, se extraerán conclusiones. Para ello se comenzará explicando la metodología empleada, se continuará con la exposición de los *Business Cases* y se consumará con una serie de conclusiones al respecto. Con estas conclusiones, se va defender que es lo que incide hoy en la toma de decisión a la hora de determinar la política de dividendos: si es el poder del inversor como nos adelanta la *Catering Theory*, o si es otra variable la que determina la decisión.

2. Marco teórico

2.1 Concepto:

Antes de adentrarse en la materia, es importante explicar el origen del nombre de la teoría en la que se basa este escrito. Para ello analizaremos el significado que tiene *Catering* para saber qué es lo que la *Catering Theory* quiere decir.

Catering, del inglés, significa "atender a". Debido a que estamos ante una teoría que explica el origen del pago de dividendos en función de las demandas que los inversores hacen sobre los mismos, el nombre parece adecuado al recoger el hecho de que se atiende a las demandas que los inversores o proveedores de capital hacen a los gestores del mismo.

El nombre se adecúa a lo anteriormente explicado y parece óptimo ya que recoge lo que la teoría trata de explicar: la relación entre el pago de dividendos y el papel del accionista.

2.2 Factores a considerar

Al igual que no todas las empresas son iguales, no todas se encuentran en una misma situación. En consecuencia, la determinación de una determinada política puede depender de las circunstancias concretas en las que dicha empresa se encuentre más que de lo que una teoría global enuncie.

Así, hay que tener en cuenta una serie de factores, que incidirán a la hora de establecer la política de dividendos óptima para una determinada compañía. Dentro de estos factores, cabe destacar:

- El tipo de inversores que tiene la empresa. Las preferencias para un especulador son distintas de las preferencias para un no especulador. Así, un inversor no especulador optará por una empresa con una política de dividendos visiblemente definida, concediendo menos importancia en su decisión a la potencial plusvalía que realice en el momento en que venda sus acciones; lo contrario de lo que preocupará al inversor especulador.
- Las restricciones aplicadas. Aparecen tanto en el ámbito legal, pudiendo llegar a limitar la distribución de dividendos, como en otros ámbitos como es

el contable, en el que se puede establecer que la empresa necesitará de una determinada liquidez para poder hacer frente al pago de dividendos.

- El sector de actividad y la fase en la que se encuentre la empresa. Cada sector cumple unas características y comportamientos diferentes en función de la fase que ocupe dentro del ciclo económico. Es necesario conocer las necesidades de liquidez precisas para el desarrollo de la compañía, ya que no serán las mismas en una fase de expansión y que en una fase madurez.
- Las políticas anteriores. Una empresa, antes de realizar un cambio en la política que haya venido realizando, ha de analizar diligentemente las implicaciones que cualquier cambio pueda originar, pues el coste de un cambio brusco puede ser fatal.
- La fiscalidad actual. Un cambio en la fiscalidad de los dividendos o en la fiscalidad de las ganancias de capital puede originar un cambio en la política de dividendos óptima.
- La liquidez que la compañía genera y la facilidad que ésta tiene para acceder al mercado de capitales. Como ya se enunció en la introducción, el pago de dividendos depende tanto de uno como de otro factor, ya que ambas son fuentes de financiación.

2.3 La retribución al accionista

Cuando una empresa obtiene beneficios, son dos las posibilidades principales que se le plantean:

- Sacar el beneficio al exterior y destinar ese dinero a la retribución de sus accionistas, distribuyéndolo entre los mismos.
- Quedarse el beneficio y destinarlo a la autofinanciación de la empresa.

Aunque el presente trabajo versa sobre el reparto de dividendos, es importante señalar que hoy en día son muchas las formas que tiene una empresa de retribuir a sus accionistas cuando decide destinar el beneficio obtenido a tal fin.

Así, el dividendo constituye una de las formas de pago efectivo, constituyendo el medio de retribución más importante por el volumen de pagos que se efectúan de este modo en la actualidad. Sin embargo, es importante señalar que el aumento del precio de la acción, la recompra de acciones y la entrega

de acciones liberadas o la reducción del nominal, así como las restantes formas de pago efectivo o en especie, constituyen formas de remunerar al accionista.

La política de dividendos se enmarca dentro de las diferentes maneras con las que la empresa cuenta para retribuir a sus accionistas y no es difícil encontrar razones por las que dicha política se prefiera frente a otra o frente a una actuación diferente por parte de la empresa.

Además, el pago de dividendos queda justificado en algunos casos. Así, cuando las oportunidades de inversión que tenga la empresa tengan una tasa de rendimiento inferior a la rentabilidad que podrían conseguir los accionistas en otra inversión, el dinero deberá ser puesto en manos del accionista. Además, cuando una alteración en la política de pago que tiene la empresa repercute en daño para el accionista de la misma, no es conveniente realizar dicho cambio, pues el accionista, al ser el proveedor de fondos de la empresa, ha de quedar protegido.

2.4 El valor de mercado de las acciones

Aunque no hay consenso, numerosos estudios empíricos demuestran la relación que existe entre el precio de unas acciones y la cantidad pagada en forma de dividendos a sus accionistas. Es importante, antes de comenzar a hablar sobre el tema, entender la relación entre precio y dividendos, ya que permite observar la relevancia que la política de dividendos pueda tener para un inversor concreto y que hará, por tanto, que demande o no el pago de los mismos.

Hoy en día, muchas empresas calculan el importe del pago de dividendos en función de las expectativas que los accionistas tienen. Esto se debe a que el valor de mercado de las acciones se calcula a partir de los flujos de caja que espera obtener el accionista, es decir, de los dividendos. Para este cálculo no se requiere un pago actual ya que vale la simple expectativa de recibir ese dinero en forma de dividendo.

3. Revisión de la literatura

3.1 La Teoría Clásica del reparto de dividendos de Modigliani y Miller

La postura tradicional, anterior a Modigliani y Miller, defendía que casi siempre los accionistas preferirían recibir dividendos a cualquier otra política que retuviera los beneficios, pues, *ceteris paribus*, una política generosa aumentaría la riqueza de los accionistas.

Modigliani y Miller¹, apoyándose en una serie de simplificaciones, demostraron que la política de dividendos de una empresa es irrelevante: todas las posibles son equivalentes. En consecuencia, para estos autores, ninguna de las políticas adoptadas influye en la riqueza de los accionistas ya que ésta es independiente de lo que la empresa decida acometer.

Esta teoría fue enunciada asumiendo un mercado de capitales perfectos con inversores racionales. Así, un mercado de capitales perfectos sería aquel en el que se dieran una serie de hipótesis, que serían las simplificaciones anteriormente citadas. Estas son:

- la información está disponible igualmente para todos
- no hay impuestos
- no hay costes de transacción
- no existen costes de agencias ni contratación
- todos los participantes son precio aceptantes, no hay poder de influir.

Cuando se cumplen estos supuestos, un incremento del dividendo supone una reducción igual en el precio por acción. En consecuencia, la riqueza del accionista no se ve afectada por un cambio en la política de dividendos, por lo que el valor de la empresa únicamente depende de su política de inversiones, así como de la rentabilidad que las inversiones realizadas generen, no quedando el valor determinado por la política de dividendos.

Es, por tanto, la capacidad de generar beneficios y el riesgo de los mismos, lo que determina el valor de la compañía, que no depende del volumen de

¹ Miller, M.H., y Modigliani, F., (1961): "Dividend policy, growth and the valuation of shares", *The Journal of Finance*, Vol. 34, Pp. 411-433.

beneficios distribuidos (política de dividendos) sino de la rentabilidad de las inversiones que ésta realice.

Ni todos los accionistas ni todos los directivos aceptan esta teoría enunciada por Modigliani y Miller, pues muchos creen que una gestión adecuada puede dar lugar a un cambio positivo en la riqueza o a una no reducción del precio de las acciones en igual cantidad que el dividendo incremental pagado a pesar de estar bajo un mercado de capitales perfectos.

Cuando no se cumplen los presupuestos del mercado de capitales perfectos, como habitualmente sucede en el mundo real, se replantea la vigencia de la teoría de la irrelevancia de la política de dividendos. Por ello, la teoría enunciada por estos autores supone un marco que sirve de referencia desde el que partir cuando no se da alguna de las hipótesis que describen el mercado de capitales perfectos.

Por lo tanto, la política de dividendos es relevante, puede afectar a la riqueza de los accionistas, si bien las recomendaciones que se puedan hacer a los directivos a la hora de desarrollar tales políticas serán distintas dependiendo de cuales sean las causas de las imperfecciones del mercado de capitales perfecto enunciado por Modigliani y Miller.

3.2 Lintner y Gordon: la relevancia de la política de dividendos

Lintner² fue de los primeros en analizar la información que los dividendos contienen, declarando que los gerentes del capital sólo aumentarían los dividendos en caso de que se esperara un aumento permanente en los resultados futuros de la empresa, pues defendía que la política de dividendos depende sólo de los beneficios presentes y pasados.

Tanto para Lintner como para Gordon³ la tasa de rendimiento que los inversores demandarán por sus acciones irá en aumento cuando se reduzca la

² Lintner, J. (1956): "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review*, nº46, Mayo, Pp. 97-113.

³ Gordon, M. (1959): "Dividends, Earnings and Stock Prices", *Review of Economics and Statistics*, nº 41, Mayo, Pp. 99-105.

tasa de reparto de beneficios ya que los dividendos suponen un medio de pago más seguro de lo que lo son las ganancias de capital.

