



FACULTAD DE DERECHO Y EMPRESARIALES

IMPACTO DE LA CRISIS EN EL ESQUEMA DE RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA

Autor: Irene Sarricolea Valenciano
Director: Manuel Trenado Torrejón

Madrid
Marzo, 2015

Irene
Sarricolea
Valenciano

EL IMPACTO DE LA CRISIS EN EL ESQUEMA DE RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA



Índice

RESUMEN	IV
ABSTRACT	IV
1. INTRODUCCIÓN	1
SECCIÓN I. TEORÍAS CLÁSICAS E INTERMEDIAS	3
2. TEORÍAS CLÁSICAS: MODIGLIANI Y MILLER Y GORDON	3
2.1.Modigliani y Miller	3
2.2.Gordon	5
3. TEORÍAS MODERADAS SOBRE LA RELEVANCIA O NO DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	7
3.1.Teoría de dividendos residuales.....	7
3.2.Efecto clientela	8
3.3.El valor informativo de los dividendos	8
3.4.La teoría Q	11
SECCIÓN II: MODELOS EMPÍRICOS	14
4. ESTUDIOS EMPÍRICOS SOBRE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	14
4.1.Teoría de Black y Scholes.....	14
4.2.Modelo Higgins.....	15
4.3.Teoría de de Litzenberger y Ramasway.....	16
4.4.Teoría de Miller y Scholes	16
4.5.Modelo Rozeff	17
4.6.Modelo Lintner.....	17
4.7.Recompra de acciones.....	19

4.7.1.Recompra de acciones vs. Política de dividendos. Encuesta..... 20

SECCIÓN III. CASO DE ESTUDIO: RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA DE LAS COMPAÑÍAS DEL IBEX 35 DURANTE LA CRISIS..... 26

5. LA CRISIS Y SU IMPACTO EN EL *DIVIDEND YIELD* DE LOS VALORES DEL *IBEX 35*. 26

5.1.En 2012 ¿qué valores del *Ibex* eran los que mejor rentabilidad por dividendo ofrecían a sus accionistas? 27

5.2.¿Qué ocurría en 2013? 27

5.3.El año 2014: *dividends yields* del *IBEX 35* 32

5.3.1Tendencias internacionales en el reparto de dividendos en el año 2014.....35

5.4.Perspectivas para 2015..... 37

6. NUEVAS TENDENCIAS..... 42

7. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS..... 44

8. BIBLIOGRAFÍA 46

ANEXOS 49

Índice de tablas y gráficos

Tabla 1: ¿Qué opinan los directivos de la recompra de títulos vs el reparto de dividendos?	22
Tabla 2: Dividend yield de 2013 de los principales índices	28
Tabla 3: Rentabilidades por dividendo para el año 2013	30
Tabla 4: Pay out del Ibex35 para 2009-2014	33
Tabla 5: Estimaciones de dividend yield 2015.....	41
Gráfico 1: Ciclo de vida de la empresa y variables financieras	11
Gráfico 2: Dividend yield 2014.....	34
Gráfico 3: Cambio anual (2014) de reparto de dividendos	35
Gráfico 4: Industrias y regiones que más contribuyen al dividendo global	36

Resumen

El principal objetivo de este trabajo es estudiar el impacto de la crisis financiera en la política de retribución del accionista, en particular en los valores del Ibex 35 durante el periodo 2012-2014, así como las previsiones para 2015.

Partiendo de una revisión de las teorías y modelos sobre la retribución al accionista, se profundiza en cada una de ellas para entender el marco teórico sobre el que se asienta y los principales elementos distintivos de cada una de las mismas. Asimismo, se analizan una serie de estudios empíricos y encuestas entre directivos a modo de nexo entre el plano teórico y la realidad de la política de retribución al accionista.

Posteriormente, se desarrolla un caso de estudio para compañías del Ibex 35 con el fin de entender el impacto de la crisis financiera en la retribución al accionista de las mismas, así como perspectivas en torno a evolución futura tanto nacional como internacional.

Abstract

The project's main objective is to understand how the shareholders' retribution policy was impacted by the crisis during the period 2012-2014 and the forecasts for 2015 to determine possible market trends.

Starting with the main theories and models that study shareholders' retribution, delves into each one in order to understand the theoretical framework, and the main distinctive elements of each one. Also, empirical models and polls among managers are analyzed as a nexus between theoretical studies and the real shareholders' retribution policy.

Later, a case of study of the Ibex 35 firms, is developed with the aim of understanding the impact of the financial crisis on investors' retribution, as well as the national and international future perspectives

1. Introducción

El presente trabajo pretende estudiar el impacto de la crisis financiera en la política de retribución del accionista. Para ello, comenzaremos estudiando las diferentes teorías sobre la relevancia de la política de dividendos. Por un lado tenemos a Gordon (Gordon & Gould, 1978), que apuesta por la relevancia de esta política mientras que Modigliani y Miller (Miller & Modigliani, Dividend policy, Growth, and the valuation of shares, 1961) defienden la irrelevancia de la misma.

Además de estos planteamientos contrapuestos, existen otras teorías intermedias que tienen en cuenta factores como los impuestos o los costes de transacción. En este sentido, nos referiremos también a otros modelos empíricos que sí abogan por la importancia de la política de dividendos.

A continuación profundizaremos en otras alternativas al pago en efectivo. Estudiaremos, en especial, la recompra de títulos, por ser esta la más frecuente: en qué consiste, la opinión de los directivos financieros respecto a esta solución etc.

Partimos, en cualquier caso, de un contexto de crisis financiera mundial con efectos perjudiciales en cadena. Esta crisis obligó a los bancos centrales a bajar los tipos de interés con la consiguiente aplicación de medidas de estímulo no convencionales como el *Quantitative Easing*. A esto se suma una crisis de deuda en Europa que obligó, a su vez, a otras instituciones como el Banco Central Europeo o al FMI a rescatar a países periféricos de la Unión Europea como Irlanda, Portugal y Grecia.

Como no, toda esta situación de inestabilidad impactó en los beneficios y en los flujos de caja de las compañías e inevitablemente tuvo consecuencias también en la Bolsa, con una fuerte bajada de los precios de las acciones.

Con el propósito de proporcionar una imagen global sobre las perspectivas económicas, analizaremos las tendencias del 2012, las rentabilidades obtenidas en el 2013 y la mejoría vivida en el 2014. Indagaremos en los resultados esperados para este año y en las nuevas tendencias de más éxito a

la hora de retribuir al accionista. Con todo ello habremos sido capaces de analizar los comportamientos mercantiles y empresariales de los últimos tiempos. Una forma de analizar estas rentabilidades es a través del *dividend yield* que a su vez se ha venido reduciendo paulatinamente durante el último trienio como consecuencia del aumento del valor de las acciones en bolsa.

Este aumento del valor de las acciones en Bolsa, unido a las buenas expectativas, una política de abstención (a la hora de retribuir a los accionistas) por parte de las compañías y el incremento de los beneficios de estas, ha favorecido una tendencia alcista en el valor del reparto de dividendos ofrecido por las empresas españolas. Puesto que esta actitud no es un caso aislado, otro de nuestros objetivos será relacionar las tendencias retributivas a nivel nacional e internacional.

Concluyendo, en el presente trabajo se analizará el impacto de la crisis en las formas de retribución al inversor y cuáles han sido las soluciones más empleadas en los últimos años

SECCIÓN I. TEORÍAS CLÁSICAS E INTERMEDIAS

2. Teorías clásicas: Modigliani y Miller y Gordon

Existen diversas teorías sobre si la política de dividendos influye o no en la valoración que el mercado hace de las compañías.

Lo cierto, es que hay fundamentalmente dos teorías de referencia en los extremos. Una que afirma que es totalmente irrelevante, Modigliani y Miller (Miller & Modigliani, Dividend policy, Growth, and the valuation of shares, 1961), y otra, realizada por Gordon (Gordon & Gould, 1978) que afirma que no es irrelevante.

Existen igualmente teorías intermedias y modelos empíricos (el modelo de Lintner, el efecto clientela, la teoría de la Q de Tobin etc.) que argumentarán a favor o en contra de la irrelevancia o no de la política de dividendos, desde un punto de vista menos radical.

2.1. Modigliani y Miller

Modigliani y Miller defienden que la política de dividendos de una empresa no tiene efectos sobre el valor de la misma. (Miller & Modigliani, 1961)

Establecen las siguientes hipótesis como punto de partida a su teoría (Mascareñas, 2011):

1. En un mercado perfecto. No existen los gastos de corretaje, es decir, no hay gastos en la emisión de nuevas acciones. Los costes de transacción son cero. Por lo que desaparecen las diferencias de coste entre emisión de deuda y la ampliación de capital.
2. Las ganancias de capital y los dividendos tienen la misma carga fiscal.
3. Los inversores son racionales y actúan como tal.
4. Los mercados son eficientes.
5. Los dividendos no transmiten información al mercado.
6. La política de inversiones de la empresa se mantiene constante.

Según Modigliani y Miller, lo más importante para una compañía es definir

cuáles van a ser sus proyectos de inversión y a partir del riesgo asumido generar beneficios. Por ello, en los mercados perfectos, el inversor tiene varias opciones: vender sus títulos cuando quiera puesto que necesita liquidez, con independencia del dividendo que la empresa reparta o, utilizar los dividendos cobrados para comprar más acciones. Es decir, el propio inversor es el que determina qué hacer con la política de dividendos en lo que a sus preferencias como inversor le concierne. (Gutiérrez-Colomer, 2009)

En caso de que la compañía, repartiera dividendos podría hacerlo a través de la emisión de nuevas acciones, que no tendrían coste, para hacer frente al pago de las nuevas acciones. El aumento del dividendo, generaría una bajada del precio de la acción y la riqueza de los accionistas se mantendría intacta. La riqueza del accionista no cambiará por mucho que cambie la política de dividendos, lo que aporta valor al accionista son los proyectos de inversión de la empresa. (Mascareñas, 2011)

Lo cierto es que la teoría de Modigliani y Miller tiene ciertas limitaciones. La realidad es más compleja y hay factores externos que se escapan al control de las compañías – la carga fiscal sobre dividendos y ganancias de capital no coinciden en la práctica. Además de que el dividendo es líquido y en la mayoría de los casos más o menos conocido y la ganancia de capital es incierta. Y aunque, Modigliani y Miller plantearan un mundo sin gastos de transacciones ni impuestos, lo cierto es que en el mundo real las tasas impositivas para los dividendos son superiores a los de ganancias de capital. Además de que los dividendos se gravan cuando se reparten y las ganancias de capital no hacen hasta que las acciones no se venden. (Hernández, 2007)

De este modo, determinaron que la política de dividendos es irrelevante para el valor de las acciones, en un mercado eficiente sea cual sea su nivel, por lo que la rentabilidad de las acciones (K_e) se mantiene constante. Además, argumentan que la política de dividendos solo se ve afectada por los beneficios generados, en función del riesgo que hayan asumido cuando realizaron sus apuestas en proyectos de inversión, es decir, solo depende de la política de inversiones de la compañía. (Mascareñas, 2011)

Para Modigliani y Miller el rendimiento requerido por los inversores sobre las acciones no se ve afectado por la política de distribución de dividendos.

2.2. Gordon

Mientras Modigliani y Miller opinan que el rendimiento de los inversores no se ve afectado por un cambio en la política de dividendos. Gordon sostiene que esto no sucede así. Sino que el rendimiento de las acciones (k_e) aumenta al reducirse la tasa de reparto de beneficios debido a que, desde el punto de vista de los inversores, los pagos vía dividendos son más seguros que los que provienen vía ganancias de capital (Mascareñas, 2011)

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Donde:

k_e : rendimiento de las acciones

D_1 : dividendo futuro

P_0 : Precio

G : crecimiento de los dividendos

Esta ecuación es una derivación del método de descuento de dividendos de Gordon, que dice que el precio de mercado actual de una acción (P) es igual a dividir el dividendo futuro estimado (D_1), entre el rendimiento de las acciones que exigen los inversores (k_e) menos la tasa de crecimiento esperada para los dividendos (g). (Mascareñas, 2011)

$$P = \frac{D_1}{k_e - g}$$

Por otro lado, el dividendo esperado será igual al BPA por la tasa de reparto (1-b) y el crecimiento será igual a la tasa de retención de beneficios por el rendimiento de las acciones en la empresa

$$P = \frac{(1 - b) \times BPA}{Ke - (b \times ROE)}$$

Gordon realiza tres supuestos (Hernández, 2007):

1. Si la rentabilidad de los proyectos empresariales (ROE) es igual a la rentabilidad que el mercado demanda (Ke), la política de dividendos de las empresas, es irrelevante. Por lo que el valor de la compañía no sufriría cambios ante cualquier variación en la política de dividendos.
ROE = Ke
2. Si se da el supuesto en que la rentabilidad que la empresa obtiene de los proyectos nuevos por los que apostó es menor que la rentabilidad que da el mercado, debería repartir el beneficio ($b=0$) en forma de dividendo puesto que se puede obtener más rentabilidad fuera de la compañía que la que ellos ofrecen con su política de inversión.
ROE < Ke
3. Si la rentabilidad que ofrece el proyecto es mayor que la del mercado, el *pay out* debería reducirse puesto que la empresa es capaz de generar más rentabilidad con su proyecto y debería utilizar el beneficio para la autofinanciación($b=1$)
ROE > Ke

De este modo, según Gordon, las empresas que menor dividendo tienen, son aquellas que tienen proyectos más arriesgados o que como consecuencia de la incertidumbre futura se ven obligados a ser prudentes con el reparto de sus beneficios (Mascareñas, 2011).

