

UNIVERSIDAD DE ALICANTE
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES



GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN EMPRESAS
CURSO ACADÉMICO 2015 - 2016
TRABAJO FIN DE GRADO

REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA EN LAS EMPRESAS COTIZADAS: UN ANÁLISIS DESCRIPTIVO 2000-2015

ESTUDIANTE

Pablo Pérez Cerdán

TUTOR/A

David Abad Díaz

DEPARTAMENTO

Economía Financiera y Contabilidad

Alicante, Mayo 2016

RESUMEN

El presente trabajo se centra, en primer lugar, en la descripción de las distintas fórmulas de retribución al accionista utilizadas por las principales empresas españolas en los últimos años, prestando especial atención a las ventajas e inconvenientes de cada una de ellas desde diferentes puntos de vista. En la segunda parte del trabajo se lleva a cabo un análisis descriptivo de la evolución de las distintas fórmulas de retribución para las empresas cotizadas del mercado español en el periodo comprendido entre 2000 y 2015. En el mismo observamos cómo la retribución al accionista se ha ido incrementado en términos cuantitativos durante el periodo de crisis y cómo las empresas han ido diversificado sus métodos de retribución en comparación con el periodo pre-crisis donde la retribución se realizaba de forma casi exclusiva en forma de pago en efectivo.

PALABRAS CLAVE: Fórmulas de retribución al accionista, Dividendo, *Scrip Dividend*, Fiscalidad.

ÍNDICE

1. <u>Introducción</u>	4
2. <u>Modalidades de remuneración al accionista</u>	6
2.1. <u>Fórmula 1. Dividendo en Efectivo</u>	8
2.2. <u>Fórmula 2. Dividendo Flexible (<i>Scrip Dividend</i>)</u>	10
2.3. <u>Fórmula 3. Reducción de Capital</u>	13
2.4. <u>Fórmula 4. Devolución de la Prima de Emisión</u>	16
2.5. <u>Fórmula 5. Ampliación de Capital</u>	18
2.6. <u>Fórmula 6. Entrega de Prima de Asistencia a Junta</u>	20
2.7. <u>Fórmula 7. Reparto de Reservas de Libre disposición</u>	21
3. <u>Análisis Descriptivo 2000-2015</u>	23
3.1. <u>Análisis agregado empresas cotizadas</u>	25
3.2. <u>Análisis de la evolución de las fórmulas de retribución (IBEX-35)</u>	30
4. <u>Conclusión</u>	35
<u>Bibliografía</u>	36

1. INTRODUCCIÓN

Desde 2008, año en que se incrementan las dificultades económicas para la mayoría de las empresas cotizadas en el mercado español, la retribución agregada al accionista satisfecha por dichas empresas se ha situado siempre por encima de los 24.500 millones de euros anuales, con un máximo histórico de 33.900 millones en 2009, cifra cinco veces superior a la anotada en el año 2000. De esta manera observamos cómo el periodo de crisis económica y financiera iniciado en 2008 ha coincidido con un incremento sustancial de la retribución a los accionistas utilizando, de alguna manera, esta fórmula como un escudo contra la crisis, contra la desconfianza, y contra la incertidumbre.

También ha quedado demostrado que la bolsa española es un mercado que, tradicionalmente, se ha caracterizado por una elevada remuneración al accionista, en el que los inversores otorgan cada vez más importancia a este tipo pago, no solo mediante la distribución clásica de los beneficios en forma de dividendo efectivo, sino que cada vez es más común ver nuevas y distintas fórmulas de remuneración con alto grado de sofisticación sobre las que trataremos en detalle en este trabajo.

El incremento en la remuneración al accionista ha llegado hasta tal nivel que el crecimiento de los dividendos pagados por las compañías ha superado de manera sustancial el crecimiento de valor de las compañías cotizadas medidas por su capitalización bursátil. Es más, esta brecha entre remuneración al accionista y evolución de la capitalización bursátil se ha agudizado a partir del año 2007.

A partir del año 2008 también se produce otro fenómeno relevante y es que la rentabilidad por dividendo de las empresas cotizadas de la bolsa española supera la rentabilidad de la Deuda Pública española a 10 años. Si no fuera por los dividendos, la rentabilidad a 10 años de la bolsa española pasaría de un promedio acumulado del 5,9% al 1,1% anual. Estos datos dejan patente que el dividendo en efectivo en la Bolsa española es más atractivo que otras fórmulas de remuneración debido a que muchos de los que invierten en la Bolsa son ahorradores que tradicionalmente compraban bonos o depósitos y buscan la obtención de rentas trimestrales, semestrales o anuales. Ante la falta de alternativas rentables en el entorno económico actual, estos ahorradores han puesto sus ojos en el mercado de valores, en estas acciones con pagos regulares y cuya rentabilidad media se sitúa en torno al 4%.

Todo este crecimiento contrasta con un factor relevante que no es otro que la fiscalidad que soportan los inversores y que es conveniente tener en cuenta a la hora de llevar a cabo la remuneración a los accionistas. La conclusión mayoritaria a la que se ha llegado por parte de investigación es que, desde una perspectiva fiscal, los dividendos deberían ser mínimos y las fórmulas de remuneración se deberían realizar de manera que resulte más eficiente para los inversores desde el punto de vista fiscal. Esta conclusión es debida a que, desde el punto de vista fiscal, la recepción del dividendo se encuentra en desventaja frente a, por ejemplo, las ganancias de capital. Las ganancias de capital cuenta con la discrecionalidad del inversor, mientras que los dividendos le vienen dados. Ello implica que, en el caso de los dividendos, el inversor paga impuestos en el momento en que le son entregados, mientras que el pago de impuesto puede ser diferido en el caso de plusvalía a cuando se realice la venta de los títulos, que puede ser cuando el inversor considera que es más oportuno desde el punto de vista fiscal.

Pese a la recomendación dada desde el punto de vista de la fiscalidad, cabe preguntarse por qué motivo es tan común el pago de dividendos en la bolsa española. La respuesta hay que buscarla, por supuesto, más allá del ámbito fiscal. Lo que las empresas buscan con el incremento del dividendo año tras año es proporcionar una señal a los inversores de que su situación financiera es solvente y que pueden permitirse el distribuir beneficios año tras año. De esta manera, los pagos de dividendos están negativamente correlacionados con la variación del riesgo financiero de la compañía. Las investigaciones realizadas han demostrado que aumentos del dividendo están relacionados con menor riesgo financiero mientras que disminuciones de los pagos llevan aparejados aumentos del mismo (teoría de señales).

Pero el dividendo no es la única forma de retribución al accionista, los programas de recompra y amortización de acciones, utilizados de manera frecuente en mercado bursátil americano desde hace años, suponen una forma alternativa de retribución que eleva la rentabilidad para el accionista y, a la vez, aumenta la flexibilidad financiera de las compañías cotizadas. Las acciones recompradas pueden ser amortizadas o mantenidas en el balance de la compañía perdiendo, en ambos casos, su derecho de voto y de reparto de los recursos generados por la compañía. De esta manera, en el mercado bursátil americano, el volumen de recompras ya es comparable a los pagos de dividendos desde hace algunos años, si bien es cierto, que es una práctica utilizada, fundamentalmente, por compañías jóvenes con mayores niveles de riesgo.

2. MODALIDADES DE REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA

En esta sección tratamos de identificar las distintas fórmulas de retribución al accionista empleadas por las compañías cotizadas en la bolsa española durante los últimos años. Señalaremos, igualmente, las principales ventajas e inconvenientes de cada modalidad. Así, a lo largo de los últimos años encontramos numerosas alternativas de remuneración de las empresas a sus accionistas. En las últimas dos décadas, la principal vía de remuneración de las empresas ha sido, fundamentalmente, la de distribuir parte de los beneficios en efectivo. Pero no solo mediante entregas de efectivo se ha retribuido a los participantes en el capital de estas empresas, siguiendo el informe de Bolsas y Mercados Españolas (BME) dirigido por García-Coto en 2013 podemos encontrar hasta 19 fórmulas distintas de remuneración al accionariado:

- Tipo 1. Dividendo en efectivo con cargo a resultados del ejercicio.
- Tipo 2. Dividendo en efectivo con cargo a reservas de libre disposición.
- Tipo 3. Dividendo elección con suscripción de acciones.
- Tipo 4. Dividendo elección con venta de derechos en el mercado.
- Tipo 5. Dividendo elección con venta de derechos a la empresa.
- Tipo 6. Dividendo en efectivo con cargo a resultados con opción de reinversión en acciones procedentes de la autocartera o adquiridas en el mercado.
- Tipo 7. Dividendo en efectivo con cargo a resultados con opción de reinversión en acciones nuevas.
- Tipo 8. Reducción de capital mediante reducción de nominal con devolución de aportaciones.
- Tipo 9. Reducción de capital mediante amortización de acciones de la autocartera.
- Tipo 10. Reparto de reservas de libre disposición mediante la entrega de acciones de otras empresas cotizadas o no cotizadas.
- Tipo 11. Devolución de la prima de emisión mediante la entrega de acciones de empresas cotizadas o no cotizadas.