Gordon relaciona dividendos menores con inversiones de mayor riesgo por la mayor incertidumbre que estas generan. Sin embargo, para Modigliani y Miller esto implicaría que la gran parte de los accionistas reinvertiría el dinero recibido en forma de dividendos en la empresa pagadera o en una similar, ya que el riesgo de una empresa está en su política de inversiones, no en su política de dividendos.

Para Lintner y Gordon, los inversores demandarán una mayor rentabilidad en aquellos momentos en los que se reduzca el reparto de beneficio. En consecuencia, defienden teoría de que la que la política de dividendos no es irrelevante.

3.3 El efecto impuestos y el efecto clientela: el estudio empírico de Black y Scholes

Uno de los presupuestos básicos en los que se apoya la Teoría Clásica de Modigliani y Miller recoge que no haya impuestos para que se de un mercado perfecto de capitales.

Así, cuando no hay impuestos al accionista le es igual recibir dividendos que no percibirlos y que dicho dinero se destine a una ampliación de capital. Un accionista sólo en el caso de que requiera de liquidez, se quedaría con el dinero recibido en forma de dividendos, en caso contrario lo reinvertirá. Esto se debe al hecho que tal dinero no será gravado en ninguno de los casos, por lo que sólo si lo necesitara querrá percibirlo, en caso contrario le dará igual recibirlo o no recibirlo y que se destine a una ampliación de capital.

Sin embargo, cuando la política fiscal no es neutra, es decir, cuando los dividendos y las ganancias de capital tributan de manera distinta, uno de los supuestos que Modigliani y Miller proponía no se cumple y el inversor estará interesado, como es lógico, en percibir aquello por lo que tenga que pagar una menor tributación. Cuando esto ocurre, nos encontramos con el llamado efecto clientela. Este “efecto” implica que los inversores, en un mercado eficiente, son capaces de crear su propia política de dividendos en función de sus

necesidades de liquidez mediante la venta o recompra de acciones; de esta forma, cada empresa cuenta con sus propios inversores tipo. Así, quienes prefieran mayores dividendos líquidos invertirán en empresas que se los suministren, mientras que quienes prefieran lo contrario invertirán en un tipo distinto de empresa, produciéndose, por así decirlo, una segmentación de clientes.

Black y Scholes⁴, mediante un estudio empírico, desarrollaron una teoría en contra de estos dos efectos. Así, mediante un estudio, apoyaron el hecho de que la política de dividendos de una empresa es irrelevante cuando hay costes, sean estos costes derivados de transacciones o sean costes derivados de impuestos. Para defender esta idea, se basaron en que el pago de dividendos se debe a que los inversores han de recibir alguna ventaja que equilibre el pago que los impuestos implícitos en los dividendos supone. Por este motivo, los inversores se segmentan en función de las preferencias que tengan sobre el volumen de dividendos que desean recibir y no en función de los costes que suponen los impuestos o las transacciones.

Con este estudio, Black y Scholes alcanzaron la conclusión de que mediante una alteración en la política de dividendos, una empresa no puede influir en los precios de las acciones, por lo que esta teoría es un apoyo a la tesis propuesta por Modigliani y Miller.

Los inversores, en consecuencia, adaptarán su demanda a la política ofrecida por la empresa, creando así un equilibrio.

Además del citado estudio, de reconocida importancia, son muchos los estudios empíricos que tratan el tema y que demuestran el comportamiento racional del inversor, que diferirá del de otros según sus preferencias. Así, encontramos estudios como *Dividend Clienteles Around the World: Evidence from Institutional Holdings* o *A theory of dividend based on Tax clienteles*, en los que queda demostrado que el efecto clientela es la razón principal del pago de los dividendos ya que los inversores institucionales lo demandan.

⁴ Black, F., y Scholes, M. (1974): "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Prices and Returns", *Journal of Financial Economics*, nº1. Mayo, Pp. 1-22.

En consecuencia, aunque con la política de dividendos no se altere el precio de las acciones, lo que se consigue es unos clientes o accionistas cuyas preferencias, en cuanto a volumen de dividendos, se correspondan con lo que oferta la empresa. El efecto clientela implica una adecuación entre accionistas y empresas pagaderas: los accionistas invertirán en función a lo que la empresa les ofrezca.

3.4 Teoría de los dividendos residuales

Esta teoría se basa en el hecho de que cuando existen costes de emisión en las acciones, a una empresa le interesará más retener beneficios que tratar de recabar dinero vía emisión de acciones. En consecuencia, el pago de dividendos sólo se llevará a cabo en el caso de que los beneficios no se usen para invertir o, lo que es lo mismo, cuando haya “beneficios residuales” que no se requieran para financiar proyectos que la compañía quiera realizar.

Esta teoría, que recibe el nombre de Teoría de los Dividendos Residuales, no incide directamente en el valor de mercado de las acciones, pero sirve como explicación de la política de dividendos adoptada por una empresa que soporta altos costes de emisión de acciones. En esta teoría se trata a la política de dividendos como si de una decisión de financiación se tratara, variando el pago de dividendos en función de las oportunidades de inversión con las que se encuentre la empresa.

La teoría de los dividendos residuales al considerar que la política de dividendos no genera valor en la empresa, conecta con lo que Modigliani y Miller defendieron, pues el efecto que sobre la riqueza de los accionistas puedan crear los dividendos queda compensado con otras formas de financiación.

3.5 La asimetría de información y los costes de agencia

En primer lugar, es importante tener en cuenta que toda alteración en la política de dividendos supone una fuente de información al mercado, por ello, tienden a ser estables. Así, un incremento sobre la cantidad de dividendos esperada suele ser descifrado como una buena nueva mientras que una rebaja sobre lo mismo suele indicar malas noticias.

En un mercado eficiente, el precio de las acciones refleja la información que rodea a las mismas, sin embargo, los dividendos tienen un papel de señal debido a la asimetría de información que existe entre los accionistas y gestores de su capital. Esta asimetría se debe a la mayor información con la que cuenta el directivo, el cual conoce el verdadero valor de las acciones.

Aunque el dividendo no altera el precio, sí lo hace la información nueva generadora de expectativas de beneficio que hace que si luego se paga tal dividendo, el precio vuelva a caer. Esto se debe a que el mercado interpreta que los dividendos se deben mantener cuando la empresa va bien, como anteriormente quedó reflejado.

En segundo lugar, hay que considerar que el principal objetivo de un directivo ha de ser el de maximizar el valor de la empresa para la que trabaja. Cuando los gestores se separan de este objetivo, el precio de mercado de las acciones puede verse afectado. El coste de agencia recoge ese coste que supone controlar a los directivos para que no se aparten de su objetivo transcendental, la maximización de valor, lo cual se produce habitualmente cuando el equipo de gestores no posee la totalidad de acciones de la empresa.

Miller y Scholes⁵ realizaron un estudio empírico al respecto para lo cual partieron de uno anterior realizado por Litzenberger y Ramaswamy. Así, Miller y Scholes se basaron en la teoría de las expectativas racionales para llegar a la conclusión de que los cambios en el precio de las acciones se deben a la asimetría de información existente entre gestores y accionistas, y no al diferente tratamiento fiscal, como defendían los autores sobre los que se apoyaron para realizar su análisis.

En consecuencia, aunque la asimetría de información hace que el precio de las acciones varíe esto no influye en los dividendos. Con el estudio de Miller y Scholes, se reafirma la irrelevancia de la política de dividendos: la riqueza del accionista es independiente a lo que dicha política implique.

⁵ Miller, M., Scholes, M., (1983): "Dividends and taxes: Some Empirical Evidence", *Journal of Political Economy*, nº90, Pp.1118-1141.

3.6 Las teorías de las expectativas y del comportamiento

La teoría de las expectativas, basada en lo que se espera que suceda, incide en el precio de las acciones debido a que éste se ve modificado cuando un anuncio no coincide con lo esperado, es decir, cuando se espera que ocurra una cosa y, finalmente, sucede otra. Esto se debe a que el mercado otorga una mayor relevancia a lo que se espera que suceda que a lo que está sucediendo en la actualidad, lo que hace que si eso esperado no llega a suceder, el mercado penalice las acciones con una bajada en su cotización.

Tanto los accionistas como el mercado esperan que sus expectativas, basadas en estimaciones y análisis, se cumplan, lo que hace que en caso contrario el precio de las acciones se vea afectado.

Hoy en día muchas son las circunstancias que, razonablemente, pueden hacer que el pago de dividendos desaparezca o que su volumen decrezca. Ejemplos de estas circunstancias las encontramos en el estudio realizado por Fama y French⁶, primeros en documentar el fenómeno conocido como los *disappearing dividends*. Este fenómeno surge tras la observación de que entre 1978 y 1999 el reparto de dividendos en dinero había caído significativamente y del hecho de que, incluso después de controlar características de las empresas tales como el tamaño, las oportunidades de crecimiento o la rentabilidad del negocio, la propensión de pago de dividendos aún continuaba bajando.