Sin embargo, el modelo tiene limitaciones. El coeficiente de retención (b) puede no ser constante en el tiempo, la ROE suele no ser constante y descender con el tiempo a medida que se van incorporando proyectos de inversión y si a pesar de las menores ganancias, los dividendos se mantienen, el mercado continua confiando y el precio de cotización suele permanecer más o menos estable (Hernández, 2007).

3. Teorías moderadas sobre la relevancia o no de la política de dividendos

Sin embargo, entre las dos teorías anteriormente explicadas, que algunos pueden considerar muy extremas, hay un conjunto de teorías que se sitúan a medio camino y que intentan dar respuesta a la importancia de la política de dividendos algo más realista y ajustada al mundo real teniendo en cuenta otros factores como los impuestos, comisiones, fallos en la información, etc.

3.1. Teoría de dividendos residuales

La primera de ellas, es la teoría de los dividendos residuales. Apoya la idea de que, únicamente, se realice una distribución de dividendos cuando hayan sido cubiertas todas las oportunidades de inversión. Lo que significa, que la distribución se realizaría una vez establecida la política de inversiones de la empresa.

Las ideas principales de esta teoría para aprobar el reparto de dividendos son (Mascareñas, 2011):

- Financiar los nuevos proyectos de inversión utilizando acciones ordinarias. Primero usando financiación interna y en caso de que esta se agotase, a través de la emisión de nuevas acciones.
- Solo aceptar proyectos que tengan un valor actual neto (VAN) positivo.
- Mantener el ratio de endeudamiento constante para proyectos de inversión futuros.
- Si después de la elección de los proyectos y su financiación interna quedara parte de los beneficios no asignada a ningún proyecto, el beneficio resultante se distribuiría vía dividendo. En caso contrario no habría reparto.

Esta teoría concluye que la política de dividendos no influye directamente sobre la valoración de la compañía por el mercado. Como hemos señalado anteriormente, el principal objetivo de la empresa debe ser la búsqueda de proyectos rentables. Por tanto, el reparto de dividendos es una segunda derivada independiente, que surge como consecuencia de la ausencia de

proyectos con VAN positivo en los que invertir. Por ello, se decide destinar esos fondos propios a remunerar al accionista.

3.2. Efecto clientela

La segunda teoría intermedia es el efecto clientela. Señala la formación de distintas clases o grupos de inversores dependiendo de sus preferencias. Estos grupos tienen como objetivo maximizar la rentabilidad de su inversión a través de una conducta racional (Mascareñas, 2011).

Existen tres clases de inversores:

- aquellos que prefieren las ganancias de capital
- aquellos que prefieren los dividendos
- aquellos que se muestran indiferentes ante cualquiera de las dos alternativas anteriores

Por tanto, los inversores buscarán empresas cuyas políticas de dividendos se adapten a sus gustos. Así, las compañías atraerán una clase determinada de clientes a formar parte de ella, sin que suponga un mayor o menor valor de sus acciones. Eso sí, un cambio en la política supondrá que los inversores de la compañía se adaptarán o se reorganizarán acorde a sus preferencias (Bel Durán, 2008).

Aunque no debemos olvidar que existe una clientela especial, la “clientela fiscal”, que demanda dividendos o no dependiendo de su situación personal. De hecho, los diferentes estudios empíricos realizados aprueban esta hipótesis: los inversores están dispuestos a pagar impuestos sobre las acciones que repartan dividendos siempre y cuando tengan algún beneficio fiscal frente a las ganancias de capital (Bel Durán, 2008).

3.3. El valor informativo de los dividendos

La tercera de las teorías intermedias, el valor informativo de los dividendos sobre la retribución al accionista, considera que el objetivo último de la política

de dividendos es informar al mercado sobre la situación económica de la compañía.

Para ello, parte de la existencia de un mercado perfecto. En este hipotético mercado, el precio de las acciones reflejaría toda la información relevante sobre los títulos de una empresa, puesto que todos los inversores tendrían acceso a la misma. Sin embargo, la realidad es bien distinta. Podemos afirmar que el contexto actual se ve condicionado por una variación en el acceso a la información, es decir, existe una asimetría. Un ejemplo de ello es que los inversores no poseen todos los datos relativos a los flujos de caja esperados y el riesgo que estos entrañan. De hecho son los propios directivos de las empresas los que están mejor informados, incluso mejor que los accionistas o el propio mercado (Mascareñas, 2011)

Por ello, podemos afirmar que las estimaciones y las perspectivas que se crean sobre el valor de las acciones de una empresa en el mercado, quedan en manos de los directivos de esta. Los directivos, en función de los distintos comunicados, entrevistas y datos que proporcionen, es decir, en función de la política de dividendos que ejecuten, serán capaces de generar estimaciones positivas o negativas en el precio de los títulos de la compañía, haciendo que la política de dividendos sea la principal vía informativa sobre la situación económica de la empresa.

Materialicemos esta función de la política de dividendos a través de un ejemplo. En el caso de que una empresa anunciase un aumento de la retribución del accionista vía efectivo a distribuir al final del periodo, podría implicar que los flujos de caja que se esperan serán superiores a los del periodo anterior. Lo que enviaría al mercado una señal positiva y motivadora a cerca de la empresa desembocando en un aumento del valor de las acciones. Por lo que se estarían comunicando al mercado buenas noticias.

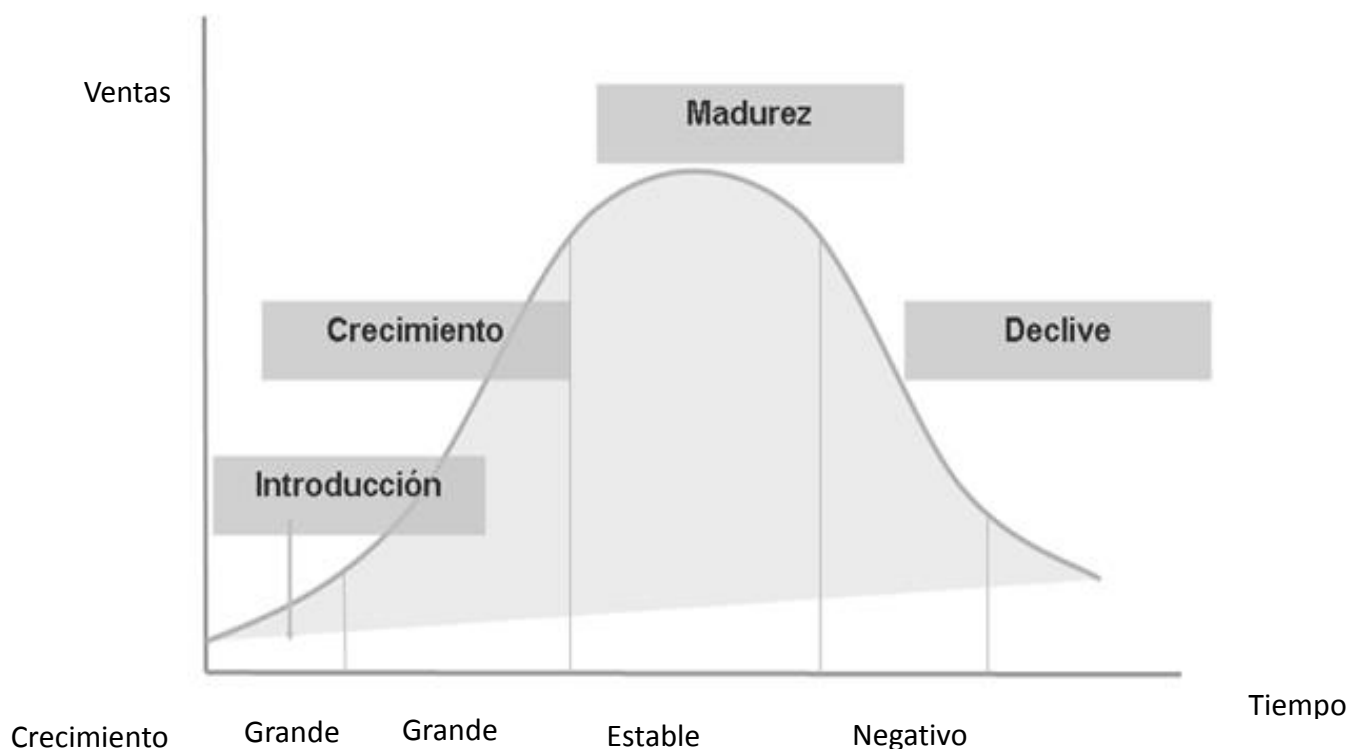
Sin embargo, hay muchos otros factores que podrían influir en el aumento o disminución del valor de las acciones a parte de la notificación directa de una subida o bajada de dividendos. Por ejemplo, las expectativas en inversiones rentables en las que resultara complicado conseguir financiación ajena. El valor

de las acciones podría aumentar como consecuencia de la reducción de dividendos para la financiación del proyecto. Por consiguiente, esto supondría un aumento de los proyectos de inversión. Por lo tanto, el aumento o bajada del valor de los títulos se produciría siempre y cuando esta información se comunicara al mercado y de la opinión positiva o negativa que este tuviera sobre la estrategia de la empresa al decidir apostar por esos nuevos proyectos en vez de por los dividendos.

No obstante, en un mercado eficiente, los accionistas serían capaces de predecir el anuncio de dividendos debido a su amplio conocimiento de la información. En cambio, como acabamos de demostrar, esto no es lo que ocurre en el mercado actual. Los inversores han de especular basándose en la información que les ha sido proporcionada (Bel Durán, 2008).

Las señales emitidas por los dividendos también dependen de los sectores. Un inversor esperará más ganancias vía dividendos en un sector en fase de maduración dado que confía en las buenas perspectivas del negocio. En cambio, en aquellos sectores que estén en la fase de introducción, de crecimiento o de declive, el inversor deberá reducir sus expectativas sobre la posible obtención de dividendos ya que los beneficios que se obtienen, se espera que sean utilizados como fuente de financiación para un mantenimiento de su actividad empresarial o para inversiones de expansión. De esta manera los dividendos son utilizados en los mercados de riesgo como un medio para minimizar cualquier desajuste que pueda surgir en el precio de los títulos como resultado de la asimetría de información (Hernández, 2007).

Gráfico 1: Ciclo de vida de la empresa y variables financieras



Variables financieras				
Liquidez	Déficit	Equilibrio	Exceso	Escasas
Beneficios	Perdidas	Medios	Consistentes	Pequeños
PER	Alto	Alto	Medio	Bajo
Dividendo	Nulo	Bajo	Alto	Bajo

Fuente: sergerente.net y (Hernández, 2007)

3.4. La teoría Q

La última de estas teorías intermedias es la teoría Q.

Esta teoría está basada en la “Q” de Tobin. Un modelo que se utiliza como herramienta para la valoración de empresas y que al igual que cualquier múltiplo, permite encontrar resultados de modo rápido, se puede descomponer,

no se ve afectado por el no reparto de dividendos y no deja de ser un modelo de flujos de fondos (Milei, 2009).

La “Q” se define como la relación entre el valor del mercado de la empresa (VA) y el coste de reposición de sus activos(A) (Milei, 2009).

Viene dada a partir de la siguiente expresión.

$$Q = \frac{VA}{A}$$

VA: valor de mercado de la empresa

A: coste de reposición de activos

La relación de esta teoría con la distribución de dividendos es directa dado que la valoración positiva por parte de los inversores señalaría una mayor reinversión en la empresa y por ello, un menor reparto de beneficios.

Es decir, dependiendo de los posibles resultados que el analista de la empresa obtenga a través de la aplicación de la teoría Q de Tobin, podrá decidir si las características de esa empresa se adecúan a sus preferencias como inversor (Bel Durán, 2008):

- Si $Q < 1$. El valor de la productividad marginal del capital “pPMgK” es menor que el wacc el mercado no está valorando de forma adecuada el esfuerzo de inversión realizado por la empresa, por lo que podemos afirmar que deberían repartirse mayores dividendos entre los accionistas ya que no se está valorando positivamente las inversión futura realizada por la empresa.
- Si $Q > 1$. El “pPMgK” excede al wacc, es decir, el capital invertido de la compañía está obteniendo beneficios extraordinarios. Lo que indica que se estará valorando a la compañía por encima de su valor real lo cual supone que el mercado cree en sus expectativas de crecimiento y por tanto, habrá una necesidad de reinvertir los beneficios en la empresa y de disminuir el dividendo.
- Si $Q = 1$. La empresa estará valorada justo por su valor real, lo que

indica que la valoración de sus activos coincide con las exigencias del mercado y que por tanto, si así lo decide, podrá reorientar su política hacia una mayor inversión en proyectos de expansión o hacia una mayor remuneración al inversor.