- Tipo 12. Devolución de la prima de emisión mediante pago en efectivo.
- Tipo 13. Reparto de reservas de libre disposición mediante la entrega de acciones de la autocartera.
- Tipo 14. Devolución de la prima de emisión mediante entrega de acciones procedentes de la autocartera.
- Tipo 15. Ampliación del capital mediante la emisión de acciones liberadas con cargo tanto a reservas como a prima de emisión.
- Tipo 16. Ampliación del capital mediante la emisión de acciones parcialmente liberadas con cargo tanto a reservas como a prima de emisión.
- Tipo 17. Entrega de la prima de asistencia a Junta.
- Tipo 18. Dividendo a elegir, en efectivo, en acciones o en acciones de otra sociedad, con cargo a resultados del ejercicio.
- Tipo 19. Retribución a elegir: en efectivo con cargo a reservas voluntarias o en acciones propias con cargo a reservas por prima de emisión.

Cada una de las fórmulas anteriores se caracteriza por poseer una fiscalidad distinta para los inversores, por el diferente impacto de cada una de ellas sobre la estructura de capital de la empresa, y por una reacción distinta del precio en el mercado. La clasificación ofrecida en el informe es muy extensa y, en ocasiones, las diferencias entre algunas de ellas es escasa. Con el objeto de facilitar este estudio y el análisis descriptivo posterior, agrupamos las fórmulas enunciadas en un total de 7 que serán las que utilizemos a lo largo del estudio.

Fórmula 0	Sin Dividendo
Fórmula 1	Dividendo en Efectivo
Fórmula 2	Dividendo Flexible (<i>Scrip Dividend</i>)
Fórmula 3	Reducción de Capital
Fórmula 4	Devolución de la Prima de Emisión
Fórmula 5	Ampliación de Capital
Fórmula 6	Entrega de Prima de Asistencia a Junta
Fórmula 7	Reparto de Reservas de Libre Disposición

2.1. FÓRMULA 1: DIVIDENDO EN EFECTIVO.

Esta primera fórmula es la más conocida y más utilizada por las empresas para remunerar periódicamente a sus accionistas y hacerles partícipes de los beneficios generados en el ejercicio actual o en anteriores. Este pago puede ser en forma de dividendo único cuando se realiza un solo pago anual o en forma de dividendo a cuenta cuando la empresa realiza pagos parciales de forma anticipada antes de que finalice el ejercicio fiscal. Una vez que se aprueba la aplicación del resultado y se acuerda definitivamente el dividendo total, la empresa abona a los accionistas el dividendo complementario que no es más que la diferencia entre el dividendo total y la suma de todos los dividendos a cuenta entregados. Cuando un pago se considera de carácter excepcional y es adicional al sistema de retribución ordinario estamos ante un dividendo extraordinario.

La distribución de un dividendo en efectivo no altera el grado de participación de los accionistas en el capital de la empresa, sin embargo, sí que altera la estructura de capital de la compañía, ya que el reparto de estos dividendos conlleva una reducción de los fondos propios de la compañía en una cuantía equivalente al importe bruto repartido, y por tanto, del patrimonio neto de la misma. Su contrapartida en el activo es una disminución de la posición de tesorería. Sólo en caso de que la empresa permita a sus accionistas la posibilidad de reinvertir el dividendo en la adquisición de acciones nuevas o acciones procedentes de su autocartera podríamos ver un impacto en el grado de participación de los accionistas. En ese caso, el grado de participación de los accionistas quedaría alterado de forma que los accionistas que reinvierten verán incrementada su participación en la compañía frente a los que decidiesen no hacerlo. Estos últimos reducen su cuota ya que las acciones anteriormente en autocartera pasarían a participar en la cuantía total del beneficio de la empresa a distribuir.

El efecto sobre la cotización de mercado de la empresa es claro, al menos de forma teórica. A partir de la fecha en la que las acciones dejan de tener derecho a percibir el dividendo se producirá un ajuste técnico que consistirá en minorar la cotización en una cuantía equivalente al importe bruto pagado por acción. Esto es debido a que la pérdida de este derecho tiene que ser reflejada en el precio de la acción ya que no tiene el mismo valor la acción el día anterior con el derecho a percibir el dividendo que la acción tras la fecha sin derecho a percibir el dividendo.

Respecto a la fiscalidad de este tipo de fórmula, los dividendos en efectivo

reciben el tratamiento fiscal de Rendimientos del Capital Mobiliario, y como tal estarán sometidos a retención, que será aplicada por la compañía que distribuye el dividendo. Esta retención se realizará sobre el importe bruto del dividendo. Además, estos dividendos en efectivo deberán ser integrados por los inversores en sus respectivas declaraciones del IRPF, integrándolos en la Base Imponible del Ahorro por sus importes brutos.

VENTAJAS E INCONVENIENTES

Las principales ventajas que podemos encontrar en la distribución de los dividendos en efectivo serían:

- Los inversores recibirían rentas en efectivo de manera periódica en función de la empresa, con la posibilidad de poder elegir de manera libre e independiente en que utilizar estos fondos: bien reinvertirlos en otras empresas, en la misma empresa o destinarlo a otros productos de inversión.
- Este tipo de empresas que reparten periódicamente dividendos en efectivo absorberán durante los periodos en los que la economía se encuentre en un contexto con tipos de interés bajos a los inversores que buscan rentabilizar sus ahorros y no puedan alcanzar sus objetivos mediante la inversión en renta fija.
- El reparto de dividendos mediante esta fórmula no produce variaciones en la participación de los accionistas en la empresa (excepto en caso de posible reinversión).

Los principales inconvenientes que podemos encontrar en la distribución de dividendos en efectivo serían:

- La desventaja fiscal de tener que pagar los impuestos en el momento actual en vez poder diferir la tributación de estos beneficios a un momento posterior si la cantidad abonada permaneciera en los fondos de la empresa.
- En el caso de que la empresa distribuya un dividendo en efectivo con opción de reinversión en acciones nuevas o en acciones procedentes de la autocartera, los accionistas que perciban el dividendo en efectivo sufrirán la dilución de su paquete de acciones frente a aquellos accionistas que elijan reinvertir el dividendo, reduciendo su grado de participación en el capital social de la empresa.

2.2. FÓRMULA 2: DIVIDENDO FLEXIBLE (*SCRIP DIVIDEND*)

El Dividendo Flexible o *Scrip Dividend* es una fórmula de remuneración aplicada recientemente por muchas empresas, sobre todo por aquellas que tienen una alta necesidad de reducir una parte importante de su elevado endeudamiento o aquellas empresas del sector financiero que han tenido necesidad de recapitalizar sus balances. Esta fórmula consiste en la entrega a los actuales accionistas de la empresa de derechos de asignación que podrán ser utilizados para suscribir gratuitamente acciones procedentes de una ampliación de capital liberada o convertirlos en efectivo mediante la venta de los derechos. El número de derechos que se le asigna a cada accionista depende del número de acciones que posee ya que por cada acción de su cartera recibe un derecho de asignación. Estos derechos, una vez que son entregados, son negociables en el mercado bursátil durante un periodo determinado de tiempo en el cual el accionista podrá transmitirlos libremente si quiere y convertir así en efectivo la remuneración percibida en forma de derechos de asignación. Cabe destacar que esta fórmula de remuneración ofrece a los accionistas tres alternativas y estos pueden elegir la que mejor se adapte a sus preferencias:

- a) *Suscribir nuevas acciones de la empresa*: Se trata de acudir a la ampliación de capital liberada y suscribir gratuitamente acciones nuevas con todos o parte de los derechos de asignación que le han correspondido.
- b) *Venta de los derechos en el mercado*: Consiste en vender en el mercado todos o parte de los derechos de asignación que le han correspondido e ingresar el importe en efectivo
- c) *Venta de los derechos a la empresa*: Consiste en vender a la compañía todos o parte de los derechos de asignación que le han correspondido e ingresar el importe en efectivo.

La diferencia más importante entre la venta de los derechos en el mercado o la venta de los derechos a la empresa radica en la fiscalidad aplicada al inversor.

Puede ocurrir que el número de derechos de asignación gratuitos que tenga el accionista no le permitan recibir un número exacto de acciones de nueva emisión. En este caso tendrá a su disposición tres alternativas: Adquirir un número suficiente de derechos en el mercado para que la suma total le permita adquirir un número exacto de acciones de nueva emisión. Las otras dos opciones serían, o bien transmitir los derechos

sobrantes a la sociedad a un precio fijo garantizado, o bien vender estos derechos sobrantes en el mercado al precio de cotización que exista en el momento de la venta.

La distribución de los beneficios en forma de *Scrip Dividend* tiene dos posibles consecuencias sobre la estructura de la compañía y sobre el grado de participación en la misma de los accionistas. En el supuesto caso de que el 100% del accionariado optara por la suscripción de nuevas acciones de la empresa, el patrimonio neto de la compañía no sufriría ninguna modificación cuantitativa, tan solo se trataría de una modificación cualitativa en la estructura de los Fondos Propios, ya que aumentaría el capital social y se reducirían en igual cuantía las reservas de libre disposición. En este caso, el grado de participación de los accionistas en el capital seguiría siendo también el mismo. Ahora bien, en el supuesto caso de que el 100% del accionariado optara por la venta de los derechos a la empresa, el resultado supondría una salida de tesorería, equivalente a un pago de dividendo en efectivo (Fórmula 1). Esta compra de los derechos por parte de la empresa produce una reducción en los fondos propios de la compañía en una cuantía equivalente al importe bruto de todos los derechos comprados. En el activo del balance veríamos una disminución de la posición de tesorería, que sería el mismo efecto que si la empresa hubiese repartido un dividendo en efectivo por este importe. Obviamente, entre estos dos supuestos extremos con los accionistas suscribiendo el 100% de las acciones o cobrando el 100% en efectivo de la empresa, se producirían situaciones intermedias en la que la empresa sólo reduciría sus Fondos Propios en el porcentaje de accionistas que optaran por recibir el importe en efectivo de la venta de sus derechos a la empresa. En el caso de los derechos que son vendidos al mercado, la reducción de los fondos de la empresa dependerá de que los compradores posteriores suscriban las nuevas acciones o finalmente los acaben vendiendo a la empresa. La práctica habitual es que estos derechos sean comprados para suscribir las nuevas acciones ya que parece fiscalmente ineficiente comprar unos derechos para acabar vendiéndoselos a la empresa.