Aunque muchas fueron las dilucidaciones que trataron de explicar el fenómeno de los *disappearing dividends*, habiendo quedando excluido el cambio en el entorno empresarial, los autores concluyeron que el reparto de dividendos no depende sólo de las características de la empresa. Así, el hecho de que estamos ante un entorno globalizado hace que aumente la competición en el mundo empresarial y, con ello, la sostenibilidad de las futuras ganancias de una empresa, lo cual acaba afectando al reparto de dividendos que una empresa pueda ofrecer. Por tanto, las importaciones en un país son capaces de incidir en el pago de dividendos de las empresas de dicho lugar, porque

⁶ Fama, Eugene F., y Kenneth R. French (1998): "Taxes, financing decisions, and firm value", *The Journal of Finance*, Vol. 53, Pp. 819-843.

implican una bajada de la rentabilidad de las empresas que operan en esa zona por el aumento de la competencia.

Por otro lado, la teoría del comportamiento aparece como una explicación alternativa a la constancia de los dividendos. Todo lo enunciado hasta ahora explica el pago de dividendos a pesar y en función de una serie de hechos que deberían suponer, en muchos casos, impedimentos al pago efectivo de los dividendos o un descenso de la proporción de los mismos. Sin embargo, en el mundo actual el pago en forma de dividendos es una realidad. Por ello, ha surgido recientemente una teoría que trata de explicar el pago de dividendos desde una óptica diferente: esta es la *Catering Theory*.

Baker y Wurgler⁷, enunciadores de la teoría, afirman que las empresas pagan dividendos porque sus accionistas lo demandan. Además, estos autores defienden que el inversor no es racional completamente, siendo el dividendo el reflejo de ello, y que los dividendos suponen un dispositivo costoso que permite dar una señal fidedigna de los beneficios de la empresa a sus accionistas. Como se puede observar, estos autores guardan en su teoría relación con el ya citado “efecto clientela” y con las expectativas de los inversores, pues quien presiona a la empresa es el accionista, que con sus deseos, hace que la empresa adopte su oferta a lo demandado en un momento concreto. Aunque esta teoría tiene cierta proximidad con el “efecto clientela”, se distingue de la misma en el hecho de que, antes de la *Catering Theory*, los dividendos nunca habían sido explorados desde los sentimientos de los inversores y en que esta teoría se centra más en el nivel global de dividendos como resultado de analizar la demanda que tienen las acciones que pagan efectivamente dividendos.

Baker y Wurgler propusieron y demostraron que el pago de dividendos depende de la demanda que los inversores hagan a los pagadores de los mismos. Así, cuando la demanda es alta y no se han venido pagando dividendos, se procede a su pago, mientras que cuando los inversores

⁷ Baker, M. y Wurgler J. (2004): “A catering Theory of Dividends”, *The Journal of Finance*, Vol. 59, Núm. 3, Pp. 1125-1165.

prefieren empresas no pagaderas, éstas no pagan dividendos ya que no hay demanda de los mismos o que ésta es baja.

Aquí hay que tener en cuenta que explicaciones basadas en características de la empresa que varían en el tiempo, como es el entorno empresarial, no han de tenerse en cuenta para los resultados (como Farma y French ya anticiparon al enunciar su teoría).

Para realizar su estudio, los autores partieron de que el hecho de que la demanda de dividendos por parte de los inversores puede deberse principalmente a dos fuentes: o al efecto clientela o a los sentimientos del inversor. Rechazando la primera de éstas tras su análisis, demostraron que el dividendo está relacionado con el sentimiento del inversor, añadiendo así con su estudio la *behavioral corporate finance* a la política de dividendos.

La esencia de la *Catering Theory* está en que los gestores dan a los inversores lo que ellos quieren actualmente, así inician el pago de dividendos cuando los inversores ponen un precio alto de mercado a aquellas acciones con dividendo y omiten el pago cuando los inversores prefieren empresas no pagaderas de dividendos. Para ello, Baker y Wurgler analizaron las diferencias de precio en el mercado de acciones de empresas pagaderas de dividendos y de no pagaderas de dividendos, lo que les permitió sacar conclusiones acerca del pago o no pago, no sobre cuánto se ha de pagar. Es decir, con su teoría consiguieron probar de qué depende el pago de dividendos por parte de la empresa, no cuánto se ha de pagar o cuanto dinero se ha de destinar a la política de dividendos. Una vez que los pagos en forma de dividendos son iniciados, el incremento o descenso del pago ha de depender del nivel de rentabilidad que la empresa tenga, no de la evaluación que sobre los mismos puedan hacer los inversores.

Tras la aparición de esta teoría, muchos autores han escrito sobre la misma. Así, cabe destacar el documento de trabajo *Dividends: New evidence on the catering theory*, el cual concluyó que en los países de la eurozona se da la *Catering Theory*, aunque sólo en empresas con alto volumen de activos líquidos, con oportunidades de inversión valorables y con altos niveles de *free*

cash flow. Con este documento de trabajo se obtiene un soporte empírico más que apoya la existencia de un componente psicológico en la decisión de pago, como se propone en la *Catering Theory*. Por tanto, constituye una fuente más que apoya el hecho de que las políticas de dividendos de las compañías están dirigidas por los sentimientos de los inversores, ya que los gerentes atienden a las preferencias de estos.

En consecuencia, lo que realmente importa son los sentimientos del inversor acerca del pago de los dividendos. Cuando éstos son positivos, la empresa ha de pagar y cuando éstos son negativos al pago, la empresa ha de no pagar. Por lo tanto, la *Catering Theory* se relaciona con la *Behavioral Finance*, lo que hace que lo importante para las empresas sea saber qué quiere la gente, o más concretamente, los accionistas, para actuar conforme a ello.

La principal implicación que esta teoría supone es que los inversores tienen un papel tan importante y un poder de presión tal, que son capaces de incidir en la política que la empresa ha de adoptar.

Normalmente, las empresas deciden su política atendiendo a una serie de factores que les rodean como son los financieros y económicos. Sin embargo, lo que esta teoría propone, al establecer que la demanda de los accionistas es el factor determinante, es que la empresa decida su política atendiendo principalmente a lo que se quiera que ella haga, no atendiendo a sus necesidades ni circunstancias. Precisamente, la esencia de la *Catering Theory* está en que los gerentes den a los inversores aquello que los inversores deseen, que en términos de dividendo significa que inicien el pago de los mismos cuando prefieran empresas pagaderas y omitan el pago cuando los inversores prefieran empresas no pagaderas.

Realmente, como los propios Baker y Wurgler señalan en su artículo, la *Catering Theory* es un bloque en construcción dentro de la teoría descriptiva general de la política de dividendos. Pero lo cierto es que con su teoría, sugieren que un cambio en la política de dividendos se ha de corresponder con un cambio en la demanda de dividendos por parte de los inversores, ya que dicho cambio se ha de basar en los sentimientos del inversor.

Baker y Wurgler, así, mediante su estudio, proporcionan una prueba empírica de que el cambio en el número de empresas que paga dividendos se debe a lo que llaman *catering incentives* o, lo que es lo mismo, una medida de los deseos del mercado. Basándose en su descubrimiento, los autores revelan un modelo de comportamiento de acuerdo con el cual el mayor precio de cotización de las empresas pagaderas de dividendos es el que explica la decisión de pago o no pago.

Por lo tanto, la *Catering Theory* implica que las características de las empresas que pagan dividendos no pueden ser analizadas sin tener en cuenta ciertos componentes psicológicos. Esto se debe a que hay componentes psicológicos que constituyen una parte importante de la decisión de pagar dividendos, debido a que las empresas desean satisfacer las expectativas de sus inversores.

4. Metodología:

El objetivo del trabajo es comprobar si lo que incide hoy en el reparto de dividendos es la *Catering Theory*, o si la determinación de la política de dividendos se vincula a otra teoría o variables. Para llegar a la conclusión de que la teoría que hoy domina es la *Catering Theory* se ha realizado de un estudio previo de las diferentes teorías que han dominado en la materia.

Para conseguir el objetivo de observar qué factores, o teoría, influyen en la política de dividendos de una empresa se han tomado dos consideradas como representativas y han sido estudiadas, desarrollando con ello dos *Business Cases* lo suficientemente importantes como para sacar ideas al respecto y poder extrapolarlas. Las empresas seleccionadas para esta tarea han sido Telefónica y Apple, pues ambas tienen un reparto de dividendos muy característico, permitiendo así ser objeto de análisis.

Para realizar el estudio se ha partido de la información de los últimos cuatro años contenida en las Cuentas Anuales de ambas compañías, haciendo especial hincapié en el Balance y la cuenta de Pérdidas y Ganancias, así como de la información que sobre ambas compañías se presenta en sus respectivas páginas web hasta el día 15 de Marzo de 2014.

El período considerado para analizar los estados financieros es de cuatro años ya que es un horizonte temporal que permitirá obtener conclusiones a cerca de las últimas tendencias y comportamientos, no siendo demasiado amplio como para dar lugar a confusiones y no siendo demasiado corto como para que permita observar cierta trayectoria pasada. La información recogida ha sido completada con noticias y artículos publicados en diferentes periódicos y páginas web, relativos al comportamiento y cotización de dichas empresas, que hasta la fecha anteriormente citada, han sido publicadas.