Por ello, podemos extraer la conclusión de que la aversión a los dividendos será mayor cuanto mayor sea la rentabilidad de las inversiones futuras de la compañía analizada.

SECCIÓN II: MODELOS EMPÍRICOS

4. Estudios empíricos sobre la política de dividendos

Puesto que las teorías anteriores no ofrecen una visión única respecto a si la política de dividendos supone una decisión relevante o irrelevante para la mejor o peor valoración de la empresa por el mercado, se desarrollaron algunas teorías de forma empírica que estudiaremos a continuación.

4.1. Teoría de Black y Scholes

La primera de ellas es la teoría de Black y Scholes. Muchas teorías partían del supuesto de la ausencia de carga fiscal y costes de transacción sobre los dividendos. Sin embargo, la vida real es bien diferente y los inversores van a pedir algún tipo de ventaja derivada de la recepción de un dividendo en efectivo frente a la desventaja de tener que tributar por ello. Cada inversor va a realizar su propio cálculo, sobre cuál debe ser ese beneficio a recibir.

En caso de que haya cambios en las políticas de dividendos que no se ajusten a las preferencias del inversor, estos se reorganizarán para buscar una compañía que se ajuste a sus gustos, como sostenía la teoría del efecto clientela.

Black y Scholes examinaron las relaciones entre el rendimiento sobre el dividendo " r_d " y el rendimiento total exigido a las acciones " k_e ". Si los inversores prefieren los dividendos a las ganancias de capital, los mayores rendimientos sobre los mismos impulsarán al alza el precio de las acciones y, por lo tanto, producirán un menor rendimiento total (k_e). Si, por el contrario, hubiese una aversión a los dividendos, cuanto más grandes sean éstos, menores serían los precios y más grande el rendimiento total exigido por los inversores (Bel Durán, 2008)

Por ello, realizaron un modelo empírico, en el que utilizaron el modelo CAPM y

El impacto de la crisis en el esquema de retribución al accionista

le añadieron la SML y el componente γ indicativo de la variabilidad del rendimiento sobre el dividendo (Black & Scholes, 1974):

$$E_i = R_f + [E_m - R_f]\beta + (R_{ci} - R_{cm})\gamma$$

En la que:

E_i : rendimiento esperado del título

R_f : activo libre de riesgo

E_m : rendimiento esperado del mercado

β : coeficiente volatilidad beta

R_{cm} : rendimiento medio del mercado

R_{ci} : Rendimiento sobre el dividendo del título

Una vez realizada la regresión, debemos analizar los resultados:

Si $\gamma < 0$, se cumple la teoría de Gordon, la política no es irrelevante

Si $\gamma > 0$, los inversores de la empresa requieren un mayor rendimiento de los títulos que repartan más dividendos

Si $\gamma = 0$, se cumplen las hipótesis de Miller y Modigliani y por ello, podemos decir que la política de dividendos es irrelevante puesto que las entidades no pueden influir en el precio de las acciones.

4.2. Modelo Higgins

Este segundo modelo se centra en la idea de que la política de dividendos consiste en la búsqueda del equilibrio entre dos tipos de costes: los que se producen como consecuencia de un aumento de los dividendos (coste de emisión de acciones); y los que se producen como consecuencia de una reducción de los dividendos (coste de mantenimiento) (Higgins, 1972).

4.3. Teoría de de Litzenberger y Ramasway

La teoría se construyó a partir de los diferentes tratamientos fiscales para las ganancias de capital y dividendos.

Partieron del CAPM e introdujeron la carga fiscal y descubrieron que a mayor carga fiscal sobre los dividendos, menor era el gusto de los inversores por ellos, lo que suponía un aumento de los rendimientos antes de los impuestos y una bajada en el precio de las acciones. Es decir, los inversores preferían las ganancias de capital (Litzenberger & Ramaswamy, 1979).

A través del estudio empírico que realizaron descubrieron que “por un punto porcentual que aumentaba el rendimiento sobre el dividendo, los accionistas requerían un aumento de 1.23 puntos porcentuales en el rendimiento total de la acción” (Bel Durán, 2008). Lo que suponía que las compañías podían aumentar el valor de sus acciones reduciendo los dividendos repartidos. Por ello, determinaron que la política de dividendos sí que es relevante.

4.4. Teoría de Miller y Scholes

El modelo de Miller y Scholes es una crítica al modelo de Litzenberger y Ramasway. Se basa en la teoría de las expectativas.

Afirma, después de haber realizado un estudio empírico, que la causa de las variaciones en el precio de las acciones lo ocasiona la asimetría de información que existe en el mercado. Descarta que el efecto fiscal influya en el precio y que sea un factor determinante por el cual los inversores prefieren o no dividendos sino que lo que verdaderamente influye, es la información que se proporciona al mercado (Miller & Scholes, Dividends and taxes: Some Empirical evidence, 1983).

Por tanto, el modelo apoya la idea de que las políticas de dividendos son irrelevantes

4.5. Modelo Rozeff

La cuarta propuesta empírica, el modelo Rozeff, toma como punto de partida para explicar su teoría la predilección de los inversores de una compañía, por hacer mínimo el coste de emisión de acciones y el coste que lleva asociado las transacciones. Así, estima que la retribución al accionista en forma de dividendos es el resultante de contraponer tres tipos de coste (Rozeff, 1987):

- Costes de agencia que están implícitos en la retribución vía dividendos
- Costes generados por el apalancamiento financiero de la empresa
- Costes generados por la emisión de acciones

La reducción del primero de ellos incentiva la política de dividendos. En cambio, los dos últimos la restringen. Cuanto mayor sea el apalancamiento de la compañía mayor será su pasivo, por tanto, disminuirá la distribución de dividendos puesto que es necesario destinar esos fondos al pago y amortización de las deudas.

4.6. Modelo Lintner

En el año 1956 Lintner fijó cuatro puntos que describían el reparto de dividendos en las empresas, tomando como punto de partida un trabajo empírico que analizaba los dividendos de diferentes empresas. Los cuatro puntos son (Mascareñas, 2011):

- Las empresas son reticentes a hacer cambios en las políticas de retribución al accionistas, más concretamente en el reparto de dividendos. Solo se hace un aumento de ellos, si se estima que va a ser sostenible en el tiempo.
- El aumento a largo plazo de las ganancias de capital, se ve precedido por un cambio en los dividendos.
- Las variaciones de los dividendos suponen una preocupación para las compañías más que los valores absolutos de los cambios.
- Las empresas tienen fijados unos ratios de *pay out* dividends a largo plazo que dependen de la etapa del ciclo de vida de la empresa en la

que se encuentre. Así, empresas que se encuentran en crecimiento, repartirán dividendos muy bajos y aquellas que se encuentre en fase de madurez otorgarán mayores dividendos.

Lintner construyó un sencillo modelo que se representa y resume en la siguiente expresión matemática (Lintner, 1963).

$$\frac{RDI_{t+1} - RDI_t}{N_{t+1}} (1 - T) = \alpha \frac{RDI_{t+1} - RDI_t}{N_{t+1}} - \frac{RDI(1 - T)}{N_t}$$

Donde:

RDI_t: resultado después de intereses en el momento t-ésimo

N_t: número de acciones en el momento t-ésimo

T: tasa impositiva de retención de beneficios

α: ratio objetivo de distribución de dividendos

El modelo muestra que los dividendos del año actual dependen del beneficio de ese año y del dividendo del año anterior, y este, a su vez, del beneficio y dividendo del año previo. Por lo que una empresa debería cambiar el dividendo cada vez que cambiara su beneficio para poder llegar así al ratio objetivo que se había marcado.

Sin embargo, el estudio revelaba que los accionistas de las empresas preferían un dividendo que tuviera un crecimiento constante (Lintner, 1963).

$$\frac{RDI_{t+1} - RDI_t}{N_{t+1}} (1 - T) = \beta \alpha \frac{RDI_{t+1} - RDI_t}{N_{t+1}} - \frac{RDI(1 - T)}{N_t}$$

β: tasa de ajuste de los dividendos

El modelo mostraba que cuanto más conservadora fuera la política de dividendos de la firma, más despacio se aproximaría ésta a su objetivo y menor su tasa de ajuste (Bel Durán, 2008).

4.7. Recompra de acciones

La distribución de dividendos, aun siendo la fórmula más popular de retribuir al accionista, no es la única, existe otra alternativa: la recompra de acciones.

La recompra de acciones consiste en una estrategia de adquisición de acciones propias por parte de la empresa que las emitió, que se presenta como una alternativa al tradicional pago en efectivo de la distribución de dividendos.

Si la entidad posee grandes cantidades de liquidez o busca un cambio en la estructura financiera (deuda por capital propio) puede llevarlo a cabo de tres modos diferentes: adquisición de acciones en mercados abiertos, a través de una oferta pública de adquisiciones (OPA) realizada a un precio determinado y por un número de acciones específico o una oferta pública de adquisición de acciones a través de un gran inversor (Bel Durán, 2008).

En la primera de ellas, la empresa adquiere las acciones a precio de mercado mediante un intermediario financiero. Es el método más utilizado debido a que permite mantener el precio de las acciones.

El segundo de los métodos, incluye el conocimiento por parte del público de las intenciones empresariales permitiendo una mayor facilidad a la hora de vender los títulos. El precio al que se emiten es superior al establecido en el mercado debido a la incorporación de una prima pero es un buen método ante la necesidad de compra de numerosas acciones.

Finalmente, la oferta pública de adquisición de acciones a través de un gran inversor es una medida de carácter defensivo que busca hacerse con el control de la empresa. Reduciéndose el número de acciones en el mercado, haciendo que la situación financiera de la compañía evolucione hacia un mayor apalancamiento de los recursos propios y dé la rentabilidad financiera a los accionistas que permanecen en la entidad.

Otros de los hechos que hay que recalcar de la recompra de acciones es que se utiliza como medio para la distribución de efectivo, lo que permite a la compañía dirigirlo hacia aquellos accionistas que buscan liquidez. Esto provoca un gravamen fiscal solo en aquellos accionistas en disposición del efectivo

distribuido.

Cabe también destacar las “señales equívocas” que un reparto de dividendos puede enviar al mercado, si para el reparto de ellos la empresa se endeuda. El mercado puede concebir esta táctica por parte de la directiva, como señal de que la compañía espera obtener buenos resultados en el futuro. Sin embargo, cabe la posibilidad de que esa recompra de acciones simplemente se produzca como un modo de apalancar más la empresa (recapitalización apalancada) por diversos motivos como aumentar rentabilidad de los accionistas, adaptar la estructura financiera a los estándares del sector, etc.

La recompra puede tener un fin ampliativo, es decir, de adquirir otras empresas, o completivo, para cumplir con las obligaciones en la compra de acciones. En esta última instancia, si la entidad no tuviese recursos para la compra y postventa de acciones a sus empleados, se vería obligada a emitir las causando un efecto de dilución entre los propietarios.

Otro motivo que sustentaría la idea de una recompra podría ser, aquellas que se realicen con el objetivo de aumentar el valor de las acciones en el mercado, aumentado a su vez el valor de las opciones de compra (el mercado percibe esta recompra como motivo por parte de los directivos de incrementar unas acciones que se consideran infravaloradas).

Por último, destacar que las acciones de una recompra en cartera pueden ser dadas de baja o revendidas cuando la empresa lo considere necesario para financiar otros proyectos siempre y cuando se reciba el consentimiento legal.

Pero, ¿qué prefieren los directivos financieros de las compañías, reparto del tradicional dividendo o recompra de títulos?

4.7.1. [Recompra de acciones vs. Política de dividendos. Encuesta.](#)

Según un estudio realizado en 2004 (Brav, Graham, Harvey, & Michaely, 2004). A partir de los datos proporcionados por 384 directores financieros y 23 entrevistas adicionales. Tenía como objetivo profundizar en cuáles son los principales motivos por los que se toman las diferentes decisiones de repartir dividendos tradicionales o recompras de acciones.

Sus resultados indicaban que el mantenimiento del nivel de dividendos iba a la par con las decisiones de inversión. Por el contrario, las recompras se hacían cuando quedaban fondos suficientes de los flujos de caja después de haber invertido en los proyectos. Otra de las conclusiones obtenidas estaba relacionada con la percepción de unos ingresos estables en el futuro y su efecto sobre las políticas de dividendos. Este suceso ya se había deducido con anterioridad en la teoría de Lintner con la pequeña diferencia de que la relación pago de dividendos e ingresos futuros se debilita a lo largo del tiempo.