El efecto que produce la distribución del *Scrip Dividend* sobre la cotización de mercado de la empresa es claro. Según la teoría, a partir de la fecha en la que las acciones dejan de tener derecho a percibir estos derechos de asignación se producirá un ajuste técnico que consistirá en minorar la cotización en una cuantía equivalente al valor teórico del derecho de asignación. Esto es debido a que la pérdida de este derecho tiene que ser reflejada en el precio de la acción ya que no tiene el mismo valor la acción el día anterior con el derecho a percibir estos derechos de asignación que la acción tras la

fecha sin derecho a percibirlos.

Respecto su fiscalidad, encontramos varios supuestos:

- a) En el caso de que el accionista opte por ejercitar los derechos y recibir las acciones correspondientes se verá beneficiado fiscalmente. La entrega de acciones liberadas no está sometida a retención y por tanto no se consideran tampoco rendimientos del capital mobiliario.
- b) En el caso de que el accionista opte por vender los derechos de asignación gratuita en el mercado, el importe efectivo obtenido de la transmisión disminuye el valor de adquisición de las acciones de las que proceden los derechos y no habría efectos fiscales hasta la transmisión de los títulos. Sólo en el caso en el cual el importe de la venta fuese superior al valor de adquisición de las acciones de procedencia, esta diferencia tendría la consideración de ganancia patrimonial en el periodo impositivo en que se produce la transmisión de los derechos.
- c) Si los derechos de asignación se venden a la empresa, el importe en efectivo percibido recibe el tratamiento fiscal de Rendimientos del Capital Mobiliario, y como tal estarán sometidos a retención, que será aplicada por la compañía que distribuye el dividendo. Esta retención se realizará sobre el importe efectivo recibido. Además, estos importes en efectivo recibidos deberán ser integrados por los inversores en sus respectivas declaraciones del IRPF, integrándolos en la Base Imponible del Ahorro por sus importes brutos.

VENTAJAS E INCONVENIENTES

Las principales ventajas que podemos encontrar en la remuneración mediante *Scrip Dividend* serían:

- La principal ventaja de este tipo de remuneración viene dada por la flexibilidad que aporta al accionista, ya que según sus preferencias y necesidades en el momento en el que se distribuya el beneficio, podrá elegir entre suscribir nuevas acciones y seguir posicionado en la empresa, o bien vender los derechos y recibir su valor en efectivo.
- Este tipo de fórmula de remuneración aporta ventajas fiscales para el accionista ya que tanto con la suscripción de nuevas acciones como con la venta de derechos al mercado, el inversor estaría posponiendo la tributación en el tiempo

hasta el momento en el cual el accionista venda sus acciones. De ellas, la venta de los derechos al mercado parece la opción fiscalmente más interesante para el inversor, ya que estaría percibiendo un importe en efectivo en el momento actual y sin embargo, estaría posponiendo la tributación hasta el momento futuro en que venda sus acciones.

- En cuanto a la solvencia a largo plazo de la empresa, esta fórmula ofrece a la empresa la posibilidad disminuir su salida de caja en la medida en que haya accionistas que prefieran suscribir las acciones nuevas. Con esta operación, la empresa habrá retenido parte de la remuneración a cambio de emitir nuevas acciones y por tanto, habrá reforzado sus recursos propios.

Los principales inconvenientes que podemos encontrar en la remuneración mediante *Scrip Dividend* se resumen en:

- Aquellos inversores que opten por cobrar el importe en efectivo, vendiendo los derechos de asignación estarán sufriendo la dilución de su participación frente a aquellos accionistas que eligieron suscribir nuevas acciones, reduciendo su participación en el capital social de la empresa.
- El *Scrip Dividend* tiene la desventaja de requerir un esfuerzo adicional por parte del accionista ya que, en general, la opción que se ofrece por defecto es la de suscribir las nuevas acciones de la compañía. Las otras opciones tienen que ser solicitadas de forma explícita por el accionista, el cual tendrá que estar pendiente de presentar la documentación necesaria en el plazo correspondiente.

2.3. FÓRMULA 3: REDUCCIÓN DE CAPITAL

Otra alternativa de remuneración menos conocida y utilizada es la consistente en reducir capital con diversos fines:

- a) La primera opción consistiría en reducir el capital social mediante la disminución del valor nominal unitario de las acciones, haciendo entrega a los accionistas de una determinada cantidad de dinero en efectivo en concepto de devolución de aportaciones. Se trata, por tanto, de devolver a los accionistas una parte del patrimonio que estos tienen en la compañía y que fue aportada en fecha anterior. Esta opción hace posible que los accionistas reciban un ingreso en

efectivo sin que ello implique una venta de acciones de la compañía. Sin embargo, esta fórmula de remuneración lleva consigo una disminución del valor en libros o valor contable de las acciones.

- b) La segunda opción de remuneración sería la de reducir capital mediante la amortización de todas o parte de las acciones que la compañía tiene en su autocartera. La retribución al accionista vendría a través de las ganancias de capital fruto de la revalorización de las acciones como consecuencia de la reducción del número de títulos en circulación.

Tras la reducción de capital, en ambos casos, es claro que se altera la estructura de la compañía, ya que la devolución de aportaciones a los socios o la amortización de acciones en circulación suponen una reducción de los fondos propios. Sin embargo, en la primera opción, en la que se produce una devolución de las aportaciones a los socios en función del número de acciones que posean, no se produce alteración alguna en el grado de participación de éstos en la compañía. Esta situación no se produce en el segundo ya que, ahora, el número de acciones en circulación es menor y cada accionista ve incrementado su grado de participación en la misma proporción en la que se reduce el capital, eso sí, sin que se modifique la relación de fuerza entre ellos.

El efecto sobre la cotización de mercado sería la siguiente: a partir de la fecha en la que las acciones dejan de tener derecho a recibir la devolución de aportaciones del primer caso, se debe producir un ajuste técnico que consistirá en minorar la cotización en una cuantía equivalente al importe de las devoluciones que se ha pagado por acción. Esto es debido a que la pérdida de este derecho tiene que venir reflejada en el precio de la acción, ya que no tiene el mismo valor la acción el día anterior con el derecho a percibir la aportación que la acción tras la fecha sin derecho a percibirla. En el caso de amortización de acciones propias el efecto sobre la cotización sería el contrario, se induciría a un aumento de valor de las acciones aunque este cambio se produciría, probablemente, a más largo plazo ya que, al reducirse el número de acciones en circulación, mejoraría el beneficio por acción y el dividendo por acción en el futuro.

En cuanto a su fiscalidad, vemos cómo en la reducción de capital con devolución de aportación a los socios, las cantidades devueltas minorarán el valor de adquisición de las acciones hasta su anulación, sin que se produzca efectos fiscal alguno hasta la transmisión de estos valores (salvo que el efectivo devuelto excediese el valor de adquisición, en cuyo caso tributaria como Rendimiento del Capital Mobiliario). Cuando

la finalidad de la reducción de capital es la de amortizar las acciones, esta operación no tiene ningún efecto fiscal para el accionista, ni en el momento actual, ni en el futuro cuando venda las acciones. Esto es así debido a que la amortización de acciones no conlleva devolución de aportaciones al ser la compañía la titular de las acciones amortizadas (proceden de su autocartera).

VENTAJAS E INCONVENIENTES

Las principales ventajas que podemos encontrar en la reducción de capital para retribuir a los accionistas serían:

- Al reducir capital para devolver a los accionistas parte de sus aportaciones mediante un pago en efectivo adicional, estos recuperarían parte del patrimonio invertido en la compañía en forma de efectivo a la vez que siguen manteniendo el mismo número de acciones y el mismo grado de participación en la compañía.
- La amortización de acciones de la autocartera de la empresa sería una de las formas más eficientes de retribuir al accionariado desde el punto de vista impositivo ya que es la única opción que no tiene ningún efecto fiscal para los inversores.

Los principales inconvenientes que podemos encontrar en la reducción de capital para retribuir a los accionistas serían:

- El llevar a cabo una reducción de capital para devolver parte del capital social a los accionistas puede complicar el cumplimiento de las garantías exigidas por los acreedores a medio y largo plazo, dificultando el futuro acceso a la financiación en condiciones interesantes, pudiendo llegar incluso a que los actuales acreedores de la empresa se opongan a la reducción de capital si no se garantiza un determinado ratio de solvencia o se pone en peligro la devolución de las deudas actuales.
- Existen costes aparejados a esta operación y además, en el caso de no dotar la reserva legal tras la reducción de capital, pueden establecerse limitaciones para el reparto futuro de dividendos.