Además de lo anterior, a través del cuadro histórico de remuneración que Telefónica presenta en su página web, ha sido creado un gráfico en Excel a modo de resumen en el que aparecen las cantidades entregada en forma de dividendo por la compañía en los últimos años en forma de secuencia, lo que permitirá observar la evolución que la tendencia en el pago de dividendos ha

sufrido. Por su parte, de la información publicada en la web de Apple al respecto, se ha obtenido la información que ha permitido hacer lo mismo con esta empresa, para poder comparar con lo obtenido en el Caso Telefónica y para poder analizar lo que afecta a Apple como compañía. Mediante estos gráficos se puede observar la trayectoria que el pago de dividendos de ambas compañías ha seguido, por lo que constituyen una importante fuente de información.

Con la información anteriormente detallada, así como con otra información financiera que al respecto se encuentra publicada, se ha procedido a la creación de dos *Business Cases*, con los que se muestra el valor que añade el trabajo ya que permiten aplicar la teoría que da título al mismo a dos empresas bien conocidas por todos.

Mediante estos casos se puede observar la realidad, por lo que servirán de base para el desarrollo del apartado Conclusiones. De este modo, el trabajo no es sólo un desarrollo teórico sino que trata de observar que es lo que ocurre en la realidad mediante el análisis de la situación de dos grandes empresas.

5. Caso Telefónica

La empresa Telefónica, operadora líder a nivel mundial, es privada y cotiza tanto en el mercado continuo de las bolsas españolas como en las bolsas de Londres, Nueva York, Lima y Buenos Aires. Por tanto, mediante un análisis de la evolución que ha seguido su política de dividendos, podremos acercarnos un poco más a lo que se da hoy en el mundo empresarial, ya que es una empresa de gran tamaño y de reconocido prestigio.

5.1 Histórico de dividendos:

A partir de los dividendos entregados en los últimos años, se puede crear un histórico de dividendos que permita realizar un estudio sobre los mismos. Este histórico se resume en el gráfico que aparece a continuación:

Gráfica 1: Histórico de dividendos entregado por Telefónica a sus accionistas (periodo 10 años)



Fuente: elaboración propia

Telefónica, como se puede observar en el gráfico que refleja los pagos en forma de dividendo de los últimos diez años, ha seguido una política de pago constante. Es decir, ha venido remunerando a sus inversores a lo largo de los

años mediante el pago de dividendos, si bien se aprecian variaciones en la cantidad entregada.

Por tanto, basándonos en lo expuesto hasta ahora en el trabajo, se puede decir que tiene una cartera de inversores acostumbrada a recibir el pago en forma de dividendos por parte de la empresa. Como se ha dicho, siguiendo la *Catering Theory*, son los inversores los que hacen que una empresa pague o no pague dividendos, provocando, por tanto, los inversores de Telefónica que ésta les pague.

A pesar de venir la empresa retribuyendo a sus accionistas mediante la entrega de dividendos dos veces al año, el segundo pago correspondiente a 2012 y el primer pago correspondiente a 2013 quedaron cancelados, por lo que habrá que analizar a qué se debe tal anulación así como el a qué se debe su final recuperación, para ver qué variables han sido las que han influenciado la política de dividendos actual de Telefónica.

Para poder proceder a explicar las variables que han incidido en este comportamiento por parte de la empresa, vamos a comenzar con un análisis fundamental de la realidad económica de Telefónica. Con éste análisis se estudiarán los estados financieros de la empresa así como la situación del sector y la estrategia de la empresa para, junto con el análisis de la información existente sobre los dividendos y junto con el papel que en los últimos años han ejercido los inversores, poder ver a qué se deben estos cambios en la política de la empresa y qué es lo que ha incidido en la política concreta adoptada hoy por la misma.

5.2 Análisis de las Cuentas Anuales

Del análisis del Balance de la compañía se observa que en 2013 se ha producido una disminución del valor del mismo, pasando de tener unos 129.700 millones de euros en 2010, 2011 y 2012 a unos 118.800 millones de euros en 2013. Esta disminución se debe a la reducción de diferentes partidas, de entre las que cabe destacar la modificación del endeudamiento de la empresa. Así, se observa que la deuda financiera neta de Telefónica va en

descenso desde 2011, siendo la mayor caída la que corresponde al periodo de 2013 (con una variación porcentual absoluta respecto a 2012 de 11,5).

Por lo que respecta al Activo, que permanece prácticamente invariable tanto en 2010 como en 2011, se produce una reducción de los activos no corrientes en el periodo de 2012 así como en el de 2013 mientras que los activos corrientes son aumentados ligeramente. Esto se puede deber a que la empresa, en una situación de madurez, ya no se preocupa de obtener un sustento para su capacidad operativa sino que se preocupa más de las inversiones que le repercuten para el ejercicio de su actividad, invirtiendo, por tanto, más en activos corrientes que en activos no corrientes. Esta es una forma de, manteniendo la estructura básica y necesaria, deshacerse de activos no estratégicos y conseguir así esa reducción en el balance anteriormente comentada.

Por lo que respecta al análisis del Pasivo de la compañía, se observa una disminución progresiva, a lo largo de los cuatro años, del pasivo corriente. Esto muestra la intención de la empresa de quedar financiada más por el largo plazo que por el corto plazo, consiguiendo en 2013 gozar así del colchón de financiación que le concede el tener un fondo de maniobra positivo. Este fondo de maniobra positivo permite a la empresa tener activo corriente una vez que la misma ha afrontado sus obligaciones en el corto plazo, lo que es importante para su actividad. Hasta 2012, el fondo de maniobra de Telefónica había sido tradicionalmente negativo, sin que ello supusiera problemas de liquidez para la empresa pues, por lo general, el sector servicios cobra prácticamente al contado mientras que cuenta con un periodo medio de pago elevado, lo que permitía a la empresa conseguir mayor rentabilidad de sus recursos. Sin embargo, los cambios en la situación económico y financiera del contexto actual han hecho que la empresa se replantea este modelo y que buscara uno más seguro, procediendo, en consecuencia, a optar por tener unos activos disponibles para poder hacer frente a sus obligaciones ante situaciones de urgencia.

Precisamente, cuando Telefónica canceló el pago de dividendos en 2012, el comunicado que envió a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Anexo I) alegaba, como principal motivo de dicha cancelación, el hecho relevante de la agravación de los posibles riesgos financieros que el entorno inestable del momento podía generar. En consecuencia, vinculaba la imposibilidad de pago a la pérdida de valor que parte de sus activos pudieran sufrir ante tal circunstancia de inestabilidad. Además, Telefónica buscaba con tal cancelación la consecución de una serie de objetivos de entre los que destaca la reducción de deuda a corto plazo, objetivo logrado en cierto modo, tal y como se observa en el Balance, como ya ha sido comentado.

Realmente, a pesar de que la deuda financiera total disminuye en 2013, la reducción en la deuda a corto plazo no es de tal magnitud que permita considerar como perfeccionado el objetivo de su disminución. Además, ni se consiguen plenamente los restantes objetivos, ni el contexto se remonta a una situación estable en el periodo de un año como para que se retomen los pagos que por dicho motivo habían sido cancelados. Todo esto hace replantearse cuál es el motivo real de que Telefónica retome la política del pago de dividendos a sus accionistas.

De la cuenta de Pérdidas y Ganancias de la empresa se extrae que el resultado neto de Telefónica en 2010 estaba muy por encima del de 2013, siendo el de 2012 ligeramente inferior que el de 2013. Este incremento se debe principalmente a la reducción de costes así como a un aumento de los resultados financieros de la compañía, ya que la unión de ambos factores hacen que el resultado neto por acción aumente levemente. Estos resultados aún no alcanzan los niveles de 2010 o 2011, por lo que la situación, como se ha dicho anteriormente, no se puede considerar superada en tal medida que, por lógica, permitiera entregar dividendos, cosa que se produce.

De lo recogido hasta ahora se observa que la situación de la empresa, aunque viable, no es la óptima, porque se produce una disminución de los activos que posee y, en cambio, no consigue ser más rentable, porque su beneficio neto no se ha mantenido. En consecuencia, el principal motivo se puede considerar

que es, pues, el que los propios accionistas son los que quieren recibir un dividendo por sus acciones, como más tarde será analizado, ya que no es la situación de exceso de tesorería la que propicia que la política de dividendos se retome.

5.3 Información sobre los dividendos

Del análisis de los dividendos entregados en los últimos años, podemos extraer una cierta información que servirá de apoyo a este estudio.

La rentabilidad por dividendo ofrecida, en los últimos doce meses, ha sido de 2,91% y se espera para 2014 una rentabilidad de 6,16 % por la entrega de un dividendo de 0,75 euros. Con esto se observa, tras la cancelación de pago que la empresa efectuó para fortalecer su balance, que Telefónica va seguir ofreciendo dividendos a sus accionistas y que pasará a ser una de las empresas del IBEX que ofrezcan una mayor rentabilidad en 2014, ofreciendo una rentabilidad que está muy por encima de la rentabilidad media de la industria (3,9%). Sin embargo, esta rentabilidad ya era en 2010 y en 2011 mayor a la actual, por lo que la compañía está recuperando su posición de empresa rentable, no superando su trayectoria pasada sino más bien recuperando posiciones.

En cuanto al *Payout ratio* se observa un gran descenso desde 2010, año en el que superaba el 58% hasta el 2013, año en el que se sitúa en un 34%. Esto muestra, por tanto, que aunque haya habido una disminución, la empresa sigue destinado un gran porcentaje de sus beneficios al pago de dividendos. Este cambio se debe a la nueva estrategia de la empresa de invertir una mayor proporción de la caja generada, lo cual la hace más óptima por la futura rentabilidad que tales inversiones le puedan reportar ya que esto tiene más lógica que el destinar más de la mitad de la caja generada a la remuneración de sus accionistas. De este modo se consigue que Telefónica sea más estable a futuro, ya que las inversiones de hoy le garantizará la permanencia y viabilidad del mañana.