Hoy en día, los administradores de las compañías optan por la recompra porque lo ven como una alternativa más flexible y puede ser utilizada para incrementar el BPA. Además, de que en general, las visiones administrativas, dan muy poca importancia a las teorías de la agencia, de envío de información al mercado y efecto clientela.

Los directores opinan que las instituciones son indiferentes entre las recompras de acciones y el reparto de dividendos ya que la política de dividendos, en su opinión, no afecta significativamente al tipo de clientela de inversores. Así, las consideraciones fiscales quedan, también, totalmente en un segundo plano desde el punto de vista de las sociedades a la hora de determinar su política de retribución al accionista.

En el siguiente cuadro se resumen cuáles han sido los principales hallazgos de la investigación.

Tabla 1: ¿Qué opinan los directivos de la recompra de títulos vs el reparto de dividendos?

Punto de vista de los directores financieros sobre la política de retribución al accionista		
Reparto de dividendos	Variable	Recompra de acciones
Muy importante. No se deben suspender los dividendos a no ser que haya situaciones excepcionales	Nivel histórico de reparto	El nivel histórico no es importante
Fijo. Inflexible. Se suaviza con el tiempo	Flexibilidad	Muy flexible. No necesita ser suavizado
Hay una leve recompensa si se incrementan	Consecuencia si se incrementan	El precio de la acción se incrementa cuando se anuncia la recompra
Gran penalización por parte del mercado si se reduce o se omite	Consecuencia si se reducen	Leve consecuencia si se reduce de un año para otro
Los objetivos más comunes son mantener el nivel de dividendos, seguido del <i>pay out</i> ratio y el crecimiento de los dividendos. Los objetivos son vistos como flexibles.	Objetivo	El objetivo más común es la cantidad de dólares utilizados en la recompra. También es un objetivo muy flexible
Los fondos externos deben aumentar antes de acabar con los dividendos	Relación con fuentes de financiación externas	Las recompras de acciones deben ser reducidas antes de obtener fondos externos
Al principio mantener el nivel histórico de dividendos para luego tomar decisiones de inversión incrementalmente	Relación con las inversiones	Primero tomar decisiones de inversión, luego tomar la decisión de recompra
No reducir las recompras para incrementar los dividendos	¿Sustitutos?	Reducir los incrementos de dividendos (pero no el nivel) para incrementar las recompras
Desventajas fiscales de los	Impuestos	Ventajas fiscales de las recompras

dividendos quedan en un segundo plano		quedan en un segundo plano
Dividendos transmiten información al mercado	¿Transmisión de la información?	Recompras transmiten información al mercado
Dividendos no es un coste impuesto por la empresa para enviar al mercado señales de solidez, calidad financiera y diferenciación frente a la de los competidores	¿Señales?	Recompra de acciones no es un coste impuesto por la empresa para enviar al mercado señales de solidez, calidad financiera y diferenciación de competidores
Los inversores <i>retail</i> prefieren dividendos independientemente de las desventajas fiscales	Inversores Retail	A los inversores <i>retail</i> les gustan menos las recompras que los dividendos
A las instituciones generalmente les gustan los dividendos pero no buscan controlar la firma	Inversores institucionales	A las instituciones generalmente les gustan las recompras lo mismo que los dividendos
No es importante	Precio de la acción	Recompra cuando las acciones estén infravaloradas por el mercado
No es importante	BPA	Recomprar en un intento de aumentar el BPA es muy importante
No es importante	Opciones sobre las acciones	Recompra para compensar la dilución de opciones sobre acciones
No es importante	Efectivo en el balance	Usar para reducir la caja cuando esta es lo suficientemente alta
No es importante	Liquidez o float	No recomprar si el <i>float</i> no es suficiente
No es importante	Fusiones y adquisiciones	Importante

Se espera que pague dividendo. El crecimiento del dividendo es importante	Cash cows	Esperan devolver el capital, incluyendo la recompra de acciones
Mantendrían el compromiso del dividendo al mínimo	Si pudieran volver a empezar...	Confiarían mucho en la recompra como medio para devolver el capital al inversor
Los ingresos fueran positivos y estables	Aquellos que no pagan dividendos empezarían cuando...	El mercado estuviera infravalorando la acción
Instituciones demandasen dividendos		Tuvieran caja extra en el balance
Tuvieran pocas inversiones rentables disponibles		Instituciones demandaran recompras
		Tuviera pocas inversiones rentables disponibles
		Pensaran que las recompras pudieran hacer incrementar el BPA o compensar las dilución de opciones sobre acciones

Fuente: Payout policy in 21st century (Brav, Graham, Harvey, & Michaely, 2004)

Además de lo resumido en la tabla anterior sobre cómo los directivos ven la recompra o la distribución de dividendos desde su papel gestor, debe tenerse en cuenta también las siguientes variables:

- Hay una severa penalización a la eliminación o recorte de los dividendos
- No desviarse en exceso de los competidores
- Mantener una buena valoración crediticia
- Es bueno tener una amplia cartera de inversores
- Mantener cierta flexibilidad
- No llevar a cabo acciones corporativas que puedan reducir los beneficios por acción(BPA)

En relación con la política de dividendos, se sigue manteniendo uno de los principales hallazgos de Lintner: la política de dividendos sigue siendo muy

conservadora, que desde la perspectiva de los administradores es consecuencia de la reacción que el mercado tiene a la asimetría de información. Por este motivo, las empresas son muy reticentes a eliminar los dividendos o a disminuir su nivel. Lo mismo ocurre con aquellas entidades que no distribuyen. Son muy reticentes a instaurar una política de retribución al accionista vía dividendos por la inflexibilidad percibida.

Así, muchas de las compañías que reparten les gustaría no hacerlo y en muchas ocasiones preferirían utilizar la fórmula de la recompra, dado que la perciben como una alternativa más flexible.

También existen diferencias con el modelo de Lintner:

- El objetivo de las sociedades sobre el *pay out* es más flexible y menos importante de lo que solía ser.
- Ahora, la recompra de acciones es una de las formas más importantes de retribución debido a su flexibilidad, que permite a los gestores de la compañía alterar el *pay out* en función de las oportunidades que existan en el mercado para invertir en proyectos.

Después de todo el análisis realizado, concluyen que la política de recompra de acciones está mejor explicada por el encuadre de la teoría de Miller y Modigliani que la de dividendos. A diferencia que en la política de dividendos, el nivel de *pay out* iría a la par que el aumento en la inversión. En cambio, con dividendos solo se recurriría a fondos externos antes de eliminar el reparto. Sin embargo, el aumento de dividendos es secundario a la toma de decisiones de inversión.

También, debemos señalar que, contrariamente a la creencia popular, los gestores de las empresas opinan que una política de recompra es igual de atractiva que los dividendos para la mayoría de los inversores institucionales. De hecho, estos no lo ven como un factor determinante para atraer y mantener en el accionariado a las grandes instituciones.

Además los administradores recalcan que nunca han utilizado el *pay out* como estrategia para diferenciarse de sus competidores.

SECCIÓN III. CASO DE ESTUDIO: RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA DE LAS COMPAÑÍAS DEL IBEX 35 DURANTE LA CRISIS

5. La crisis y su impacto en el *dividend yield* de los valores del IBEX 35.

A continuación, analizaremos cuáles han sido las fórmulas utilizadas para retribuir al accionista en España durante los años de crisis financiera reciente; la rentabilidad que ha recibido el accionista; y si los gestores han preferido el reparto de dividendos, su aumento, su disminución o eliminación o, por el contrario, han optado por la recompra u otras alternativas.

Desde 2007 el mercado español y el mundial se ha visto afectado por una crisis financiera que ha llevado a los bancos centrales a bajar los tipos de interés hasta mínimos históricos, aplicar medidas extraordinarias como el *Quantitative Easing*, una crisis de deuda en Europa, el aumento de la prima de riesgo española hasta los 638 puntos básicos en 2012, caída del PIB, etc.

Como no, toda esta situación de inestabilidad impactó en los beneficios y en los flujos de caja de las compañías e inevitablemente tuvo un impacto en la bolsa con una fuerte bajada de los precios de las acciones de los principales valores del *Ibex 35*. Pero ¿cómo afectó la caída de los precios a la rentabilidad de los inversores? , ¿hubo cambios en la forma de retribución a los accionistas?

Estudiaremos, brevemente qué situación existía en 2012 y cuáles fueron las rentabilidades en ese periodo. Para centrarnos posteriormente, sobre todo en las rentabilidades obtenidas por los accionistas en los años 2013, 2014 y las estimaciones que hacen los expertos para el próximo año, además de analizar si ha habido algún cambio de tendencia en las fórmulas de retribución.

5.1. En 2012 ¿qué valores del *Ibex* eran los que mejor rentabilidad por dividendo ofrecían a sus accionistas?

Lo cierto es que los mercados españoles de renta variable en el año 2012, no atravesaban su mejor momento. La difícil coyuntura económica, el impacto negativo en los beneficios de las empresas y las buenas rentabilidades que ofrecía la renta fija al posicionarse como una alternativa más segura frente a la renta variable, hicieron que el *Ibex 35* cayera hasta 5.976 puntos en julio de ese año.

Los precios de las acciones de las principales empresas como Santander, Telefónica, FCC o BME cayeron hasta mínimos históricos llegando a precios por acción de 4,19; 4,03; 7,68 y 4,19 respectivamente (Bolsa y Mercados Españoles, s.f.). Esta situación provocó que sus *dividend yield* fueran más altos de lo normal ese año debido a que los dividendos por acción se mantuvieron más o menos constantes y el precio del título se desplomó.

Por tanto, podemos decir que los top tres valores que mejores rentabilidades por dividendo supusieron para los inversores en 2012 fueron: ACS con una rentabilidad de 11,7% (el precio de su acción paso de ser de 30 euros a principio de año a llegar a los 10 euros en julio de ese mismo año); Santander con un *dividend yield* de 10,97% y BME con 9,94% debido principalmente a la bajada del precio de su acción y al mantenimiento del dividendo (Sekulits & Esperanza, 2012).

5.2. ¿Qué ocurría en 2013?

Sin embargo, las cosas no cambiaban mucho en el año 2013. Los inversores se encontraban con unas rentabilidades por dividendo muy parecidas a las del año anterior.

Las compañías más atractivas por su rentabilidad prevista para el año 2013 eran Santander, BME, FCC, ACS Telefónica, Duro Felguera, Gas natural y Enagás. Aunque se anunciaba que las constructoras y operadoras podían dar más de un sobresalto a los inversores (Sekulits & Esperanza, 2012).

La profunda crisis que vivía España en 2012, hizo que se redujesen los beneficios de las empresas españolas, con su consecuente bajada del precio de la acción en bolsa y de la misma bolsa. Una de las consecuencias de esta conducta, fue el aumento del *dividend yield* de las compañías que convirtió al *Ibex 35* en uno de los índices con mayor rentabilidad por dividendo.

Tabla 2: *Dividend yield* de 2013 de los principales índices

Índice	<i>Dividend yield</i> 2013
<i>Ibex 35</i>	4,3%
Eurostoxx 50	3,7%
Dow jones	2,0%

Fuente: CNMV

Así el *Pay out* del *Ibex* se situó en un 60% frente al 47% de las empresas del Eurostoxx50.

Hay que mencionar que estos altos valores de rentabilidad que se dan en el *IBEX 35*, son consecuencia de un tema cultural dado que Europa, y en concreto España, son regiones muy dadas al reparto de dividendos para atraer al inversor. Por otro lado, en EEUU (anexo 1), prefieren la recompra de títulos así como en Latinoamérica son más partidarios del reparto de dividendos manteniendo siempre constante el *pay out*.

Por eso, no era de extrañar que en el top 10 de compañías mundiales que mayor rentabilidad por dividendo ofrecían, estuvieran 8 valores españoles y que todos superarán el listón del 7,6% (*dividend yield*).

Pero es necesario tener cuidado a la hora de valorar ese alto *dividend yield*. Hay que fijarse en factores claves como:

- La sostenibilidad del pago del dividendo en el tiempo
- La complicada situación financiera por la que pasaban muchos sectores.

Las altas rentabilidades por dividendo no afectaban a todos los sectores por igual. De hecho, hubo sucesos inesperados y compañías como Telefónica o ACS anunciaron la suspensión del pago de dividendos y su reducción a la mitad respectivamente. Otro sector problemático fue el bancario, dado que se tuvo que realizar un saneamiento del balance de todas las entidades, y un











aumento de sus provisiones, lo que provocó que muchas incurrieran en fuertes pérdidas, como fue el caso del Banco Popular.