2.4. FÓRMULA 4: DEVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE EMISIÓN.

Otra opción que tiene la empresa para retribuir a sus accionistas es la de devolverles parte de la prima de emisión que en ampliaciones de capital anteriores éstos desembolsaron a favor de la empresa. A través de esta operación, la empresa retribuye a los accionistas devolviéndoles lo que pagaron por encima del valor nominal de las acciones en el momento que las suscribieron. Para la devolución de la prima de emisión existen tres alternativas:

- a) Devolver la prima de emisión mediante pago en efectivo.
- b) Devolver la prima de emisión mediante la entrega de acciones de otras empresas.
- c) Devolver la prima de emisión mediante entrega de acciones propias de la autocartera.

Esta segunda alternativa de retribución comentada arriba ha sido empleada en algunas ocasiones cuando una empresa cotizada toma la decisión de que una filial comience a cotizar y utiliza la distribución de estas acciones para dotar a su filial de una base amplia de accionistas y de esta forma dar cumplimiento al requisito de difusión previa de las acciones.

El hecho de distribuir parte de las reservas por prima de emisión genera una alteración en la estructura de capital de la compañía ya que estas reservas forman parte de sus Fondos Propios, por lo que su salida, ya sea en forma de efectivo o mediante acciones de otras empresas, ocasiona una reducción de dichos fondos propios que tiene su contrapartida en una reducción del activo. El grado de participación de los accionistas en la sociedad no se vería alterado ya que ni se modifica el capital social ni el número de acciones que los accionistas tienen en su cartera. La excepción es el caso c), ya que en tal caso no se producirá ninguna modificación cuantitativa, pero sí cualitativa. Las acciones propias que posee la compañía se encuentran anotadas en el pasivo con signo negativo y al darse de baja el patrimonio neto aumenta, al tiempo que disminuyen las reservas por prima de emisión por la utilización que se hace de ellas. En este caso se incrementa el grado de participación de los accionistas, aunque no se modifica la relación de fuerzas entre ellos.

El efecto que produce la devolución de la prima de emisión sobre la cotización de mercado de la empresa es el siguiente: a partir de la fecha en la que las acciones dejan

de tener derecho a percibir este pago se producirá un ajuste técnico que consistirá en minorar la cotización en una cuantía equivalente al importe devuelto de esa prima de emisión. Esto es debido a que la pérdida de este derecho tiene que ser reflejada en el precio de la acción ya que no tiene el mismo valor la acción el día anterior con el derecho a percibir esta retribución que la acción tras la fecha sin este derecho.

En lo referente a la fiscalidad que tendrán que soportar los inversores, la distribución de la prima de emisión, bien mediante acciones de la propia compañía o de otra compañía cotizada o no cotizada, bien mediante un pago en efectivo, tiene el efecto de minorar hasta su anulación el valor de adquisición de las acciones de la empresa. Por tanto, no están sujetas a ninguna retención, tributarán de forma diferida en el momento en que el inversor transmita estas acciones.

VENTAJAS E INCONVENIENTES

Las principales ventajas que podemos encontrar en la devolución de la prima de emisión para retribuir a los accionistas serían:

- Es una forma de retribución interesante para los inversores de largo plazo ya que les permite reducir el coste de las acciones progresivamente y aprovechar las ventajas fiscales, ya que no tributa por este importe en el momento presente, sino que difiere la tributación hasta el momento futuro en el que se desprenda de las acciones.

Los principales inconvenientes que podemos encontrar en la devolución de la prima de emisión para retribuir a los accionistas serían:

- En acciones cuya prima de emisión es elevada con respecto a su valor nominal, esta opción deja de ser interesante para algunos inversores en el momento en que el valor de adquisición de sus acciones se reduce a cero, ya que a partir de este punto, el exceso se considera rendimiento del capital mobiliario, perdiendo la ventaja fiscal de esta fórmula. Pongamos un ejemplo que ilustre el caso. Sea un Inversor A, socio-fundador de la empresa que en 2008 posee acciones por valor nominal de 0.5€. Sea un Inversor B, que se une a la empresa en una ampliación de capital llevada a cabo en 2010 y por la que paga un precio de 1.5€ por acción (0.5€ de nominal y 1€ de prima de emisión). En caso de que en 2012 se retribuya a los inversores mediante devolución de prima de emisión por valor de 0.6€, el inversor B disminuirá en 0.6€ el valor de adquisición de sus acciones

(que será de 0.9 €), mientras que para el inversor A el valor de adquisición de sus acciones se situará por debajo de cero. En este caso, los 0.1€ en exceso sobre el valor de adquisición se considerarán rendimiento del capital mobiliario y estarán sujetos a retención.

2.5. FÓRMULA 5: AMPLIACIÓN DE CAPITAL

Las ampliaciones de capital con cargo a reservas son consideradas habitualmente como una fórmula de pago a los accionistas. Estas ampliaciones de capital pueden ser totalmente liberadas, cuando la empresa entrega nuevas acciones de forma gratuita a sus accionistas, o bien puede ser una ampliación de capital parcialmente liberada, que se da cuando las acciones se emiten bajo la par, de esta manera parte de las nuevas acciones son pagadas en efectivo por los accionistas y el resto se carga a las reservas de la sociedad. Cada acción antigua otorga a su poseedor un derecho de asignación gratuito y el número de derechos necesarios para suscribir una acción está determinado por la proporción de la ampliación de capital. Esta operación proporciona a los accionistas la posibilidad de obtener efectivo mediante la venta de estos derechos en el mercado sin tener que vender acciones de su cartera.

En el caso de que se produzca una ampliación de capital totalmente liberada, esta no alterará el grado de participación de los accionistas en el capital de la empresa (excepto si el accionista vende sus derechos) aunque sí altera la estructura de la compañía de forma cualitativa al darse un traspaso desde la partida de reservas al capital social. En concreto, se producirá un incremento en la cuenta de capital social por el importe nominal de la ampliación, al mismo tiempo que se genera una disminución de la cuenta de reservas contra la que se desembolsa la ampliación. En caso de que nos encontráramos ante una ampliación de capital parcialmente liberada solo veríamos alterado el grado de participación de los accionistas en el caso de que estos no suscribieran por completo todas las acciones. Además la estructura de la compañía se vería alterada tanto de forma cuantitativa como de forma cualitativa. De esta manera vemos que la parte no liberada de la ampliación incrementará los fondos propios en el importe que los accionistas hayan desembolsado en efectivo y la parte liberada de la ampliación conllevará un traspaso desde reservas a capital social.

El efecto que producirá la ampliación de capital, ya sea totalmente o

parcialmente liberada sobre la cotización de mercado de la empresa será el siguiente: a partir de la fecha en la que las acciones dejan de tener derecho a percibir estos derechos de suscripción de acciones se producirá un ajuste técnico que consistirá en minorar la cotización en una cuantía equivalente al valor teórico del derecho. Esto es debido a que la pérdida de este derecho tiene que ser reflejada en el precio de la acción ya que no tiene el mismo valor la acción el día anterior con el derecho a percibir el derecho que la acción tras la fecha sin derecho a percibirlo.

En referencia a la fiscalidad que tendrán estas ampliaciones de capital debemos fijarnos en la opción escogida por el inversor. En caso de que el accionista opte por suscribir las acciones liberadas o parcialmente liberadas incrementará el número de acciones que tiene en su cartera y no se producirá efecto fiscal alguno hasta la transmisión de dichas acciones. En el momento de la transmisión, el valor de adquisición de estas acciones nuevas se determinará como el valor medio de las acciones que tenía en cartera en el momento de la ampliación. En caso de que el accionista opte por la segunda opción y vende los derechos de asignación gratuita, obtiene un importe efectivo que la minoración del precio de adquisición de las acciones de las que proceden los derechos vendidos, por tanto, los efectos fiscales no son inmediatos sino que también se trasladan al momento de la transmisión de valores.

VENTAJAS E INCONVENIENTES

Las principales ventajas que podemos encontrar en la ampliación de capital para retribuir a los accionistas serían:

- Por lo que respecta a la compañía, la ampliación de capital liberada como fórmula de retribución permite evitar la salida de efectivo de la misma, lo que le permite disponer de mayor masa financiera para su crecimiento futuro y para poder acometer nuevos proyectos sin tener que recurrir al endeudamiento, evitando así el coste que supone la financiación ajena. En una compañía con un buen equipo gestor y con capacidad para generar nuevos recursos, esta fórmula será muy adecuada si nos centramos en los resultados a largo plazo.
- Por lo que respecta al accionista, el principal beneficio que obtiene es el aumento de la rentabilidad final, que viene dado por el aplazamiento en el pago de impuestos hasta que se produzca la venta de las acciones que proceden de la ampliación de capital liberada, haciendo esta fórmula muy interesante para

carteras de largo plazo.

Los principales inconvenientes que podemos encontrar en la ampliación de capital para retribuir a los accionistas serían:

- Que sólo aquellos accionistas que opten por suscribir todas las acciones a las que tengan derecho mantendrán inalterado su grado de participación en la compañía. De esta manera quedarían forzados a suscribir las acciones y a no vender los derechos a cambio de efectivo si su objetivo es mantener su participación en la compañía.
- Otro inconveniente de la ampliación de capital por parte de la empresa son las dudas que esta puede generar en el mercado y su posible impacto sobre la cotización de sus acciones. El mercado puede interpretar que la ampliación se debe a que la situación financiera de la empresa es delicada y que es necesaria una nueva aportación de capital. El resultado final sobre cómo evolucione la ampliación y el uso que haga la empresa determinará cómo interpretan los inversores la misma y lo que puede parecer un problema en principio puede terminar siendo una ventaja o a la inversa.