Se observa que el flujo de caja libre después de dividendos va en aumento alcanzando en 2012 la cifra de 5.519 millones de euros, lo que hace que la ya

comentada deuda financiera neta vaya en descenso. Esto se debe principalmente a la disminución en los pagos netos por operaciones con accionistas minoritarios y con acciones propias, pues el flujo de caja operacional es inferior al de los años posteriores y, sin embargo, el flujo de caja libre es mayor.

5.4 Papel de los accionistas

Como ya se ha dicho, el pago a los accionistas se canceló alegando como motivo principal la agravación de los posibles riesgos financieros que el entorno inestable del momento podía generar. Sin embargo, de la evolución de sus cuentas no se observa una mejoría tal que pueda significar una desaparición de tales riesgos. En consecuencia, hay que replantearse cuál es el motivo de que la política cancelada se retome.

Uno de los factores que hasta el momento no han sido analizados es el de los sentimientos de los accionistas, clave de la teoría que la que se centra este escrito.

En este caso concreto, se aprecia y tiene especial importancia el papel de los accionistas, ya que se manifiestan a favor de que la política de remuneración de des-cancele y de que se les vuelva a retribuir por sus acciones. Esto se infiere de su modo de proceder, ya que los accionistas votan y acuerdan, en junta, que tal pago se retome.

Así, mediante otro hecho relevante, enviado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Anexo II) y publicado el 25 de septiembre de 2013, el Consejo de Administración ejecuta el acuerdo adoptado por los accionistas de Telefónica respecto al pago de dividendos, y acaba procediendo a su pago, retomando así la política que hasta el momento había imperado en la compañía.

En consecuencia, se aprecia la influencia que los inversores son capaces de ejercer sobre una empresa ya que en el caso de Telefónica, son ellos los que debaten y acuerdan que tal pago se retome. Así, los sentimientos de los accionistas son importantes, pues si son favorables al pago de dividendos la empresa acabará implantando una política concorde a ello, y en caso contrario

los omitirá, pudiendo esto implicar la cancelación de la política que en ese momento lleve a cabo.

5.5 Resultados

Telefónica es una empresa estable y de gran tamaño que en los últimos años ha llevado a cabo una reestructuración de su Balance tratando con ello de conseguir una disminución del nivel de apalancamiento, para tratar así de fortalecer su situación. Para llevar a cabo esta operación, la empresa decidió cancelar el pago de dividendos, pero la presión llevada a cabo por los accionistas hizo que tal pago se tuviera que retomar. De este modo, consiguió en cierta medida sus objetivos, pues durante el periodo en el que la cancelación estuvo vigente, consiguió reducir el nivel de pasivos no corrientes. Sin embargo, quizás su estrategia cuando decidió la cancelación se centraba más en otros puntos, porque se marcó una serie de objetivos cuando acometió el cambio de política, que no se pueden considerar perfeccionados durante el plazo de vigencia de la cancelación.

La *Catering Theory* es, por lo tanto, aplicable en la actualidad a la realidad empresarial en el caso de Telefónica. Como a lo largo del caso se ha observado, la teoría queda en cumplimiento, pues la empresa retoma el pago de dividendos impulsada por lo que sus accionistas quieren o, en otras palabras, impulsada por los sentimientos de sus inversores. Para poder retomar la política de dividendos, la empresa ha de reestructurar y modificar su Balance, llegando incluso a reducir el valor del mismo para obtener liquidez y poder proceder al pago.

Esta actuación de Telefónica se debe a que lo importante es que los propietarios del capital de la empresa ponen un precio alto de mercado a sus acciones debido a que estas le reportan dividendos, siendo esta la clave de su inversión. Es decir, son accionistas demandantes de dividendos, para ellos lo importante no es el hecho de tener acciones en cartera, cuyo beneficio se espera obtener con la venta, sino que lo que estos accionistas valoran es el recibir unos dividendos por parte de la empresa en la que invierten.

6. Caso Apple

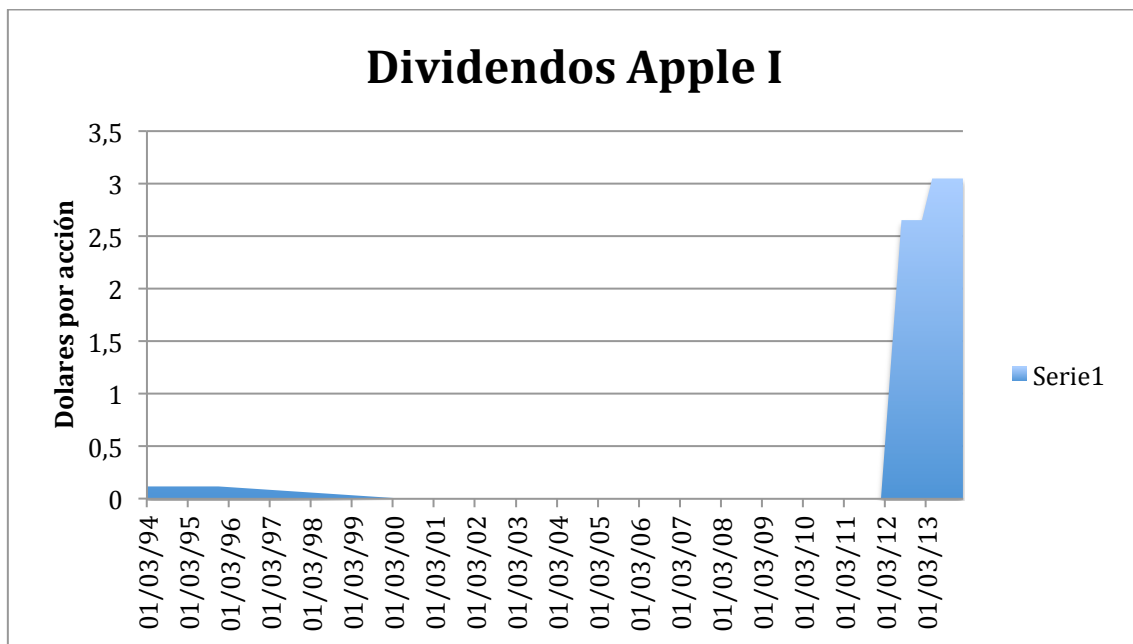
La empresa Apple se dedica al diseño y producción tanto de máquinas electrónicas, como de software y hardware. Se trata de una empresa que, al igual que Telefónica, es líder a nivel internacional y tiene valores que cotizan en bolsa.

Sin embargo, a diferencia de la anterior, hasta hace poco Apple no pagaba dividendos de forma regular, o al menos sus inversores no contaban con estos pagos. Apple servirá de base para completar un análisis de la situación, ya que al ser una empresa que tradicionalmente no remuneraba a sus accionistas con los dividendos, permite realizar un contraste con Telefónica, que históricamente sí ha usado el método de los dividendos para remunerar a sus inversores.

6.1 Histórico de dividendos:

A partir de los dividendos entregados en los últimos años, se puede crear un histórico de dividendos que permita realizar un estudio sobre los mismos. Este histórico se resume en el gráfico que aparece a continuación:

Gráfica 2: Histórico de dividendos entregado por Apple a sus accionistas (periodo 20 años).



Fuente: elaboración propia

Apple, como se puede observar en el gráfico que refleja los pagos en forma de dividendo de los últimos veinte años (se ha tomado un horizonte temporal más amplio que para el Caso Telefónica para poder observar los cambios que ha habido en la política de Apple), comenzó su carrera pagando dividendos que suponían una pequeña cantidad de dólares por acción, quedando esta política cancelada en 1995. En 2012, de forma sorprendente, retomó la remuneración en forma de dividendos a sus accionistas.