No obstante, otras empresas del sector como Santander, BBVA y La Caixa, que gozaban de una mejor salud financiera, mantuvieron sus políticas de dividendos aunque modificando la fórmula e instaurando lo que se conoce como *scrip dividend*. Consiste en el canje de los dividendos por acciones o por efectivo, programa que fue y tiene bastante éxito debido principalmente a las ventajas fiscales de las que goza el accionista y sobre todo el minoritario. Aunque tiene desventajas para aquellos socios que deciden no acudir a la ampliación puesto que sus acciones pesan menos dentro del nuevo accionariado. Su posición se diluye.

En el caso del Santander en 2013, este se situaba en el podio internacional con un *dividend yield* del 10,5%. Esta situación tenía su origen en dos causas: el saneamiento inmobiliario del 90%; y el beneficio procedente del extranjero de en torno al 84%. Esto dotó a sus ingresos de estabilidad y de capacidad para seguir remunerando al accionista. Además, la fórmula del *scrip dividend* le ayudó a ahorrar mucha caja dado que el 72% de los inversores optó por recibir nuevas acciones en vez de efectivo.

Tabla 3: Rentabilidades por dividendo para el año 2013

EL 'TOP TEN' MUNDIAL

	Rentabilidad por dividendo en 2013. En % (estimación)	Rentabilidad por dividendo en 2012. En %	Dividendo bruto por acción de 2013. En euros (estimación)	Dividendo bruto por acción de 2012. En euros	Pay out* 2013 (estimación). En %	Pay out* 2012. En %	Precio objetivo, en euros	Potencial alcista, en %**	Consejos de Inversión de los analistas consultados por Bloomberg. En %		
									Comprar	Mantener	Vender
 Banco Santander	10,53	10,54	0,59	0,59	90,60	141,81	5,87	83	24	48	28
 France Telecom	9,73	10,96	0,84	0,95	71,80	74,02	11,01	27,94	28	44	28
 BME	9,47	9,94	1,56	1,63	95,71	98,59	18,38	10,54	35	35	30
 FCC	9,37	9,81	0,90	0,95	79,98	82,43	11,11	10,07	25	45	30
 ACS	8,80	11,97	1,43	1,95	49,20	65,81	18,15	10,89	19	54	27
 GDF SUEZ	8,52	8,65	1,48	1,50	90,16	94,77	20,79	17,44	47	37	16
 Telefonica	8,44	3,41	0,85	0,34	67,66	28,69	11,04	8,63	39	32	29
 df duro felguera, r.o.	7,82	8,05	0,36	0,37	59,77	58,93	6,45	38	72	14	14
 gasNatural fenosa	7,78	7,48	0,92	0,89	69,97	64,82	13,76	14,94	52	42	6
 enagas	7,64	7,15	1,16	1,09	69,91	69,79	16,97	10,62	67	26	7

Fuente: Expansión

En 2013, BME ofreció una rentabilidad del 9,47% y un *pay out* del 95% de los beneficios, según Factset, lo que no dejaba mucho margen de maniobra para hacer cambios. Aun así, los expertos de Sabadell aseguraban que esto podía hacerlo debido a su muy saneado balance y a la caja neta de 321 millones de euros y que por tanto, no tenían necesidad de reducir sus pagos para atender sus obligaciones financieras. A pesar de su buena situación financiera, temían que el volumen de negociaciones en bolsa cayera debido a: los malos resultados de las compañías que intermediaba; la implantación de la Tasa Tobin (gravamen internacional a las transacciones financieras); y el nuevo impuesto de plusvalías que se preveía podía suponer que su beneficio cayera en los ejercicios futuros y que se viera obligado a reducir su *pay out*.

La alta rentabilidad por dividendo de la constructora FCC (9,3%) venía generada por la caída de la cotización del año (-47,83%). Sin embargo, había dudas sobre su capacidad para mantener su política de pago a los accionistas dado que tenía varios frentes abiertos.

- alto volumen de deuda, 6.600 millones de euros
- las provisiones necesarias que debía hacer para su filial austriaca Alpine, podía dejar sus cuentas en números rojos

- Su participación del 70% en Cementos Portland que no estaba generando los resultados esperados, ya que la cementera estaba incurriendo en pérdidas por valor de 48,6 millones de euros.
- la dificultad por hacer despegar el negocio interior debido principalmente a la bajada de inversión en obra civil.

Su competidora ACS, era otra constructora que se encontraba en problemas debido a su exposición a España y a su elevada deuda neta. Esto suponía una amenaza para el dividendo, a pesar de que la compañía había estado haciendo por aligerar su balance vendiendo su participación en Iberdrola, y la puesta en marcha de un plan de desinversión de activos.

Aun así, era una de las compañías con mayor *dividend yield* (8,8%) debido al castigo bursátil.

Las empresas de telecomunicaciones también entraban en el ranking. Telefónica, la empresa de telecomunicaciones española por excelencia, obtuvo una rentabilidad por dividendo del 8,44% para 2013. Llegó a estas rentabilidades a pesar de los sobresaltos en la remuneración a sus accionistas, tras pasar de una suspensión en el pago de dividendos en verano a una posterior retoma a finales del año. Sin embargo, cabe destacar que los expertos del diario Expansión confiaban en la empresa para cumplir sus objetivos. Sobre todo, tras los esfuerzos que realizó para captar capital y reducir deuda con la venta de Atento (compañía dedicada a la atención del cliente CRM dentro del business process outsourcing (BPO)) y la salida a bolsa de su filial alemana, (Yourphone)

Duro Felguera la empresa especializada en proyectos de ingeniería del sector petrolífero, ofrecía una rentabilidad de 7,82% en 2013. Por motivos como, la buena gestión del negocio, su cartera de pedidos y que el 93% de sus beneficios procedían del exterior, le fue posible generar beneficios positivos y estuvo entre las empresas que mejor remuneraron a sus inversores.

Gas natural, es otra empresa que se encuentra en el *top 10* de las empresas del mundo que mejor remuneraron a sus accionistas (7,78%) sobre todo después de la integración en 2008 de Fenosa. Además, la empresa ofrecía a

los expertos como Ángel Mínguez (Bolsa 3) cierta tranquilidad en relación a su política, puesto que la compañía tenía claro que no iba a asumir más deuda en los próximos años y que no había un problema estructural de déficit de tarifa gasista lo que minimizaba el riesgo regulatorio.

Otra compañía de *utilities* española que tenía una buena posición en el ranking mundial era Enagás. Los buenos resultados, la buena posición financiera y la evolución al alza del gas hacían confiar a analistas como Natalia Aguirre de Renta 4 que no habría sobresaltos para los accionistas de esta empresa. Así lo hizo, y los socios obtuvieron una rentabilidad por dividendo del 7,64% convirtiendo a esta compañía una de las más fiables del Ibex, además, cabe señalar que Enagás elevó su *pay out* del 60% al 65% en 2012 y hasta el 70% en 2013.

5.3. El año 2014: *dividends yields* del IBEX 35

El año 2014 fue un año de récords y es que se alcanzó un nuevo máximo histórico. Las compañías españolas repartieron 41.500 millones de euros en dividendos, debido principalmente a la mejora notable de la situación económica del país y a unos balances más saneados y robustos que a los que estábamos acostumbrados en los últimos años. Estos motivos hicieron que muchas empresas volvieran a repartir dividendos, siendo la fórmula del *scrip dividend* la más utilizada. El 27% de los dividendos fueron repartidos utilizando esta fórmula (Europa Press, 2014).

Así, hasta Junio de 2014, las empresas españolas habían repartido un 51% más que en el mismo periodo del año 2013, siendo la rentabilidad media de los dividendos de la empresas españolas de un 4,9% según datos publicados por Morgan Stanley Cap. Int (MSCI), lo que para los pequeños ahorradores fueron buenas noticias debido a los bajos tipos de interés que los depósitos y la renta fija ofrecían (Voz populi, 2014).

Esta mejora se debía principalmente a la vuelta al reparto de compañías que se habían visto obligadas a suspenderlo en el primer semestre de 2013. Por consiguiente, el *pay out* del IBEX 35 aumentó hasta los 41.500 millones.

Así, quedaba la serie histórica del *pay out* del *Ibex 35* de estos últimos 6 años.

Tabla 4: *Pay out* del *Ibex35* para 2009-2014

Pay out de la Ibex 35						
Años	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Millones euros repartidos	33.892	24.592	33.659	27.153	23.414	41.500

Fuente: BME (millones de euros)

El 2009 destaca con un montante muy superior en comparación al resto de los años, a pesar de la debilitada situación económica, debido al dividendo extraordinario de Endesa de 4.556 millones de euros.

La misma empresa, que el 8 de octubre, anunció que repartiría un dividendo extraordinario de seis euros por título a cuenta de los resultados de 2014, lo que para la empresa supone repartir 14.605 millones de euros de forma excepcional.

Este dividendo extraordinario se debe a la venta a Enel de su negocio de América Latina y a la estrategia por parte de la firma de atraer inversores con el aliciente de una política de retribución excelente. Estrategia que ha disparado la rentabilidad de Endesa hasta el 48%, aunque excluyendo los dividendos extraordinarios su rentabilidad ronda el 5%. Además, esta maniobra ha supuesto un aumento de la deuda de 4.500 millones a 7.500 millones con la finalidad de “adaptar su estructura financiera al valor que los analistas e inversores consideran necesario, para un valor como Endesa” (directivos de la empresa). Lo que supuso llegar a los niveles de las *utilities* en Europa con un ratio de deuda sobre EBITDA de 2,6, según Renta 4. (Roa, 2014)

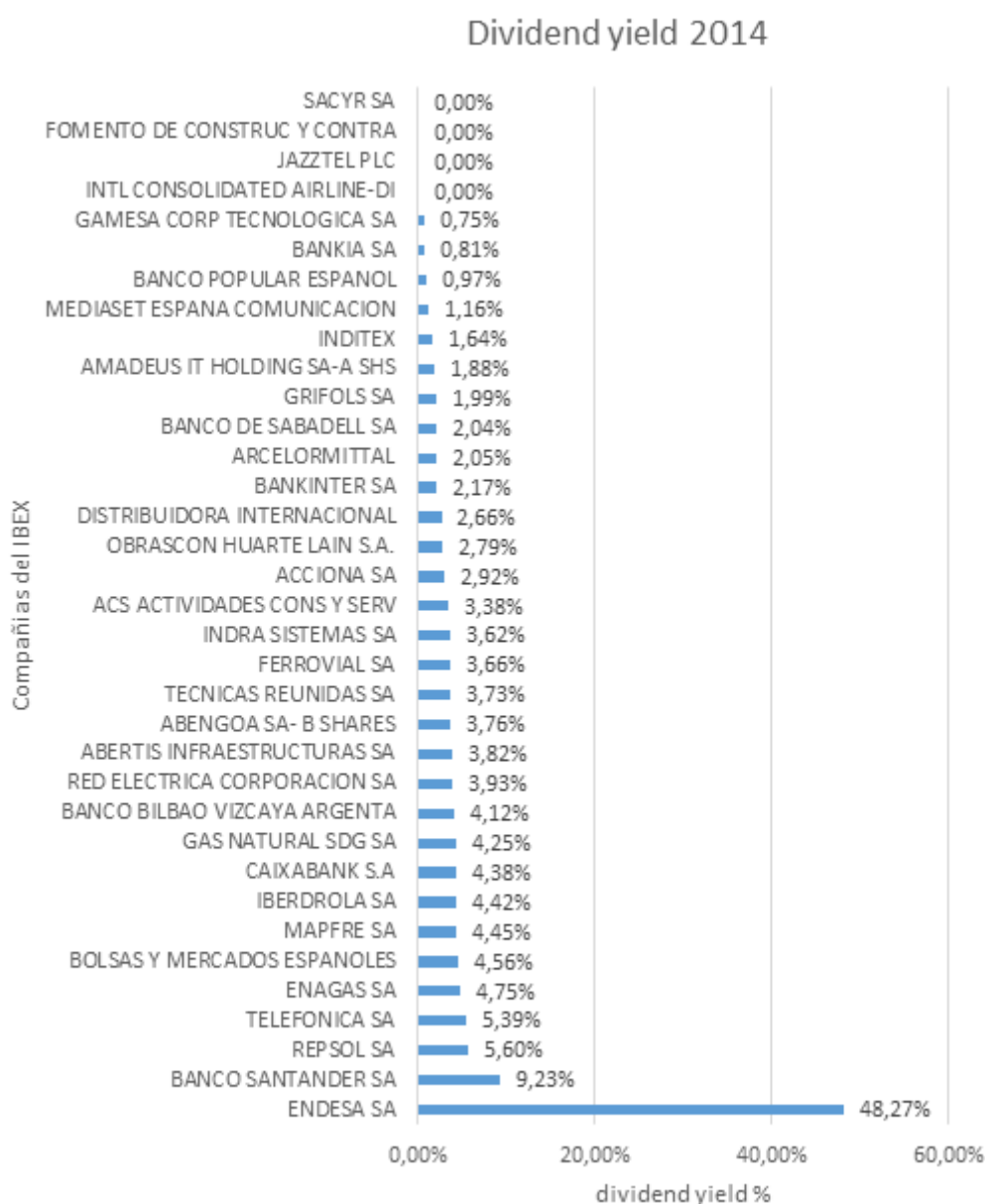
La entidad también ha manifestado su intención de apostar por una mejor retribución al accionista. Se ha marcado como ideal aumentar el dividendo ordinario un 5% con cargo a los resultados de 2015 con respecto al año anterior y en 2016 aumentarlo un 5% más con respecto a los resultados de 2015. Así, en base a sus propósitos el *pay out* de la compañía ascenderá a un 90% en 2015 y un 80% en 2016. (Esteller, 2015)

Tras haber analizado la extraordinaria actuación de Endesa, continuemos

analizando otras empresas en función de su *dividend yield* para el año 2014.