2.6. FÓRMULA 6: ENTREGA DE PRIMA DE ASISTENCIA A JUNTA

En determinadas ocasiones las empresas deciden repartir a los accionistas que asisten a la Junta General una pequeña prima que sirve de incentivo para que acudan a la misma. En determinados casos se exige un número mínimo de títulos para poder recibirla y suele ser proporcional al número de acciones que inversor tenga en la empresa, es decir, la prima de asistencia a la que tiene derecho cada inversor es distinta y dependerá de su participación en el capital de la empresa. Esta cantidad abonada por la sociedad a sus accionistas se entrega en efectivo.

El pago de la prima de asistencia a junta no altera el grado de participación de los accionistas en el capital de la empresa, ya que se trata de un simple pago en efectivo y en ningún momento la sociedad modifica el capital social ni los accionistas modifican el número de acciones de su cartera. El impacto que tiene sobre la estructura es el mismo que el de cualquier otro pago que produzca la salida de fondos de la empresa: este desembolso implica una reducción de los fondos propios de la compañía en una cuantía equivalente al importe bruto repartido por prima de asistencia. Su contrapartida

en el activo es una disminución de la posición de tesorería.

La percepción de este pago en efectivo, al estar condicionado a la asistencia del accionista a la junta y a que, normalmente, se trata de una cantidad muy modesta, no suele tener un reflejo sobre la cotización de la acción en el mercado.

En caso de que el accionista acuda a la Junta General y perciba la cantidad que le corresponda, la misma estará sujeta a retención y tendrá la consideración fiscal de Rendimiento del Capital Mobiliario, teniendo que integrarla en la Base Imponible del Ahorro de su declaración de la renta.

VENTAJAS E INCONVENIENTES

La principal ventaja que podemos encontrar en la entrega de prima de asistencia a junta sería:

- Actúa, fundamentalmente, como incentivo para que los participantes en el capital social de la empresa acudan a la Junta General, participen activamente en la toma de decisiones mediante su derecho a voto, y estén informados de los próximos proyectos y planes estratégicos que tiene pensado llevar a cabo la empresa.

El principal inconveniente que podemos encontrar en la entrega de prima de asistencia a junta sería:

- Los rentistas o accionistas minoritarios que posean pequeños paquetes accionariales muchas veces están poco interesados en participar en la gestión de la sociedad, de forma que con esta fórmula de retribución, estos inversores quedan excluidos de este tipo de retribución, percibiendo por tanto un menor retorno de su inversión en comparación con grandes accionistas con mayor preocupación en el devenir de la empresa.

2.7. FÓRMULA 7: REPARTO DE RESERVAS DE LIBRE DISPOSICIÓN

Esta última fórmula de retribución ha sido también empleada en alguna ocasión por las empresas españolas durante los últimos años. De esta forma, la empresa acuerda distribuir entre sus accionistas reservas disponibles que provienen de beneficios no distribuidos en ejercicios anteriores, o bien de reservas indisponibles que tras cumplirse determinadas condiciones se han transformado en disponibles. Para este reparto, la

empresa puede optar por entregar acciones de compañías cotizadas o no cotizadas que formen parte de su cartera de participaciones o bien puede optar por repartir acciones propias de la autocartera. Sea cual sea la opción que escoja, la sociedad entregará a sus accionistas una determinada cantidad de acciones, siendo la contrapartida la cuenta de reservas de libre disposición. Esta cuantía se establecerá en base a una proporción fijada por la empresa, que entregará una acción de otras sociedades o de la autocartera por cada X acciones de la entidad que realiza el pago.

En caso de que la empresa distribuya sus reservas mediante la entrega de acciones de otras empresas, estará reduciendo sus Fondos Propios ya que las reservas voluntarias forman parte de los Fondos Propios de la compañía, que tiene su contrapartida en una reducción del activo. También, obviamente, cuando además de entregar las acciones la empresa realiza un pago en efectivo para ajustar las fracciones resultantes de la proporción entregada, los fondos propios también disminuirán en dicha cuantía.

En cambio, cuando la empresa distribuye las reservas mediante la entrega de acciones propias de la autocartera, el impacto sobre la estructura es distinto, ya que no produce ninguna modificación cuantitativa en el valor patrimonial de la compañía pero si cualitativa. De esta manera, las acciones propias que posee la compañía están anotadas en los Fondos Propios con signo negativo, por lo que al darse de baja el patrimonio neto aumenta mientras que las reservas de libre disposición disminuyen por la utilización que se hace de ellas. Además, en este caso y como consecuencia del reparto, los accionistas aumentan el número de acciones que tienen en su cartera sin que para ello la empresa haya tenido que realizar una ampliación de capital por lo que el grado de participación de los inversores en la compañía aumenta proporcionalmente.

El efecto que va a producir el reparto de las reservas de libre disposición sobre la cotización de mercado de la empresa es el comentado en la mayoría de casos anteriores, a partir de la fecha en la que las acciones dejan de tener derecho a percibir este pago en acciones se producirá un ajuste técnico que consistirá en minorar la cotización en una cuantía equivalente al importe bruto entregado por acción.

En lo referente a la fiscalidad de este tipo de fórmula, la entrega de acciones con cargo a reservas de libre disposición se considera una distribución de beneficios y tiene el tratamiento fiscal de Rendimiento del Capital Mobiliario, y como tal estarán sometidos a retención, que será aplicada por la compañía que distribuye el dividendo.

Esta retención se realizará sobre el importe bruto del valor de las acciones entregadas. Normalmente, la empresa remunerará mediante la entrega de acciones, descontando el porcentaje de la retención, que lo abonará en efectivo a Hacienda.

VENTAJAS E INCONVENIENTES

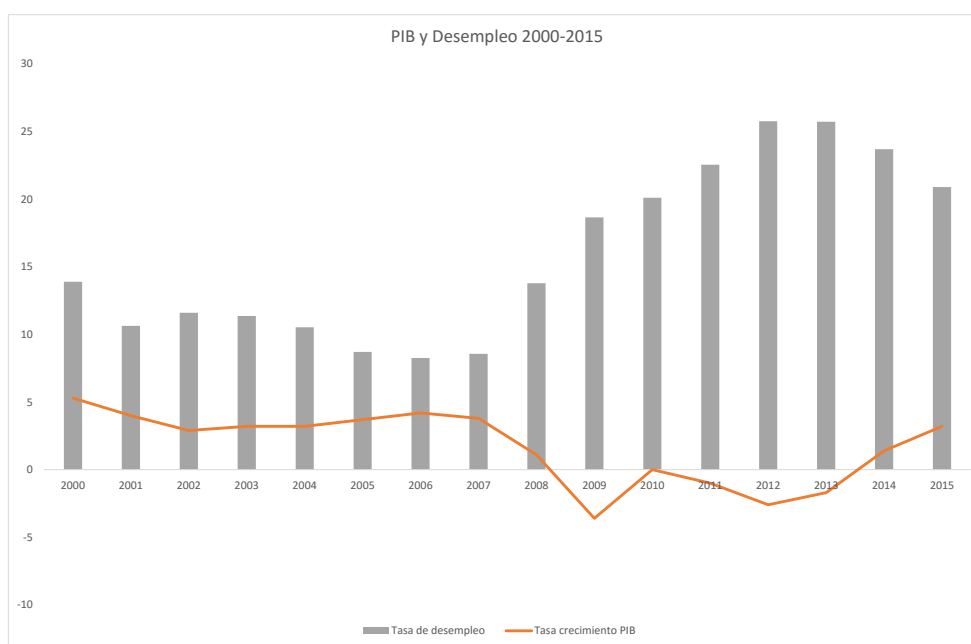
Esta fórmula no es excesivamente atractiva para el inversor común ya que, comparada con las otras fórmulas ya vistas no presenta ninguna ventaja interesante para el accionista. Además tendría asociados ciertos inconvenientes: en primer lugar, en el caso de percibir acciones de otras compañías, es posible que el inversor no estuviera interesado en mantenerlas en su cartera. Deshacerse de ellas implica incurrir en costes de transacción y de nuevo tributar en caso de que se produjera algún tipo de plusvalía de dicha venta. En segundo lugar, la fiscalidad de este tipo de fórmula no es óptima, ya que el accionista estaría percibiendo los beneficios de la empresa en forma de acciones en lugar de en efectivo y sin embargo esta retribución estaría sujeta a retención, lo cual hace que esta sea una fórmula poco atractiva y que haya sido aplicada en contadas ocasiones en los últimos años.

3. ANÁLISIS DESCRIPTIVO 2000-2015

En esta sección llevamos a cabo un análisis descriptivo de la remuneración a los accionistas de las empresas españolas durante el periodo 2000-2015. En concreto y en primer lugar, partiendo de los datos agregados ofrecidos en los Informes Anuales de Mercado publicados por Bolsas y Mercados Españoles (BME), ofrecemos una visión de la evolución de la remuneración agregada llevada a cabo por las empresas cotizadas en el mercado continuo español en comparación con distintas variables relevantes como pueden ser la capitalización o la rentabilidad del bono a 10 años. En una segunda parte y centrándonos en una muestra representativa de empresas del IBEX-35 para la que hemos podido recopilar toda la información completa, estudiamos la evolución temporal del uso de las distintas fórmulas de retribución al accionista en el periodo analizado.