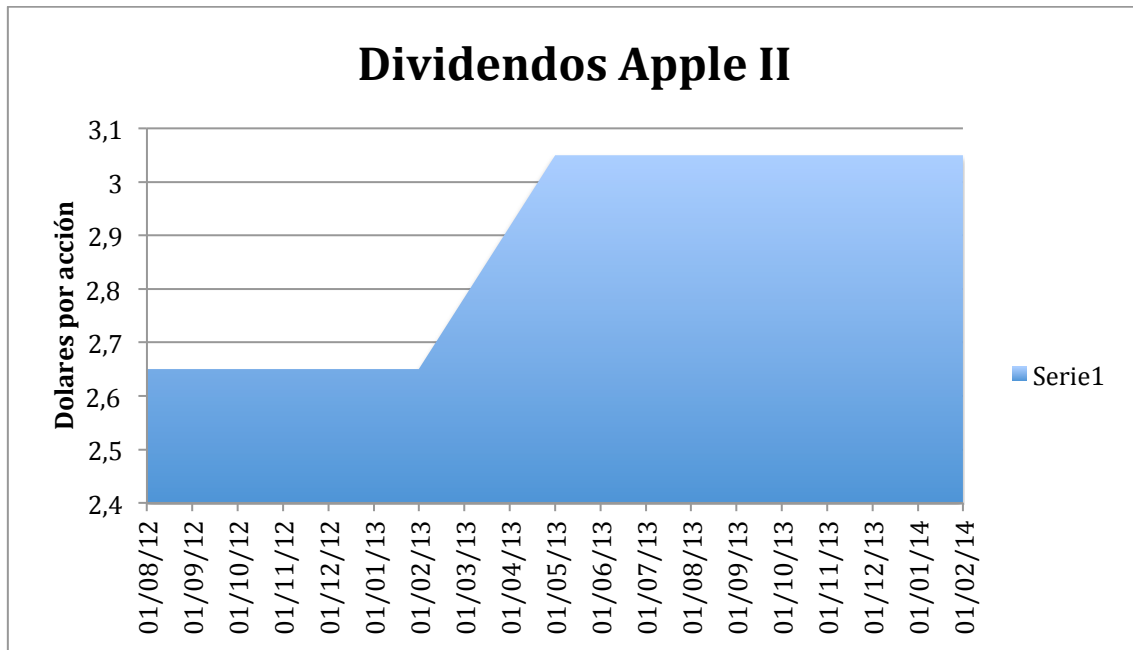
Como se puede observar, a pesar de que retoma el pago de dividendos, la política emprendida por la compañía es ahora muy diferente: la empresa pasa de una proporción de pago muy baja de dividendos a un pago muy alto tras un periodo de carencia de unos 17 años. Durante tal período, lo único que ofertó la empresa a modo de retribución de sus accionistas fueron *2-for-1 Stock Split* que datan de 2000 y de 2005.

Si reducimos el horizonte temporal, para poder comparar con Telefónica, y nos centramos en los últimos diez años, se observa que los pagos a los accionistas comienzan el 16 de agosto de 2012, siendo las remuneraciones anteriores a dicha fecha nulas (salvo el *Stock Split* correspondiente a 2005 ya citado). Por lo tanto, basándonos en lo expuesto hasta ahora en el trabajo, Apple tiene una cartera de inversores no acostumbrada a recibir dividendos, pues los inversores con acciones hoy de la compañía no estaban acostumbrados a recibir tales ingresos, lo que choca con el hecho de que tal pago se haya producido.

Según lo expuesto en la *Catering Theory*, son los inversores los que hacen que una empresa pague o no pague dividendos, por lo que podemos intuir que, si se cumple dicha teoría, es porque han sido los inversores de Apple los que han hecho que ésta les pague. Siguiendo la citada teoría, el cambio en la política de la empresa se debería a que los accionistas de Apple son los que habrían demandado el pago de dividendos. Sin embargo, habrá que analizar la información disponible para poder extraer conclusiones y determinar cuál es el motivo de que se haya producido este cambio en la política de la empresa, cuál

es el determinante del hecho de que Apple haya decidido llevar a cabo el pago de dividendos.

Gráfica 3: Histórico de dividendos entregados por Apple a sus accionistas (periodo 3 años)



Fuente: elaboración propia

Como se puede advertir, en términos globales, Apple ofrece una alta remuneración por acción, sobre todo si se compara con sus primeros pagos, aunque más tarde se analizará la rentabilidad por acción para ver si tal pago es proporcionalmente alto o si supone una baja rentabilidad para el accionista. Aunque el pago de dividendos es reciente, los dólares entregados por acción han aumentado desde que la empresa decidiera llevar a cabo esta política de retribución, como se puede observar.

Para poder explicar las variables que han incidido en este comportamiento por parte de la empresa vamos a comenzar con un análisis fundamental de la realidad económica de Apple, para más tarde analizar la información existente sobre los dividendos y la información disponible sobre los accionistas de Apple, poder así ver a qué se han debido estos cambios en la política de la empresa.

6.2 Análisis de las Cuentas Anuales

Del análisis del Balance de la compañía se observa que éste ha ido aumentando de valor en los últimos años de manera increíble. Pasa de tener en torno a 75.180 millones de dólares en diciembre de 2010 a tener 207.000 millones de dólares en 2013, por lo que llega casi a triplicar su volumen.

Este incremento se debe a diferentes estrategias acometidas por la empresa que, en general, han supuesto un aumento de todas sus partidas. Así, se ha producido un aumento no sólo de los activos de la compañía y de los correspondientes pasivos que se encargarían de financiarlos, sino también del patrimonio neto de la empresa. El *equity* de Apple pasa de unos 48.000 millones en 2010 a unos 123.550 millones en 2013, lo que se debe tanto al aumento de las acciones ordinarias como la cantidad de beneficios retenidos en la compañía y que pasan a formar parte de su capital social.

El aumento general de partidas hace que el fondo de maniobra se mantenga positivo, pues aumenta tanto el activo corriente como el pasivo corriente. Por lo que respecta al activo no corriente, cabe destacar el incremento que sufre el *Goodwill* de Apple, pues ha llegado a duplicarse a lo largo de los 4 años analizados. El *Goodwill* aparece cuando la empresa cuenta con una capacidad de generar beneficios superior a la normal, como es el caso de Apple. Este incremento se debe a la reputación que la empresa tiene, la cual le permite vender sus productos a un precio superior al de coste e incluso a un precio mayor de aquel al que sus competidores venden productos sustitutivos, por lo que se puede traducir en una rentabilidad superior para la empresa.

Por lo que respecta a la cuenta de Pérdidas y Ganancias de Apple, se observa que la compañía ha ido aumentando sus ingresos netos, pasando de 14.000 millones de dólares en 2010 a más de 37.000 millones en 2013. Analizando los ingresos netos de manera conjunta con el flujo de caja, que pasa de en torno a 16.500 millones en 2010 a cerca de 35.000 millones en 2013, se advierte que el pago de dividendos ha hecho que tanto para el periodo 2012 como para el periodo 2013 (años en los que se ha producido tal pago a los accionistas) el flujo de caja sea inferior al ingreso neto de dichos periodos.

A pesar de esta disminución, la cifra sigue siendo suficientemente alta como para soportar el pago efectivo de dividendos, por lo que lo sorprendente no es el hecho de que los pague sino el hecho de que los decida pagar ahora cuando, quizás, un par de años antes también se lo podía haber permitido. Aquí cabe destacar que, según se extrae de los datos históricos de la compañía, Apple dejó de pagar dividendos en 1995 porque preveía cierta caída en sus beneficios, cosa que realmente sucedió en 1996. Por lo que la situación actual, en la cual se observa una gran caja y unos altos beneficios por parte de la compañía, parece óptima y permite que se pueda vincular el pago con esta situación de prosperidad.

Como por todos es sabido, Apple sostiene su crecimiento gracias a la gran liquidez con la que cuenta, cosa que le permite desarrollar estrategias de crecimiento e invertir en investigación y desarrollo, base de la empresa, pues una compañía tecnológica siempre ha de estar al día y ofrecer las últimas innovaciones si quiere seguir siendo una de las grandes del mercado. Precisamente, el alto potencial de crecimiento de Apple ha hecho que tradicionalmente no se haya destinado dinero al pago de dividendos sino a subvencionar inversiones y proyectos. En consecuencia, el destinar dinero a la retribución de sus accionistas se produce tras un gran análisis de la situación y del estado de la empresa, de forma que el futuro y crecimiento de la misma no quede comprometido, ya que la empresa espera mantener unos altos niveles de ingresos y rentabilidad como ha sucedido en los años anteriores.

6.3 Información sobre los dividendos

Del análisis de los dividendos entregados, podemos extraer una cierta información que servirá de apoyo.

La rentabilidad por dividendo ofrecida por Apple fue de entorno al 2,3% en 2013 mientras que en el momento en que se iniciaron los pagos, agosto de 2012, era de entorno al 0,4%. Como se puede observar, es una empresa que ofrece una menor rentabilidad que Telefónica, pero la progresión de sus pagos en los últimos años invita a pensar que dicha rentabilidad superior al 2% se

mantendrá a futuro, e incluso llegará a aumentar, por lo que son títulos que ofrecen una buena rentabilidad conforme a la media del mercado.

En cuanto al *Payout ratio*, se observa un fuerte incremento, ya que en 2012 era del 6% mientras que en 2013 subió al 28.7%. De aquí se deduce que la empresa sigue destinando grandes cantidades de dinero a la inversión así como a la investigación y el desarrollo de sus productos ya que, a pesar de ofrecer una rentabilidad superior al 2% a sus accionistas, sólo destina poco más de una cuarta parte de los beneficios generados a la retribución de sus inversores.

Como se ha dicho anteriormente, la empresa, a pesar de realizar pagos a sus accionistas, para seguir manteniendo altos niveles de ingresos y rentabilidad, ha de continuar reinvertiendo el dinero, por lo que un *Payout ratio* que ronda el 30% está perfectamente justificado para llevar a cabo de manera conjunta inversión y retribución.

6.4 Papel de los accionistas

Hasta ahora se ha defendido en este *Business Case* el cambio acometido en la política de dividendos de Apple desde una perspectiva interna, teniendo en cuenta la situación económico-financiera de la empresa así como la estrategia de la misma. Sin embargo, no son sólo estas dos variables las que han de ser analizadas, pues es necesario estudiar, al menos, una más: los accionistas.

Así, en representación de los accionistas y de sus sentimientos, hay que destacar la demanda presentada frente a Apple e iniciada por Greenlight Capital en febrero de 2013, ya que dicha demanda abogaba por una mayor retribución de la compañía a sus accionistas, que ya había comenzado a retribuir a todas las acciones mediante su nueva política de dividendos.