En primer lugar, el Banco Santander con una rentabilidad por dividendo de 9,23%, en segundo puesto, Repsol con un 5,6%-sin contar con su dividendo extraordinario, tras la resolución del problema de YPF que surgió en Argentina debido a la expropiación de la compañía en el año 2011. Que elevaría la rentabilidad por dividendo hasta el 11%-, Telefónica (5,39%) y Enagás(4,75%).

Gráfico 2: *Dividend yield* 2014



Fuente: Diario Expansión. Bloomberg y analistas Expansión

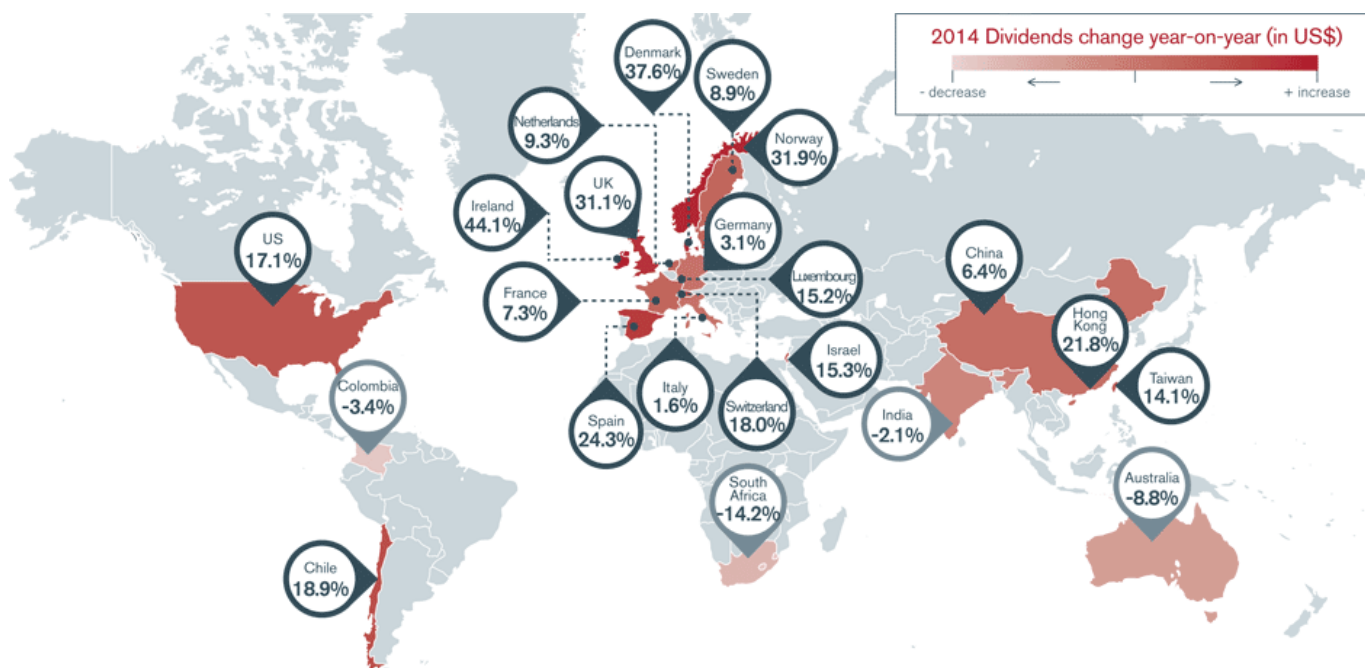
Sin embargo, este aumento de dividendos en España no es algo extraordinario, sino que estaba en la línea con lo que ocurría a nivel global.

5.3.1. Tendencias internacionales en el reparto de dividendos en el año 2014

Según el informe de 2014 de Global Dividend Index (HGDI) de Henderson, publicado en febrero de 2015, los dividendos repartidos en el mundo se han disparado un 10,5% hasta los 1,167 billones de dólares en 2014, un nuevo récord. El crecimiento del dividendo subyacente, que se ajusta a los movimientos de las divisas, el reparto extraordinario de dividendos, el calendario de los grandes pagos y los movimientos de los índices, sigue mostrando un crecimiento consistente del 8,8%.

En el siguiente cuadro, realizado por HGDI, se puede apreciar cual ha sido el cambio en los dividendos del año 2014 con respecto al 2013, y que sitúa a España en el quinto lugar del ranking mundial.

Gráfico 3: Cambio anual (2014) de reparto de dividendos



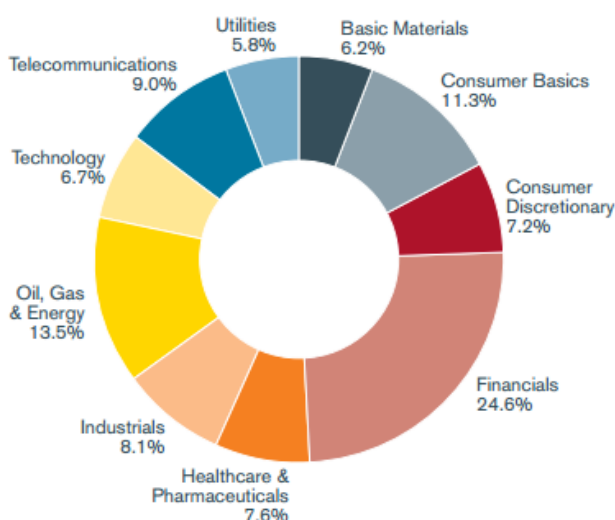
Fuente: Henderson Global Dividend

EEUU fue el principal motor del crecimiento del dividendo mundial durante 2014. Los mercados emergentes sufrieron un bajada del 11,7%, debido a los ajustes en la divisa y otros factores. En lo referente a los países emergentes, China fue el único país que experimentó un aumento con respecto a todos los miembros que conforman los BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica). Sus dividendos supusieron dos tercios del *pay out* de los mercados emergentes. Europa tuvo excelentes resultados 12,3% más con respecto a 2013, debido sobre todo a los especialmente buenos resultados españoles, suizos, holandeses y franceses.

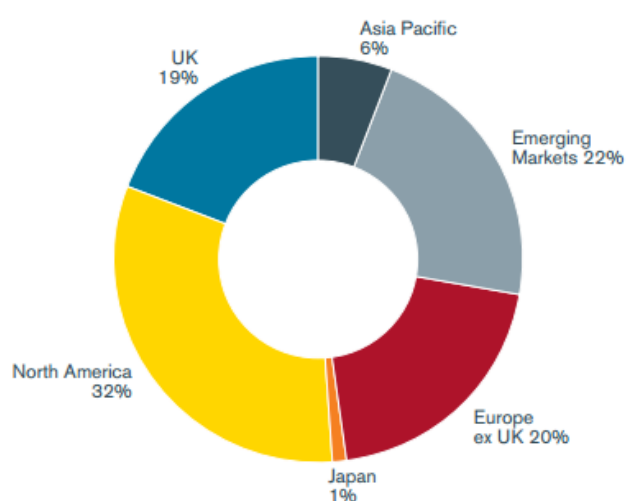
Por sectores, el mayor contribuyente a los dividendos mundiales fue el financiero con un 22% y el segundo el petrolero (13,5%). Aunque como consecuencia de la bajada de los precios a finales de este año 2014, le será difícil volver a ocupar esta posición en el podio el año que viene. A no ser que se produzca un cambio al alza en la tendencia de los precios. El tercer sector que más contribuyó fue el de las telecomunicaciones con 9% (Henderson Global investors, 2015).

Gráfico 4: Industrias y regiones que más contribuyen al dividendo global

HGDI - Global dividends 2014 - by industry



HGDI - Oil & gas producer dividends - by region



Fuente: Henderson Global Dividend

Por último, los resultados de HGDI sugieren que el crecimiento en los dividendos por parte de las compañías a nivel global crecerá solo un 0,8% en 2015. Se espera que el crecimiento del dividendo subyacente sea de un 6,9%

5.4. Perspectivas para 2015

A continuación, analizaremos cuáles son las perspectivas de retribución en España para 2015 y qué sectores repartirán más dividendos

Según las previsiones realizadas por Santander Asset Management en su informe de visión estratégica para 2015, es en Europa donde se encuentra el mayor potencial de crecimiento en 2015, a expensas de una mejora de los beneficios empresariales (Santander Asset Management, 2015). Y es que los principales indicadores de confianza empresarial apuntan a una clara mejoría de la actividad del país. Situando sus previsiones de crecimiento (1,8%) por encima de la media de la Eurozona (1,3%), estimaciones del PIB español, bastante conservadoras si comparamos con otros medios como Funcas (3%), BBVA(2,7%), el gobierno español(2,4%) o la Unión Europea(2,3%).

Esta tendencia al alza, se debe fundamentalmente al aumento del consumo de las familias y el aumento de la inversión, que se posicionan como principales motores del crecimiento de España.

Por tanto, podemos afirmar que las buenas perspectivas macroeconómicas para el próximo año, tienen una influencia en los resultados de las empresas. Por ello, antes de analizar los sectores que mayor reparto de dividendos se estima que repartan en 2015, debemos dar unas breves indicaciones sobre qué se espera a nivel macroeconómico.

Según Santander AM, no debemos perder de vista las siguientes ideas (Santander Asset Management, 2015):

- PIB 2015 esperado para Eurozona: 1,3%

- Lastrado por Italia (0,6%) y Francia (0,7%)
- Crecimiento diferencial a favor de España: 1,8%. Habrá inflación positiva, pero baja (1,2%), y continuará la preocupación por deflación
- Mantenimiento de estímulo monetario y posibles nuevas medidas del BCE: (TLTRO, compra de covered bonds, ABS, y crédito. QE público, la compra de bonos empieza el 9 de marzo)
- Tipos de interés del euro muy bajos por un periodo prolongado de tiempo
- Diferencial España-Alemania ajustándose paulatinamente hasta 75 puntos básicos
- Renta variable sostenida por flujos como única alternativa de inversión, debido a los bajos tipos de interés
- Tipo de cambio USD/EUR: posible recorrido hasta 1,20 – 1,15 por el diferente ciclo económico y monetario, pero este movimiento estará controlado por la FED

De acuerdo con los analistas del periódico económico Cincodías, utilizando datos de Factset y CNMV, las empresas del sector energético y bancario serán las que mayor *dividend yield* generarán en 2015.

El sector de empresas que mejores perspectivas presenta en términos de rentabilidad por dividendo para el accionista son las empresas energéticas: Repsol, Abengoa, Enagás y Endesa, a parte de otras compañías ya habituales como BME.

Repsol ofrece un *dividend yield* de 6,84%. La empresa petrolera utilizará la fórmula del *scrip dividend* para retribuir a sus accionistas. Aunque hay que señalar que la firma española ya se planteó la posibilidad de iniciar un programa de recompra de acciones para evitar el efecto dilutivo del *scrip dividend* de sus inversores. Finalmente, la descartó debido a la compra de Talisman(multinacional petrolífera canadiense).

Desde que la compañía usó en 2012 esta técnica como medio de pago a sus accionistas, sus principales accionistas han elegido la opción de recibir nuevas acciones y ampliar su capital, sobre todo Caixabank. No todos los grandes accionistas optarán por este método, puesto que se prevé que Sacyr cobre en

efectivo debido a su futura refinanciación del paquete de acciones.

Otra empresa de energía que se espera que ofrezca una gran rentabilidad en 2015 es Abengoa. El dividendo que repartirá, se estima, será igual que el del pasado 2014 pero su rentabilidad aumentará y se estima que sea de 4,72%. Este aumento se debe, principalmente, a la fuerte bajada de la acción durante el pasado año.

Enagás, estima que su rentabilidad por dividendo ronde el 5% y se convierta así en una de las compañías más revalorizadas y estables del mercado, junto con Red Eléctrica Corporación. Además Enagás, aseguró el 25 de febrero de 2015 que será capaz de mantener el nivel de crecimiento de su dividendo del 5% anual hasta 2017.