Para ambos estudios consideramos dos subperiodos de 8 años cada uno. Por un lado, tenemos el periodo que abarca desde el año 2000 al año 2007. Este primer periodo se caracteriza, fundamentalmente, por ser una etapa de expansión de la economía española, con notable crecimiento del PIB y con una tasa de desempleo en descenso. Los otros 8 años que van de 2008 a 2015 corresponden a los años de crisis

caracterizados por el fuerte periodo de recesión y las altas tasas de paro (ver gráfico).



Fuente: INE y elaboración propia.

El selectivo español IBEX-35 empieza su andadura en el año 2000 alrededor del nivel de los 11.000 puntos para perder la mitad de su valor en septiembre de 2002 que marca el punto más crítico de la crisis de las compañías tecnológicas y las denominadas “punto.com”. A partir de ese momento se inicia una escalada ascendente indicativa de la buena marcha de la economía española de esos años. Este periodo alcanza su techo en noviembre de 2007 donde el IBEX-35 se acerca a los 15.400 puntos y donde se inician las tensiones financieras a nivel mundial. Los siguientes años representan una caída muy notable del índice que pierde la mitad de su valor en un primer mínimo de septiembre de 2009 (7.700 puntos). Los siguientes años se caracterizan por un alto nivel de volatilidad que se cierra con otro mínimo de 6.100 puntos en Mayo de 2012. A partir de ese momento se aprecia una tendencia alcista representativa de un cierto nivel de recuperación que coincide con una mejora de las cifras macro del país.

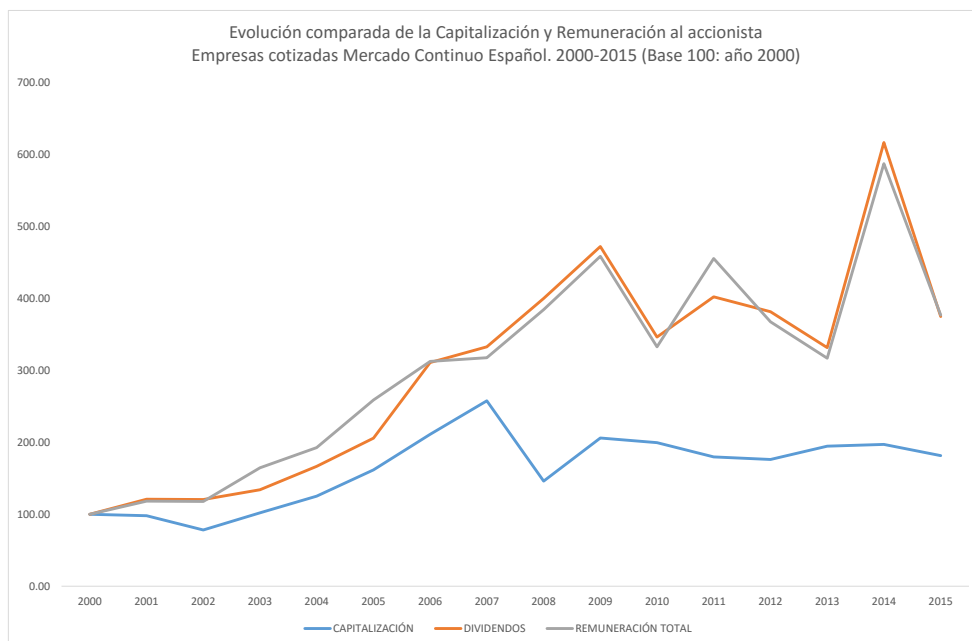


Fuente: Yahoo Finance

3.1. ANÁLISIS AGREGADO DE LAS EMPRESAS COTIZADAS

Para esta sección hemos recopilado distinta información sobre remuneración al accionista que aparece, principalmente, en los Informes Anuales de Mercado publicados por el grupo Bolsas y Mercados Españoles, aunque también se han acudido a otras fuentes. Una vez comentadas las distintas fórmulas utilizadas por las empresas para retribuir a sus accionistas en los últimos años, resulta interesante ver la cuantía agregada de los pagos realizados y la evolución de los mismos en relación al crecimiento experimentado por las empresas.

Para comenzar, hemos recopilado los datos de la capitalización bursátil y la remuneración agregada por parte de las empresas cotizadas en el mercado continuo español en el periodo 2000-2015. Los datos obtenidos han sido representados en el siguiente gráfico de líneas:



Fuente: BME y elaboración propia.

Lo primero que se observa en el gráfico es cómo, para todo el periodo, los dividendos y la retribución total al accionista se sitúa siempre por encima del crecimiento de valor experimentado por las empresas medido en términos de capitalización bursátil. Este hecho no es raro, ya que tradicionalmente la Bolsa española se ha caracterizado por ser un mercado con una elevada remuneración al accionista, sostenida y creciente en el tiempo, que ha sido utilizada en múltiples ocasiones para amortiguar los movimientos de precios del mercado. Además, la estabilidad en el mantenimiento de las políticas de dividendos es un elemento importante tenido en cuenta por muchos inversores a la hora de planificar la distribución de sus carteras. Esto es debido a que muchos inversores que invierten en valores del mercado español son ahorradores que tradicionalmente compraban bonos o depósitos y buscan la obtención de rentas trimestrales, semestrales o anuales y que ante la ausencia de alternativas rentables en la renta fija europea en los últimos años, han puesto sus ojos en el mercado de valores.

Durante el periodo 2000-2007 vemos que el diferencial entre el crecimiento de la retribución y el crecimiento de las empresas permanece estable y su evolución discurre casi en paralelo. Es a partir del año 2007 cuando se agudiza la brecha entre la remuneración al accionista y la evolución de la capitalización. Este diferencial se incrementa por diversos factores. El primero de ellos es la fuerte corrección de los precios sufrida por las compañías con motivo de la crisis financiera mundial y la posterior crisis de deuda

soberana que afectó intensamente a algunos países entre los que se incluye España. El segundo factor es que la elevada remuneración se puede mantener e incrementar en este periodo de crisis gracias a la diversificación e introducción de fórmulas más flexibles para remunerar a los accionistas como puede ser el *Scrip Dividend* (ver sección 3.2.).

Todo ello ha permitido que desde el año 2007 la retribución agregada satisfecha por las empresas cotizadas en la Bolsa española se haya situado siempre por encima de los 23.000 millones de euros anuales con un máximo histórico de 43.400 millones en 2014.¹ Estamos ante cifras muy importantes, equivalentes en términos relativos a importes que representan entre el 2% y el 4,5% del PIB actual y que muestran el esfuerzo realizado por las empresas para mantener la retribución en un entorno de crisis, lo que se ha convertido en uno de los elementos característicos del mercado bursátil español desde el año 2008 hasta el final de la crisis.² Queda demostrado, por tanto, que la retribución al accionista se ha convertido en una prioridad en el periodo de crisis actuando como escudo contra la desconfianza y la incertidumbre. Ante la caída en la cotización de las empresas y el empeoramiento de sus cuentas de resultados, la retribución al accionista ha sido incrementada con el objetivo de retener a los accionistas en el capital de las empresas.

En los 16 años que componen el periodo de estudio [2000-2015] las empresas cotizadas en la Bolsa española han repartido cerca de 340.000 millones de euros entre sus accionistas en concepto de dividendo. Esta cifra equivale a más de un tercio del valor de mercado promedio de todas esas compañías durante estos años. Para el caso particular de las empresas del IBEX-35, su capitalización de mercado en 2015 representa el 81% del valor del año 2000, sin embargo el dividendo repartido en el año 2015 es 3,8 veces superior a los que distribuía en aquel momento.³

En la misma dirección, la elevada rentabilidad por dividendo existente en nuestro mercado se ha configurado como una seña de identidad y un elemento que los inversores extranjeros, principales propietarios de acciones cotizadas de nuestro mercado,

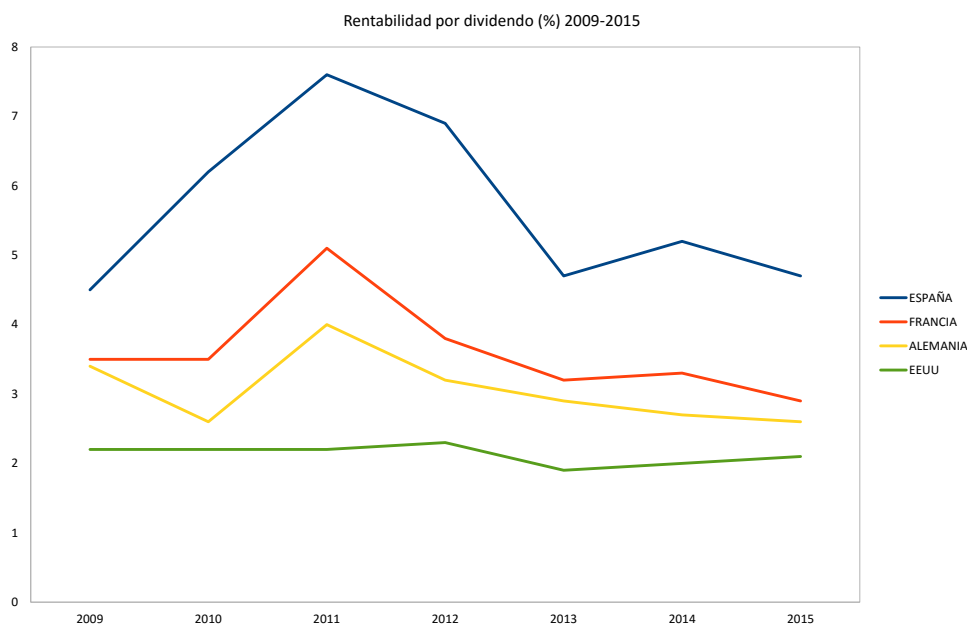
¹ Cifra que incluye el dividendo extraordinario de Endesa en 2014 en su proceso de reestructuración dentro del grupo Enel. Fuente: Informe de Mercado 2015 de Bolsas y Mercados Españoles (BME).