Greenlight Capital es un fondo de cobertura que cuenta con una amplia participación en Apple, pues es uno de los cien mayores accionistas de la misma. El fondo, decidió presentar la demanda porque no se encontraba satisfecho con la estrategia de asignación de capital y porque consideraba que los restantes accionistas tampoco lo estarían, ya que se estaba tratando a todos por igual. El objeto de la demanda era impedir que Apple eliminara de

sus estatutos la posibilidad de emitir participaciones preferentes, porque de ese modo las posibilidades de mejorar la retribución a sus accionistas quedarían limitadas.

David Einhorn, gerente del fondo de cobertura, pretendía unas acciones preferentes con un dividendo perpetuo, por lo que si se eliminaba la posibilidad de los estatutos nunca sería posible siquiera la existencia de tal tipo de acciones en el futuro. Finalmente la demanda fue retirada, pero a cambio Apple eliminó de la junta de accionistas la votación de la propuesta de eliminación de los estatutos de la posibilidad de emitir acciones preferentes, por la gran repercusión y expectación que el caso había generado.

Mediante esta batalla entre Apple y uno de sus accionistas, se demuestra la importancia que los sentimientos de los inversores tienen. Aquí se aprecia como, mediante la presentación de una demanda, un accionista es capaz de hacer que Apple considere dos veces la política o las posibilidades de actuación que tiene. Esto sirve de ejemplo para comprobar que los accionistas son capaces de influir en el forma que tiene una empresa de llevar a cabo su remuneración.

6.5 Resultados

Apple es una empresa de gran de tamaño que ha sufrido un fuerte crecimiento en los últimos años. Este crecimiento se ve reflejado no sólo en el incremento de sus ventas, sino también en la estructura de su capital y en el conjunto de activos y pasivos propiedad de la empresa. Una de las estrategias que han acompañado esta evolución de la compañía, ha sido la de iniciar una política de dividendos para retribuir a sus accionistas. Ahora Apple destina parte de los beneficios generados durante un ejercicio a sus proveedores de capital, pero sin dejar de lado la reinversión y el desarrollo de la empresa, para seguir siendo un negocio líder y con una alta rentabilidad.

Por lo tanto, el que la empresa Apple haya comenzado una política de pago de dividendos, o retomado pero de una manera mucho más agresiva, parece que se deba más al estado de la compañía. Apple está ahora en una fase más de madurez que en una de crecimiento debido a los años que lleva ya trabajando

en el mercado y debido a la solidez que dicha empresa ha adquirido, por lo que la decisión de remunerar a sus inversores parece estar vinculada a este estado más que a la influencia de los accionistas hayan podido ejercer sobre la empresa para este tema concreto. Sin embargo, no debemos olvidar que los accionistas son capaces de influir en las políticas y en la toma de decisiones de una compañía, como se ha visto para el caso de la demanda de David Einhorn. Por lo tanto, se aprecia cierta vinculación con los sentimientos de los inversores, deseosos de recibir una remuneración por el dinero invertido en Apple, pero se aprecia una mayor vinculación con la estrategia y situación actual de la empresa.

La *Catering Theory*, por lo que acaba de ser explicado, no parece que aquí sea el factor determinante de la política que ha decidido implantar Apple respecto al pago de dividendos. Sin embargo, uno de los factores impulsores de que dicha política haya sido decidida, puede haber sido efectivamente el papel de los inversores, ansiosos por obtener una rentabilidad actual por sus acciones que se materializa en forma de dividendo y no sólo de obtener dicha rentabilidad en forma de incremento del precio de cotización de sus acciones, pues en este caso el beneficio se obtendría en el momento de la venta de dichas acciones.

En consecuencia, aunque no se puede afirmar que los inversores de Apple prefieran el no pago de dividendos, no parece que la demanda de pago de los mismos sea el único factor del que depende el que hoy haya un pago efectivo de dividendos. Sin embargo, se puede apreciar una combinación de factores y una actitud de los inversores favorable al pago de dividendos, lo que ha dado como resultado la política de dividendos actual de Apple.

7. Conclusión

Tras una breve análisis de las teorías que han dominado como determinantes de los factores que inciden en el reparto de dividendos de una empresa, se llega a la más novedosa surgida: la *Catering Theory*, en la que lo determinante son los sentimientos del inversor.

Aunque son muchas las variables que inciden en el pago de dividendos de una empresa, la *Catering Theory* defiende que el pago de dividendos depende principalmente de lo que los inversores prefieran que esa empresa realice, que les pague o que no les pague, lo que implicará que la empresa llegue incluso a cambiar su política de dividendos. Para la *Catering Theory* la demanda que los proveedores de capital hacen a la empresa respecto al pago de dividendos es el factor determinante que hace que la empresa adopte una concreta política de dividendos. Esto es importante, ya que siguiendo los sentimientos del inversor, sus expectativas estarán en concordancia con la remuneración que van a recibir y, en consecuencia, unos accionistas contentos servirán de apoyo a la dirección en la toma de decisiones.

La *Catering Theory*, teoría más novedosa y que sirve para refutar las anteriores teorías que han imperado en la materia, se puede observar en la realidad, ya que los inversores tienen un papel fundamental en la vida de la empresa y son capaces de incidir en el comportamiento de la misma.

Aunque encontremos situaciones en las que se cumple lo enunciado en la teoría objeto del trabajo, situaciones en las que el inversor, a pesar de las circunstancias y entorno en los que se encuentra la empresa, tiene capacidad de suponer una fuerza de presión capaz de ser quien determine el pago de dividendos, como ocurre con el Caso Telefónica, lo cierto es que no se puede concluir que en todo caso sea el factor determinante. Es decir, la demanda que realiza el inversor es un factor necesario pero no suficiente a la hora de establecer la política de dividendos de una empresa.

Así, encontramos casos como el de Apple en que a parece que pesar de la fuerza del inversor, su papel no es el que determina la política que sigue la empresa respecto al pago de dividendos. Aunque se puede apreciar cierta

vinculación y presión por parte del inversor accionista, no se puede afirmar que los inversores de Apple, acostumbrados al no pago de dividendos, pongan un mayor valor en el pago de los mismos, por lo que son más los gestores que los accionistas los que deciden que dicha retribución se lleve a cabo. En consecuencia, la *Catering Theory* se cumple porque los inversores son uno de los factores por los que se inicia el pago, pero, en este caso, la causante del pago de dividendos, parece ser que también se relaciona con las circunstancias y la estrategia de la compañía, como motores de que se adopte la política de Apple.

Así, en el caso Telefónica se aprecia una mayor fuerza en el papel del inversor, que valora el pago de dividendos por la compañía y penaliza la cancelación de los mismos. El accionista es capaz de suponer una fuerza de presión que hace que la compañía retome tal retribución a pesar de las circunstancias que rodean el sector y la situación en la que se encuentra la empresa, que no es la más idónea como para tal política históricamente llevada a cabo se retome.

Por tanto, la *Catering Theory* se cumple hoy, pero comparte su cumplimiento con otra serie de factores y variables que, unidas, terminan haciendo que la empresa adopte una determinada política de dividendos o de remuneración de sus accionistas.

En consecuencia, el papel del accionista es fundamental, siendo en algunos casos incluso determinante y actuando como el impulsor de que una política se lleve a cabo, pero no siempre supone un papel concluyente.

El presente trabajo a servido para analizar los factores de los que depende la política de dividendos de una empresa, no siendo uno el único que de manera principal determine el comportamiento a seguir, sino que son varios, que mediante su análisis conjunto permiten extraer conclusiones al respecto. Por tanto, aunque el accionista es uno de estos factores principales, no se puede decir que sea el determinante en cualquier caso, aunque habrá circunstancias en las que efectivamente sí lo sea.

8. Referencias

- Allen, F., Bernardo, A. E. y Welch, I. (2000): "A theory of dividend based on Tax clienteles" , *The Journal of Finance*, Vol. 55, Num.6, Pp. 2499-2536.
- Ansotegui, C. (2013): "Dividendos: La óptica de finanzas corporativas", ESADE Business School.
- Baker, M. y Wurgler J. (2004): "A catering Theory of Dividends", *The Journal of Finance*, Vol. 59, Núm. 3, Pp. 1125-1165.
- Baker, M. y Wurgler J. (2012): "Dividends as Reference Points: A Behavioral Signaling Approach", Documento de trabajo.
- Black, F., y Scholes, M. (1974): "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Prices and Returns", *Journal of Financial Economics*, nº1. Mayo, Pp. 1-22.
- Booth, L., Chang, B., Zhou, J., (2011): "The Impact of Globalization on Financial Policy: the Case of Disappearing Dividends", Documento de trabajo.
- Chamizo, H. (2013) "¿Qué pueden esperar los accionistas de Apple?" Documento en línea. Disponible en <http://www.estrategiasdeinversion.com/top-10-ei/20130930/pueden-esperar-accionistas-apple> [Consulta: 25-2-14].
- Cnnexpansion (2013) "Accionista gana batalla a Apple". Documento en línea. Disponible en: <http://www.cnnexpansion.com/tecnologia/2013/03/01/accionista-gana-batalla-a-apple> [Consulta: 20-3-14].
- Cuñado, D. (2012) "A propósito de Apple: hablemos de dividendos" Documento en línea. Disponible en: <https://danielcunado.wordpress.com/2012/03/20/a-proposito-de-apple-hablemos-de-dividendos/> [Consulta: 15-3-14].
- Dialyfinance (2014) Documento en línea. Disponible en: <http://www.dailyfinance.com/quote/nyse/telefonica-sa-adr/tef/financial-ratios> [Consulta: 15-3-14].
- Dondividendo. (2012) "Eliminación del dividendo de Telefónica" . Documento en línea. Disponible en: <http://www.dondividendo.com/2012/07/eliminacion-del-dividendo-de-telefonica.html> [Consulta: 25-2-14].