Endesa, después de su venta del negocio latinoamericano a Enel y su vuelta al *Ibex 35* tras la OPV, se convierte para muchas casas de análisis como Renta 4, en uno de los valores preferidos. Se estima que su rentabilidad este año se sitúe por encima del 5%.

Fuera del sector energético, el Banco Santander baja del puesto número uno del podio, debido a la decisión de cambio en la forma de pago al accionista. Santander decidió, a principios de año, que el pago de los dividendos se haría en efectivo. Además, se ha producido un descenso en el importe del dividendo. Desde 2009 el Santander lo había mantenido en 0,6 euros por acción. Ahora pasará a ser de 0,2 euros por acción.

El cambio se hará de forma progresiva, ya que todavía le falta por abonar dos dividendos en forma de *scrip dividend* con cargo al ejercicio 2014. Por tanto, la rentabilidad del Santander, de acuerdo con Factset, bajará del 8,8% al 3,4%.

Esta tendencia de vuelta al pago tradicional, en efectivo, se debe a que, según Juan Jose Fernandez-Figueras: “la fórmula del *scrip dividend* era insostenible y forzaba a hacer ampliaciones de capital todos los años y eso tenía un consecuente efecto dilutivo”.

Otras muchas entidades del sector bancario como Caixabank y BBVA ya han anunciado que comenzarán a llevar el cambio hacia el pago íntegramente en efectivo de forma progresiva. Otras empresas que no se unieron a la tendencia

del *scrip dividend* en los años 2009 y 2010, como Banco Sabadell, lo harán en este ejercicio por primera vez.

Así las entidades bancarias españolas siguen las recomendaciones hechas por el Banco Central Europeo y el Banco de España de marcarse como objetivo dividendos por acción sostenibles en el tiempo. Ya que los importes pagados durante la época del boom de los *scrip*, estaba inflada dado que el dinero que salía de las arcas de las empresas era muy inferior, ya que existía opción de cobrar en efectivo o en acciones y la mayoría de los accionistas optaban por la segunda opción.

Por tanto, en el top tres de la lista, se encuentran Repsol, Telefónica y BME. Repsol (6,84%) y Telefónica(6,75%), que ocupan el primer y segundo puesto del ranking respectivamente, optarán por un sistema mixto y retribuirán al accionista a través de dividendos clásicos y la fórmula del *scrip* . El tercer puesto lo ocupa el BME, que ha visto cómo aumentaban sus beneficios debido al aumento de las transacciones en bolsa. Ha anunciado que el *pay out* para el próximo ejercicio será del 96% y su dividendo ordinario aumentará un 38%. Su *dividend yield* se sitúa en torno al 5,6%.

También, es necesario hacer referencia a las buenas noticias de Gamesa, que anunció que volvería a instaurar el pago de dividendos que llevaba suspenso desde 2012, con un *pay out* del 25% y un *dividend yield* estimado de 1,15%. Mediaset, es otra compañía que se estima que aunque sus resultados no fueron muy satisfactorios, repartirá dividendos y tendrá una rentabilidad aproximada de 4,02%. También, Acciona anunció un dividendo de 2 euros por acción cuya rentabilidad sería de 1,09%. Por último, otras compañías que retribuirán a sus accionistas son Bankia (2,76%), IAG (1,91%), Jazztel(0,65%) y FCC(0,24%). Otras como Sacyr, continuarán sin hacerlo.

Sin embargo, no podemos dejar de mencionar el cambio de tendencia que se va a producir. Compañías como ACS, Iberdrola y Ferrovial, han anunciado que llevarán a cabo un programa de recompra de acciones, para paliar el efecto dilutivo de las sucesivas ampliaciones de capital, ocasionadas por la retribución al accionista en forma de *scrip dividend*. Al igual que otras empresas cotizadas

españolas como Amadeus, Día y Abertis que han informado que también pondrán en funcionamiento un programa de recompra de hasta 300 millones y 200 millones, respectivamente y en el caso de Abertis, de hasta un 5% de su capital entre 2015 y 2017.

Asimismo, no todas las fuentes consultadas coinciden en la valoración del *dividend yield*. En la tabla que se encuentra a continuación, se muestran las diferencias en las estimaciones sobre la rentabilidad por dividendo prevista para el ejercicio 2015, dependiendo de quiénes sean los analistas.

Las estimaciones publicadas por Cinco días, elaboradas por Factset y CNMV son más optimistas que las elaboradas por Bloomberg y los analistas del diario Expansión. Aunque, cabe destacar que no importa el mayor o menor optimismo del medio que las publica, ambos coinciden en el *top 5* de la lista.

Las mayores diferencias vienen en la parte baja de la tabla. Es el caso de Jazztel y FCC en los que, según los expertos de Factset y CNMV (estimaciones publicadas por Cinco días), estas compañías repartirían un dividendo, aunque pequeño, que las situaría con una rentabilidad del 0,65% y 0,24%, respectivamente. Mientras, los expertos Bloomberg y Expansión mantienen su *dividend yield* en el 0% (anexo 2)

Tabla 5: Estimaciones de *dividend yield* 2015

Estimaciones de <i>dividend yield</i> para 2015				
Ticker	Nombre compañía	Expansión	Cinco días	Variación
REP SM Equity	REPSOL SA	5,86%	6,84%	-14,33%
TEF SM Equity	TELEFONICA SA	5,12%	6,75%	-24,15%
BME SM Equity	BOLSAS Y MERCADOS ESPANOLES	4,77%	5,57%	-14,36%
MAP SM Equity	MAPFRE SA	4,80%	5,38%	-10,78%
ENG SM Equity	ENAGAS SA	4,86%	5,24%	-7,25%

Fuente: Cinco días. Estimaciones del diario Cinco días tomadas como base para la variación

6. Nuevas tendencias

Como hemos comentado anteriormente, una de las formas de retribución que ha tomado más importancia en los últimos años es el *scrip dividend*.

Esta fórmula está siendo la utilizada por muchas entidades, sobre todo bancarias a la hora de retribuir al accionista. Y así, en este último semestre de 2014, 10 compañías han utilizado esta fórmula para retribuir a sus accionistas.

Las empresas realizan una ampliación de capital liberada, que puede ser con cargo a reservas, que no supone ningún coste para ellas y les ofrece a los accionistas tres opciones:

- La entidad ofrece comprar a los accionistas sus derechos de suscripción de las nuevas acciones a un precio determinado. Opción que se asemeja más a la forma tradicional de pago y que a partir de principios del 2015 tributa en la horquilla del 20%-24%. Sin aplicarse la exención de los 1500 euros, que ha sido eliminada por el gobierno en la última reforma fiscal.
- Adquirir acciones nuevas
- Vender los derechos de suscripción en bolsa, lo que para los años 2015 y 2016 será la forma fiscalmente más eficiente para los pequeños inversores. Así, estos podrán diferirse el pago de impuestos. Puesto que la venta de los derechos en bolsa no tributan, ya que se considera que la venta de los derechos minorará el precio de la acciones a los que correspondían cuando estas se vendan.

La primera compañía que apostó por esta nueva forma de pago al accionista fue Santander en 2009. La mayoría de las entidades bancarias le siguieron a excepción de Banco Sabadell, Bankinter y Bankia, pero muchas otras compañías como Iberdrola, Caixabank, Acerinox, Repsol, ACS, Ferrovial, Telefónica y Banco Popular le siguieron.

En los últimos años, se ha convertido en una de las fórmulas más populares y que según los expertos seguirá creciendo hasta 2017 debido a sus ventajas fiscales para el pequeño inversor y para la compañía, que protege la caja,

puesto que solo sale liquidez de sus cuentas para pagar a aquellos socios que deciden vender los derechos a la entidad o cobrar en efectivo.

Sin embargo, también tiene ciertas consecuencias negativas, como la dilución del peso en las participaciones de los grandes accionistas que opten por recibir su dividendo en efectivo y el daño que se genera al BPA (beneficio por acción). Por este motivo, algunas sociedades como ACS, Iberdrola y Ferrovial (que comenzó a utilizar el *scrip dividend* en 2014) se han comprometido a adquirir acciones propias por hasta 1.600 millones de euros.

A continuación explicaremos a través de un ejemplo qué significa una dilución del peso de los inversores en el nuevo accionariado si no acuden a la ampliación y optan por el efectivo:

Una compañía tiene un capital social de 10.000 euros y tiene emitidas en el mercado 1.000 acciones con un valor nominal de 10 euros.

La compañía decide repartir bajo la fórmula del *scrip dividend* el beneficio de ese año, 1.000 euros.

Realiza una ampliación de capital por el mismo valor de 10 euros por acción, lo que supone que las acciones de la compañía pasan de ser 1.000 a 1.100.

El accionista tenía 50 acciones antes de la ampliación, su peso en el accionariado de la compañía era de un 5%

$$\frac{50 \text{ acciones antes de la ampliación}}{1000 \text{ acciones en total}} \times 100 = 5\%$$

Si no acude a la ampliación, su peso dentro del accionariado nuevo se verá reducido

$$\frac{50 \text{ acciones antes de la ampliación}}{1100 \text{ acciones en total}} \times 100 = 4,5\%$$

Pero si acude a la ampliación y compra todos los derechos de suscripción que le corresponden en función de las acciones que tiene, su posición dentro del accionariado se mantendrá.

Lo cierto es que para aquellos socios que sí acudieron a la ampliación,

tampoco se generó ningún valor extra, su posición dentro del accionariado sigue siendo el mismo, han recibido más acciones sí, pero debido a la ampliación de capital también hay más acciones en el mercado. Con lo cual su situación es la misma que antes de la ampliación de capital. Simplemente, tienen un mayor número de acciones de la compañía en su cartera.

7. Conclusiones y perspectivas

Después de analizar las distintas teorías sobre las políticas de dividendos y las retribuciones al accionista en las empresas que forman parte del *Ibex 35* durante el periodo 2012-2015, principal objetivo de este trabajo, podríamos concluir lo siguiente: el *scrip* parece la técnica de retribución más empleada; la tendencia al efectivo en los próximos años; la recompra de acciones en el sector español y su poco éxito; la tendencia a unos *dividend yields* más moderados; el protagonismo de España a nivel internacional a la hora del reparto de dividendos; la influencia de la fiscalidad en el pequeño accionista y la no influencia de la política de dividendos en la valoración de la compañía.

Muchas de las compañías han optado por el *scrip dividend*, que ha sido una alternativa muy buena durante el periodo de crisis para no eliminar la política de retribución al inversor y mantener el nivel de liquidez y solvencia, de primordial importancia en el periodo de crisis financiera. Sobre todo ha sido utilizada por las entidades bancarias (Santander, Caixabank, BBVA etc.), empresas del sector de las telecomunicaciones (Telefónica) y constructoras (ACS, FCC, Ferrovial). La práctica de esta política se ha visto reducida debido a su incapacidad de mantenerse en el tiempo. Esto es consecuencia de que el modelo implicaba continuas ampliaciones de capital, con el efecto dilutivo que esto suponía para aquellos socios que no acudían a la ampliación al preferir el pago en efectivo.

Sin embargo, en los próximos años parece que se va a producir una vuelta a la forma de pago tradicional de los dividendos, noticia ya anunciada por muchas empresas con Santander a la cabeza, que ha comenzado a funcionar antes de

lo previsto debido a:

- la mejora paulatina de la economía española
- la reducción de costes por parte de las compañías
- la gran expansión internacional de las empresas españolas
- la mejora de las condiciones de acceso a la liquidez debido a las políticas combinadas y a las medidas impuestas por el BCE

Del mismo modo, cabe destacar el poco éxito que tienen las recompras de acciones en España para retribuir a los accionistas. En la mayoría de los casos, no es una política alternativa al reparto de dividendos. Sino que se utiliza principalmente, para paliar efectos dilutivos generados por otras políticas como el *scrip* o ajustar los estados financieros de la empresa a los estándares que el mercado demanda.

Por otro lado, las subidas notables de los *dividend yields* de 10% y 7% durante los años de recesión (2012 y 2013) se deben principalmente a la bajada del precio de las acciones, que tuvieron fuertes descensos en este periodo, tocando mínimos históricos en julio de 2013 cuando la bolsa estaba alrededor de los 5.900 puntos.

Sin embargo, el *dividend yield* se ha ido reduciendo en los últimos meses y ajustándose a rentabilidades más realistas: debido a que las acciones comienzan a estar menos infravaloradas, su precio comienza a subir y el reparto se mantiene más o menos estable. Según señalaba el profesor Damodaran, aunque haya aumentos en los ingresos de las empresas, estos no se relacionan directamente con una subida inmediata del dividendo. Este está ligeramente diferido en el tiempo, por la incertidumbre de los ingresos futuros (Damodaran, 2014).

Es también importante señalar que España se encuentra dentro del grupo líder europeo, junto con Francia, Suiza y Holanda, que mejor y mayores dividendos reparten del mundo. La aportación mundial del mercado europeo de dividendos aumentó un 12,3% en el 2014 y se prevé que siga siendo uno de los principales motores para el año que viene, ya que se estima que las empresas

españolas repartirán cerca de 60.000 millones de euros.