² PIB español en el año 2015 es de 1.081.190 millones de €. Fuente: INE.

³ Fuente: Informe Anual de Mercado BME 2015 disponible en: <http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/2015>.

⁴ Fuente: Informe Anual de Mercado BME 2015 disponible en: <http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/2015>.

parecen valorar de forma evidente. En el siguiente gráfico podemos observar la evolución de la rentabilidad por dividendo de algunas de las principales Bolsas desarrolladas del mundo para el periodo 2009-2015:



Fuente: Morgan Stanley y elaboración propia.

En el gráfico podemos observar cómo el mercado español ha liderado durante los últimos años el ranking de rentabilidad por dividendo entre las principales bolsas desarrolladas del mundo. Al cierre del año 2015, la rentabilidad por dividendo alcanza el 4,7%, cerca de 7 décimas porcentuales por encima de su promedio en los últimos 28 años (3,99%).⁴ Además, al cierre de este mismo año, 10 compañías de las 84 que componían en este momento los tres principales índices de la familia IBEX (IBEX-35, IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap), ofrecían una rentabilidad por dividendo anual superior al 5%, con dos empresas por encima del 8% y otras dos del 7%.⁵

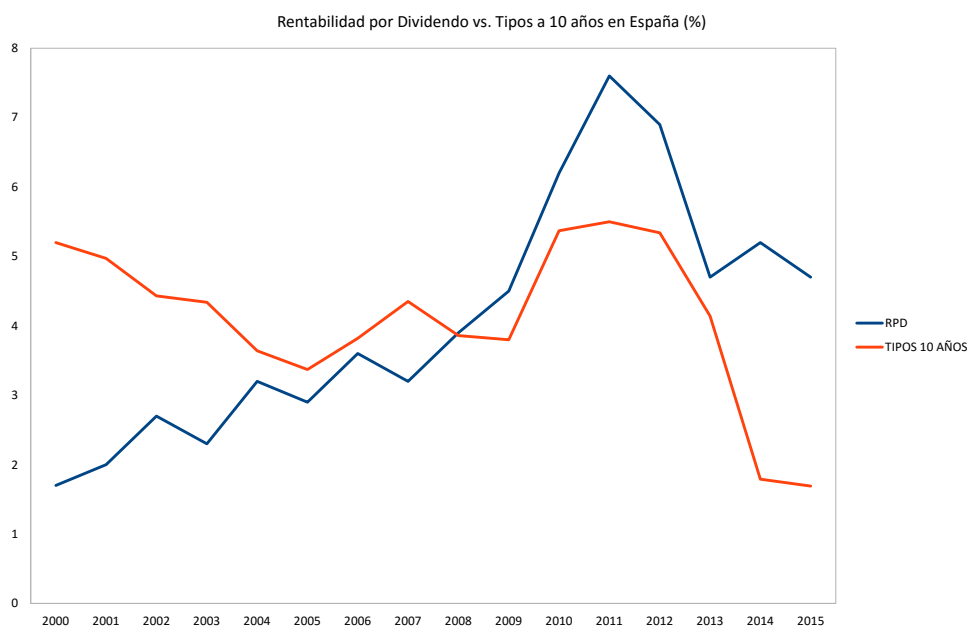
Como venimos comentando, la rentabilidad por dividendo ha sido un factor tenido muy en cuenta por las empresas de la Bolsa española durante el periodo de crisis ya que, a pesar de la brusca caída de los beneficios y el empeoramiento de sus cuentas

⁴ Fuente: Informe Anual de Mercado BME 2015.

⁵ Empresas con RPD superior al 5%: Telefónica, Mapfre, OHL, BME, Prim, Lingotes Especiales; Empresas con RPD superior al 7%: Banco Santander y Repsol YPF; Empresas con RPD superior al 8%: Duro Felguera y Dinamia. Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME)

de resultados, la rentabilidad por dividendo media ha sido siempre superior al 4,5% para el periodo 2009-2015. Si no fuera por los dividendos pagados, la rentabilidad a 10 años de la Bolsa española pasaría de un promedio acumulado del 5,9% al 1,1% anual.⁶

Por último y centrándonos de nuevo únicamente en el caso de España, observamos como la rentabilidad por dividendo ha experimentado un crecimiento tan importante que a partir del año 2008 ha superado con cierta holgura la rentabilidad del bono español a 10 años, como se puede observar en el siguiente gráfico:



Fuente: INE, BME, Universidad de Navarra y elaboración propia.

Este hecho se produce principalmente por dos razones: la primera es el ya mencionado incremento sostenido de rentabilidad por dividendo experimentado por las empresas del mercado español desde el comienzo del nuevo milenio. Así, en el año 2011 la rentabilidad por dividendo es 4 veces superior a la existente a final del año 2000. La segunda razón que ha permitido que se produzca esta situación son las medidas aplicadas por el BCE dentro de su política monetaria expansiva, que incluye entre otras la compra de deuda soberana por valor de 60.000 millones de euros mensuales, repercutiendo esta medida en un incremento en el precio de los bonos y su consecuente caída de la rentabilidad. Esto ha permitido ver los tipos de interés del bono a 10 años por debajo de los niveles del 1,5%.

⁶ Fuente: Informe Anual de Mercado BME 2014 disponible en: (<http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/2014>)

El tipo de interés del bono español a 10 años cerró en noviembre de 2015 en el 1,51%. En ese momento la rentabilidad por dividendo de 26 compañías del IBEX-35 superaba ese nivel con 19 de ellas con rentabilidades por dividendo entre el 2% y el 5%. También 12 de los 20 integrantes del IBEX Medium Cap y 13 de las 30 compañías del IBEX Small Cap ofrecían rentabilidades por dividendos superiores a la rentabilidad del bono a 10 años.⁷

3.2. ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LAS FÓRMULAS DE REMUNERACIÓN EN LAS EMPRESAS DEL IBEX-35

Para esta sección hemos recopilado toda la información sobre las fórmulas utilizadas por las empresas pertenecientes al IBEX-35 para retribuir a sus accionistas. En principio partimos de un periodo más corto que el analizado en la sección anterior, ya que sólo cubrimos el periodo 2002-2015.⁸ En principio, nos centramos en las 25 empresas que durante este periodo formaron parte del índice IBEX-35 al menos un 80% del tiempo. Al final del proceso y con el objetivo de recopilar la información al completo y su verificación por distintos medios, sólo 12 empresas constituyen nuestra muestra final que consideramos representativa del índice en cuanto a la capitalización del mismo (más de 70%) y de los sectores que lo componen.⁹

Lo primero que observamos al analizar nuestra muestra para el año 2002 es que más del 90% de los pagos realizados por las empresas a sus accionistas se realizan mediante dividendos en efectivo.¹⁰ Tan solo Telefónica se desmarcaba del selectivo y retribuía a sus accionistas mediante ampliaciones de capital liberadas. También en otras empresas se combinaba el dividendo en efectivo con otras modalidades de retribución como en el caso de Abertis, que incluía ampliaciones de capital liberadas o el caso de Acerinox, que lo hacía mediante la devolución de la prima de emisión. Durante los siguientes años y hasta concluir el año 2007, las empresas siguen retribuyendo principalmente a sus accionistas mediante la distribución de sus beneficios en efectivo.

⁷ Fuente: Informe Anual de Mercado BME 2015

⁸ Esta limitación se debe a la disponibilidad de Informes Mensuales de Sociedad de Bolsas, S.A. (grupo BME) donde aparece la información primaria sobre el importe de los dividendos pagados por las empresas con los que comenzamos a trabajar.

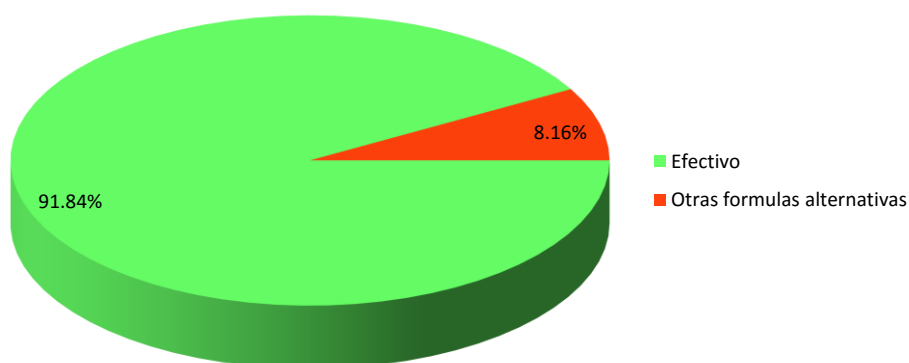
⁹ En el siguiente enlace se puede descargar una hoja Excel en la que muestra la evolución de la construcción de nuestra muestra en cuanto a las distintas fórmulas de remuneración de la muestra. <https://www.dropbox.com/s/11jua3fu9vki6vv/EXCEL%20EVOLUCI%20FORMULAS%20REMUNERACI%20ACCIONISTAS%20282002-2015%29.ods?dl=0>

¹⁰ Datos extraídos de la hoja Excel adjunta en la que tenemos 23 empresas para el año 2002 y de los cuales 45 de los 49 pagos totales en este año se realizan en efectivo.