El mundo, Economía. (2013) “Telefónica repartirá casi la mitad de su dividendo de 2013 en noviembre”. Documento en línea. Disponible en: <http://www.elmundo.es/elmundo/2013/09/25/economia/1380125708.html>

[Consulta: 25-2-14].

El mundo, Empresas. (2013) “Apple gastará 45.000 millones de dólares en dividendos y recompras de acciones”. Documento en línea. Disponible en: <http://www.elmundo.es/america/2012/03/19/economia/1332150406.html>

[Consulta: 25-2-14].

Europapress (2013) “Greenlight Capital demanda a Apple en busca de una mayor retribución para los accionistas” Documento en línea. Disponible en: <http://www.europapress.es/portaltic/empresas/noticia-greenlight-capital-demanda-apple-busca-mayor-retribucion-accionistas-20130208180244.html>

[Consulta: 20-3-14].

Expansión (2014) “Las empresas más rentables por dividendo”. Documento en línea. Disponible en: <http://www.expansion.com/2014/01/12/mercados/1389566871.html> [Consulta: 15-3-14].

[Consulta: 15-3-14].

Fama, Eugene F., y Kenneth R. French (1998): “Taxes, financing decisions, and firm value”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, Pp. 819-843.

Ferreira, M.A., Massa, M. y Matos, P.P. (2010): “Dividend Clienteles Around the World: Evidence from Institutional Holdings”, Documento de trabajo.

García-Borbolla Fernández, A. (2006): “La relevancia valorativa de los dividendos y los factores determinantes de la política de dividendos. Un análisis empírico a nivel europeo”, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Cádiz, Cádiz.

García-Borbolla Fernández, A. y Larrán Jorge, M. (2013): “Factores explicativos de la política de dividendos: evidencias empíricas en mercados bursátiles europeos”, Documento de trabajo, Universidad de Cádiz.

Gordon, M. (1959): “Dividends, Earnings and Stock Prices”, *Review of Economics and Statistics*, nº 41, Mayo, Pp. 99-105.

Gutiérrez-Colomer, D. (2009): “Apuntes de Finanzas Corporativas”, Universidad Pontificia Comillas, tema 6.

Infomercados (2014). Documento en línea. Disponible en: <http://www.infomercados.com/analisis/ratios/telefonica-tef/> [Consulta: 15-3-14].

Lease, R., Kalay, A., Loewenstein, U., John, K., y Saring, O. (2001): “Política de Dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa”. Ediciones Gestión 2000, S.A.; Barcelona.

Lintner, J. (1956): “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”, *American Economic Review*, nº46, Mayo, Pp. 97-113

Marketwatch (2014) Documento en línea. Disponible en: <http://www.marketwatch.com/investing/stock/aapl/financials/balance-sheet> [Consulta: 20-3-14].

Mascareñas, J. (1993): “ La política de dividendos”, Documento de trabajo, Universidad Complutense de Madrid (versión inicial: mayo 1993, última versión: noviembre 2011)

MFH, El economista (2013) “David Einhorn retira demanda contra Apple” Documento en línea. Disponible en: <http://eleconomista.com.mx/tecnociencia/2013/03/01/david-einhorn-retira-demanda-contra-apple> [Consulta: 20-3-14].

Miler, M., Scholes, M., (1983): “Dividends and taxes: Some Empirical Evidence”, *Journal of Political Economy*, nº90, Pp.1118-1141.

Millán, S. y Jiménez M. (2013) “Apple, del no dividendo al dividendo récord”. Documento en línea. Disponible en: http://cincodias.com/cincodias/2013/04/24/empresas/1366826121_688508.html [Consulta: 25-2-14].

Miller, M.H., y Modigliani, F., (1961): “Dividend policy, growth and the valuation of shares”, *The Journal of Finance*, Vol. 34, Pp. 411-433.

Morningstar (2014) Documento en línea. Disponible en:

<http://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=AAPL> [Consulta: 15-3-14].

Neves, E. y Pindado, J. (2006): "Dividends: New evidence on the catering theory", Documento de trabajo, Universidad de Salamanca.

Polk, C. y Sapienza, P. (2008): "The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory", Oxford University.

Ritter, J.R. (2003): "Behavioral Finance", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 11, N 4, Pp. 429-437.

Telefónica (2014) Documento en línea. Disponible en: <http://www.telefonica.com/es> [Consulta: 25-2-14].

Yahoo Finanzas (2014). Documento en línea. Disponible en: <http://es.finance.yahoo.com/q/bs?s=AAPL&annual> [Consulta: 15-3-14].

9. Anexos

Anexo I



RAMIRO SÁNCHEZ DE LERÍN GARCÍA-OVIES

Secretario General y del Consejo de Administración TELEFÓNICA, S.A.

TELEFÓNICA, S.A. de conformidad con lo establecido en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores, procede por medio del presente escrito a comunicar el siguiente

HECHO RELEVANTE

En un contexto económico y financiero tan extremadamente difícil como el actual, factores exógenos están provocando un entorno muy inestable, agravando posibles riesgos financieros. Dado que estos factores, sin precedentes, están fuera del control de Telefónica, es crucial que la Compañía tome medidas definitivas para mitigar contundentemente posibles riesgos.

En este sentido, el Consejo de Administración ha decidido en su sesión celebrada hoy, de acuerdo con un principio de gestión prudente y en el mejor interés de todos los stakeholders de Telefónica, cancelar, como una medida excepcional y puntual, el dividendo y la recompra de acciones correspondientes a 2012 (incluyendo los pagos en efectivo y el scrip dividend de noviembre de 2012 y mayo de 2013, respectivamente).

Los objetivos que impulsan esta decisión son:

- 1) Fortalecer el balance, reteniendo los beneficios generados, reduciendo el endeudamiento y aumentando el valor para los accionistas.
- 2) Acelerar sustancialmente la reducción de deuda en el corto plazo.
- 3) Desvincular a la Compañía de factores macroeconómicos exógenos que afectan al país de su sede social.
- 4) Neutralizar las condiciones de liquidez de los mercados de deuda, presentando un perfil de vencimientos de deuda cubiertos hasta finales de 2013.
- 5) Reducir el riesgo de ejecución del ya anunciado plan de gestión del portfolio y desinversión de activos, con el que la Compañía continúa plenamente comprometida.
- 6) Permitir continuar invirtiendo para un crecimiento rentable de las operaciones.

Las acciones propias ya adquiridas se mantendrán en autocartera y no serán amortizadas.

La Compañía retomará la remuneración al accionista en 2013, distribuyendo un dividendo de 0,75 euros por acción. La Compañía tiene intención de pagar el dividendo

en dos tramos: un primer pago en el cuarto trimestre de 2013 y un pago final en el segundo trimestre de 2014.

En definitiva, en 2012 Telefónica ya ha repartido entre sus accionistas 2.800 millones de euros en forma de dividendos, y continuará remunerando a sus accionistas vía distribución de dividendos en 2013.

Asimismo, por lo que se refiere a las remuneraciones de los Consejeros, el Consejo de Administración ha decidido aplicar una rebaja del 20% sobre las cantidades que perciben los miembros del Consejo. En cuanto a las retribuciones de los Directivos, se producirá también una reducción entorno al 30% de su remuneración total, como consecuencia de la disminución de su retribución en especie, al no entregarse acciones en aplicación del plan de acciones (PSP), y de otras reducciones ya practicadas en el primer semestre, afectando tanto al Presidente, como a los restantes Consejeros Ejecutivos y a la Alta Dirección de la Compañía.

En Madrid, a 25 de julio de 2012

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES - MADRID -

Anexo II



RAMIRO SÁNCHEZ DE LERÍN GARCÍA-OVIES

Secretario General y del Consejo de Administración TELEFÓNICA, S.A.

TELEFÓNICA, S.A. de conformidad con lo establecido en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores, procede por medio del presente escrito a comunicar el siguiente

HECHO RELEVANTE

En su reunión celebrada en el día de hoy, el Consejo de Administración, en ejecución del acuerdo adoptado por la Junta de Accionistas de Telefónica, S.A., celebrada el día 31 de mayo de 2013, ha fijado el 6 de noviembre de 2013 como fecha para el pago del dividendo con cargo a Reservas de Libre Disposición, por un importe fijo de 0,35 euros brutos a cada una de las acciones existentes y en circulación de la Compañía con derecho a participar en dicho reparto en la fecha de pago.

El pago de este dividendo se realizará a partir del 6 de noviembre de 2013 a través de las entidades participantes en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (IBERCLEAR).

Este pago forma parte del compromiso anunciado por la Compañía de pagar un dividendo de 0,75 euros por acción para 2013. El segundo tramo de este dividendo se pagará en el segundo trimestre de 2014.

Madrid, a 25 de septiembre de 2013.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES - MADRID -