Asimismo, la carga fiscal que supone para los inversores su retribución vía dividendos en vez de ganancias de capital, es un factor que influye en los accionistas, sobre todo en los pequeños a la hora de invertir. Dado que el gravamen fiscal de los dividendos es superior al de ganancias de capital. Consideración que a la empresa en sí, no le influye para determinar su política de retribución al socio directamente, pero que indirectamente, atrae a formar parte de su accionariado a un tipo u otro de inversor. Lo que demuestra que el efecto clientela es una teoría que se da en la realidad.

Por último, mencionar que las políticas de dividendos no han sido una variable importante, en la valoración de las empresas por los inversores. Estas políticas de retribución se han mantenido y han intentado no reducirse en la medida de lo posible. Lo que sugiere que los inversores han podido castigar con su valoración negativa a las empresas por otros motivos. Principalmente, por la falta de confianza en sus estados financieros, la incertidumbre macroeconómica del país o la imposibilidad de realizar proyectos futuros que fueran capaces de generar beneficios.

8. Bibliografía

Bel Durán, P. (2008). *Diccionario Expansión. Política de dividendos*. Obtenido de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/politica-de-dividendos.html>

Black, F., & Scholes, M. (1974). The effect of Dividend Yield and Dividend Policy on common Prices and returns. *Journal of financial economics*(1), 1-22.

Bolsa y Mercados Españoles. (s.f.). Obtenido de <http://www.bmerv.es/esp/asp/Comun/Graficos.aspx?tipo=IBEX>

Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (junio de 2004). Payout policy in the 21st century. *Journal of financial economics*(77), 20-23.

Damodaran (Dirección). (2014). *Session 24: Dividend policy-Trends and*

Measures [Película]. Obtenido de https://www.youtube.com/watch?v=C2XMM-E48BA&feature=youtu.be&list=PLUkh9m2BorqnDenjSLZ2DHIXrdxoN4Bn_

Esperanza, D., & Sekulitis, C. (Febrero de 2015). La mitad de las empresas del Ibex aumenta el dividendo. *Expansión*. Obtenido de http://cincodias.com/cincodias/2015/01/12/mercados/1421086629_657306.html
Esteller, R. (Febrero de 2015). Enagás subirá un 5% su dividendo hasta 2017 e invertirá 1.290 millones. *El Economista*, pág. 9.

Europa Press. (Diciembre de 2014). Las empresas españolas reparten 42.200 millones en dividendos, nuevo máximo histórico. *El Economista*. Obtenido de <http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/6331218/12/14/Las-empresas-espanolas-reparten-42200-millones-de-euros-en-dividendos-hasta-noviembre-nuevo-maximo-historico.html#.Kku8bcPLn4tneRH>

Gutiérrez-Colomer, D. (2009). Apuntes de finanzas corporativas. En U. P. ICADE (Ed.). Madrid.

Henderson Global investors. (2015). *Henderson Global Dividend Index*. Obtenido de https://az685122.vo.msecnd.net/documents/36790_2015_02_27_03_54_38_760.gzip.pdf

Hernández, F. P. (2007). *Universidad Autónoma de Madrid*. (UAM, Ed.) Obtenido de https://www.uam.es/personal_pdi/economicas/fphernan/DFITVI.B.pdf

Higgins, R. (Marzo de 1972). The Corporate Dividend-saving decision. *Journal of financial and quantitative analysis*, 1527-1541.

Lintner, J. (Agosto de 1963). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *Review of economics and statistics*, 243-269.

Litzenberger, R., & Ramaswamy, K. (Junio de 1979). The effects of personal taxes and dividends on capital assets prices: Theory and empirical evidence.

Journal of financial economics, 163-195.

Mascareñas, J. (Noviembre de 2011). *pendiente de emigración*. UCM. (U. C. Madrid, Ed.) Obtenido de <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/mon/36.pdf>

Milei, J. G. (2009). *Teoría de la inversión y mercados financieros: la "q" de Tobin y su uso en la valuación de empresas*. Obtenido de <http://revistas-test.unc.edu.ar/index.php/agris/article/viewFile/70/39>

Miller, M., & Scholes, M. (Diciembre de 1983). Dividends and taxes: Some Empirical evidence. *Journal of political economy*(90), 1118-1141.

Miller, M., & Modigliani, F. (octubre de 1961). Dividend policy, Growth, and the valuation of shares. *Journal of business*(34), 411-433.

Roa, A. (Octubre de 2014). Endesa: el dividendo más grande jamás repartido en España. *Cinco días*. Obtenido de http://cincodias.com/cincodias/2014/10/08/mercados/1412788567_849485.html

Roa, A., & Martín, P. (Enero de 2015). Telefónica, Repsol y BME liderarán la rentabilidad por dividendo en 2015 al pagar hasta un 7%. *Cinco días*. Obtenido de http://cincodias.com/cincodias/2015/01/12/mercados/1421086629_657306.html

Rozeff, M. (1987). How companies set their dividend-payout ratios. En J. Stern, & D. Chew, *The revolution in corporate Finance*. Basil Blackwell.

Santander Asset Management. (2015). *Santander AM visión estratégica para 2015*. Obtenido de <http://www.santanderassetmanagement.es/csdlv/StaticBS?ssbinary=true&blobkey=id&SSURIsscontext=Satellite+Server&blobcol=urldata&SSURIssession=false&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobwhere=1328035728822&blobheadervalue2=inline%3Bfilename%3D393%5C141%5CS>

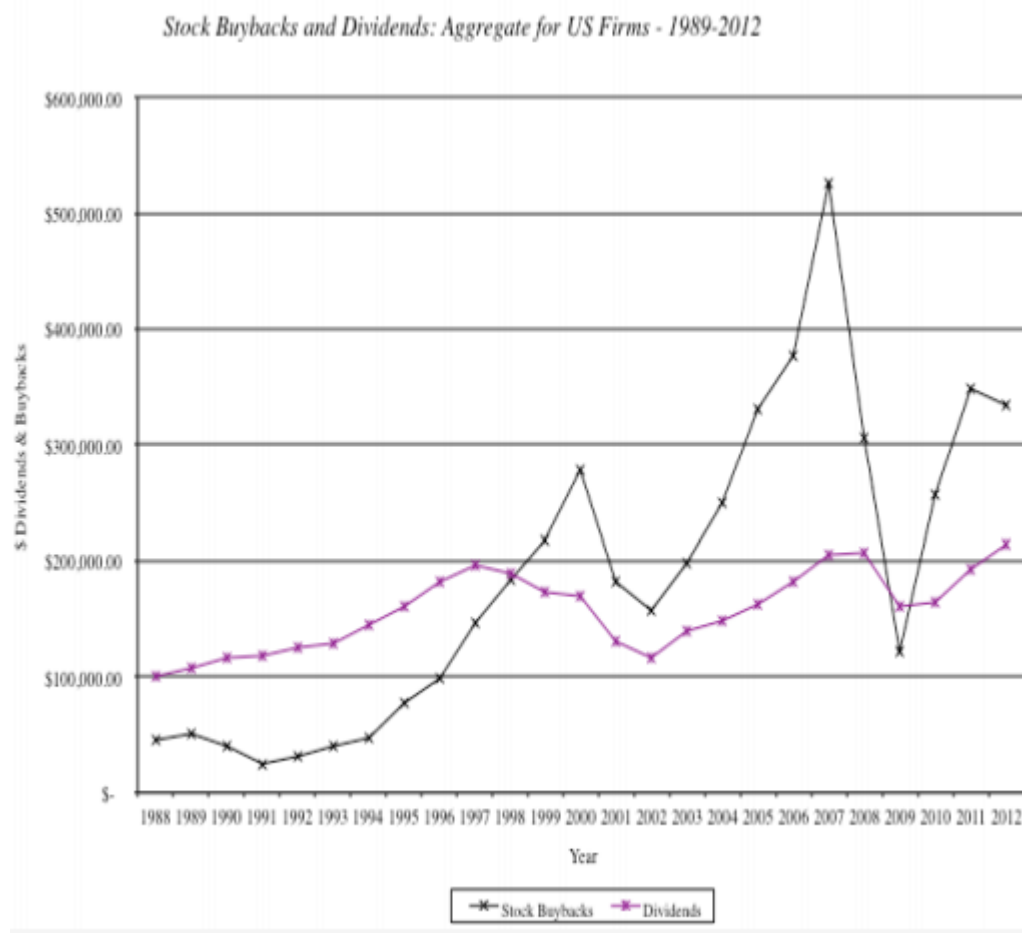
Sekulits, C., & Esperanza, D. (Noviembre de 2012). las empresas del mundo más rentables por dividendo. *Expansión*. Obtenido de

<http://www.expansion.com/2012/11/04/mercados/1352063412.html>

Voz populi. (Agosto de 2014). Más dividendos que nunca: las cotizadas españolas reparten 16.462 millones hasta junio, un 51% más que en 2013. *Voz Populi*. Obtenido de <http://vozpopuli.com/economia-y-finanzas/48114-mas-dividendos-que-nunca-las-cotizadas-espanolas-reparten-16-462-m-hasta-junio-un-51-mas-que-en-2013>

Anexos

Anexo 1: Recompra de acciones y dividendos agregados para compañías de EEUU: 1989-2012



Fuente: Damodaran online clases

Anexo 2: Estimaciones de *dividend yield* para 2015

Estimaciones de <i>dividend yield</i> para 2015					
	Ticker	Nombre compañía	Expansión	Cinco días	Variación
1	REP SM Equity	REPSOL SA	5,86%	6,84%	-14,33%
2	TEF SM Equity	TELEFONICA SA	5,12%	6,75%	-24,15%
3	BME SM Equity	BOLSAS Y MERCADOS ESPANOL	4,77%	5,57%	-14,36%
4	MAP SM Equity	MAPFRE SA	4,80%	5,38%	-10,78%
5	ENG SM Equity	ENAGAS SA	4,86%	5,24%	-7,25%
6	IBE SM Equity	IBERDROLA SA	4,48%	4,98%	-10,04%
7	GAS SM Equity	GAS NATURAL SDG SA	4,42%	4,93%	-10,34%
8	ABG/P SM Equity	ABENGOA SA- B SHARES	3,69%	4,72%	-21,82%
9	ELE SM Equity	ENDESA SA	4,49%	4,71%	-4,67%
10	IDR SM Equity	INDRA SISTEMAS SA	3,94%	4,69%	-15,99%
11	BBVA SM Equity	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	3,69%	4,60%	-19,78%
12	CABK SM Equity	CAIXABANK S.A	4,26%	4,33%	-1,62%
13	FER SM Equity	FERROVIAL SA	3,76%	4,31%	-12,76%
14	REE SM Equity	RED ELECTRICA CORPORACION SA	4,15%	4,30%	-3,49%
15	ABE SM Equity	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS SA	4,08%	4,27%	-4,45%
16	TRE SM Equity	TECNICAS REUNIDAS SA	3,85%	4,24%	-9,20%
17	ACS SM Equity	ACS ACTIVIDADES CONS Y SERV	3,38%	4,08%	-17,16%
18	TL5 SM Equity	MEDIASET ESPANA COMUNICACION	3,39%	4,02%	-15,67%
19	OHL SM Equity	OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	2,90%	3,55%	-18,31%
20	DIA SM Equity	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL	2,65%	3,52%	-24,72%
21	SAN SM Equity	BANCO SANTANDER SA	3,07%	3,40%	-9,71%
22	BKT SM Equity	BANKINTER SA	2,80%	3,25%	-13,85%
23	SAB SM Equity	BANCO DE SABADELL SA	2,48%	2,96%	-16,22%
24	BKIA SM Equity	BANKIA SA	2,24%	2,76%	-18,84%
25	AMS SM Equity	AMADEUS IT HOLDING SA-A SHS	2,09%	2,69%	-22,30%
26	ITX SM Equity	INDITEX	1,80%	2,51%	-28,29%
27	MTS SM Equity	ARCELORMITTAL	2,52%	2,45%	2,86%
28	POP SM Equity	BANCO POPULAR ESPANOL	1,75%	2,25%	-22,22%
29	GRF SM Equity	GRIFOLS SA	1,68%	1,92%	-12,50%
30	IAG SM Equity	INTL CONSOLIDATED AIRLINE-DI	1,58%	1,91%	-17,28%
31	GAM SM Equity	GAMESA CORP TECNOLOGICA SA	0,84%	1,15%	-26,96%
32	ANA SM Equity	ACCIONA SA	0,97%	1,09%	-11,01%
33	JAZ SM Equity	JAZZTEL PLC	0,00%	0,65%	-100,00%
34	FCC SM Equity	FOMENTO DE CONSTRUC Y CONTRA	0,00%	0,24%	-100,00%
35	SCYR SM Equity	SACYR SA	0,00%	0,00%	0,00%