Fijándonos en la muestra de 12 empresas seleccionadas para el periodo, apenas Telefónica, Abertis, ACS e Indra son partidarias de utilizar otras formas de retribución alternativas además de la del dividendo en efectivo. Estas dos últimas empresas acudían de forma regular a reducciones de capital como vía para remunerar a los accionistas. Telefónica, en cambio, ha sido la compañía española que ha utilizado de forma asidua un mayor número de fórmulas distintas para retribuir a sus accionistas. Así, podemos encontrar que durante el primer periodo Telefónica retribuyó a sus accionistas mediante dividendo en efectivo en 9 ocasiones, mediante reducción de capital en 4 ocasiones, mediante devolución de la prima de emisión en 4 ocasiones y mediante ampliación de capital liberada hasta en 3 ocasiones. Tras ella, Abertis ha complementado durante este periodo el pago en efectivo del dividendo con una ampliación de capital liberada consistente en la emisión de una nueva acción gratuita por cada 20 acciones existentes.

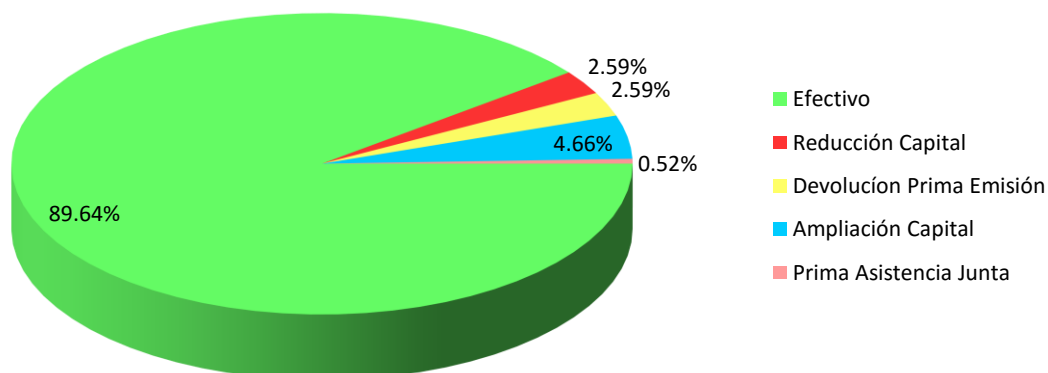
Otra apreciación interesante es que las 12 empresas de nuestra muestra han retribuido de forma regular a sus accionistas y que, en ningún momento, el dividendo ha sido suspendido por ninguna de ellas durante este primer periodo. Por tanto, y a modo de resumen, podemos caracterizar este periodo por la escasa innovación en las fórmulas retributivas de las empresas analizadas con predominancia de un dividendo en efectivo de carácter continuo y creciente.

Efectivo vs Otras Fórmulas Alternativas. Año 2002



Fuente: Elaboración propia.

Fórmulas de Retribución Empleadas [2002-2007]



Fuente: Elaboración propia.

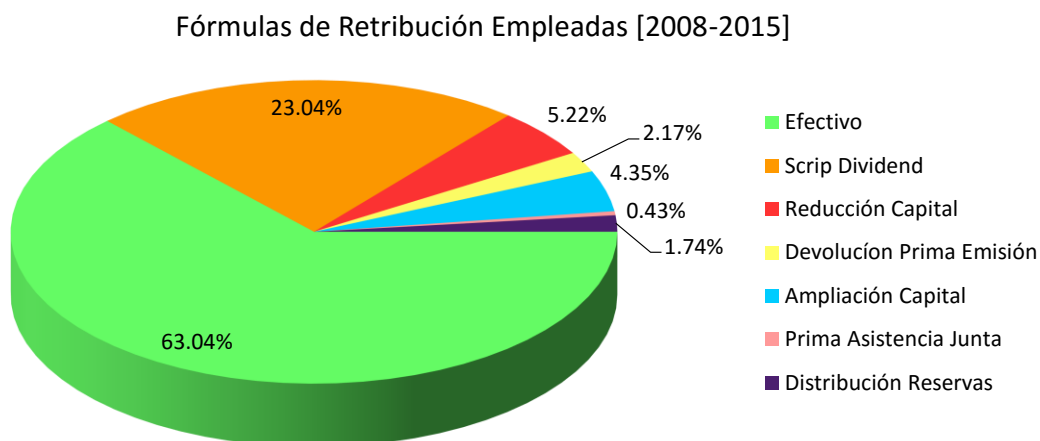
El segundo periodo (2008-2015) se caracteriza por las grandes dificultades financieras y de negocio de las empresas españolas, en un periodo de crisis que se cebó especialmente en un sector financiero con serios problemas para sanear sus balances y adaptarlos a las nuevas normativas europeas exigidas por los acuerdos de Basilea III. Son estas empresas, precisamente, las que empiezan a “explotar” las distintas fórmulas con las que retribuir a los accionistas. De esta manera, muchas empresas pasan de pagar todos sus dividendos en efectivo a emplear otras fórmulas alternativas con el objetivo de mantener parte del capital en la empresa y dotar de mayor solidez a sus balances. Al inicio de 2009 la tasa de retribución mediante dividendo en efectivo disminuye al 75%.¹¹ Entre las fórmulas empleadas con el objetivo de desapalancar los balances de las empresas aparece por primera vez el *Scrip Dividend*. Mapfre es la primera empresa en retribuir a sus accionistas con 9 céntimos de euro mediante esta novedosa fórmula. El sector bancario y financiero es el pionero a la hora de introducir esta fórmula en los ejercicios 2009, 2010 y 2011. La mencionada Mapfre, Banco Santander, BBVA y más tarde Sabadell, comienzan a utilizar el Dividendo Flexible a cuya fórmula se van incorporando empresas provenientes de otros sectores como Gas Natural, Telefónica, Repsol o ACS. El éxito de esta fórmula reside en que se trata de un tipo de remuneración que resulta interesante tanto para la empresa, por la posibilidad de reducir la salida de fondos, como para el inversor por su flexibilidad y posible ventaja fiscal. Por ello, esta alternativa puede considerarse como la de mayor éxito frente al resto de vías de retribución distintas del dividendo efectivo (5 de cada 8 pagos que no son

¹¹ Datos extraídos de la hoja Excel adjunta para la muestra de 12 empresas en el año 2009 y de los cuales 24 de los 32 pagos totales en este año se realizan en efectivo.

dividendos efectivos se realizan mediante esta modalidad).¹²

Tras el *Scrip Dividend*, las fórmulas más utilizadas son la ampliación de capital liberada y la reducción de capital, empleadas por empresas como Abertis, ACS, Gas Natural y Telefónica entre otras, que fueron empleadas en el 22,50% de los casos en los que no se utilizaba retribución en efectivo. También, aunque en menor medida han sido utilizadas las devoluciones de la prima de emisión, la prima de asistencia a junta y la distribución de reservas. Estas últimas opciones aparecen en este periodo, sin ninguna observación de estas modalidades en el periodo anterior. Es decir, además del triunfo de Dividendo Flexible como modalidad alternativa, podemos destacar este periodo como un periodo de clara diversificación en las formas de retribuir al accionista.

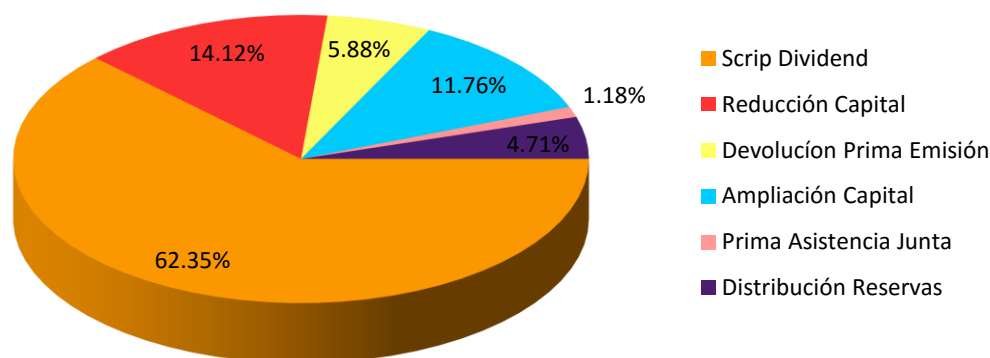
Otra apreciación interesante de nuestra muestra es que durante el periodo objeto de estudio (2002-2015) existe una única empresa que realiza su retribución de forma exclusiva en forma de dividendo efectivo. Esta empresa es Inditex. Para el periodo en conjunto observamos claramente como el peso del dividendo en efectivo se reduce desde el principio del periodo en 2002 hasta el año 2015, pasando de cifras superiores al 90% a principio del periodo a menos de la mitad al final del mismo.



Fuente: Elaboración propia.

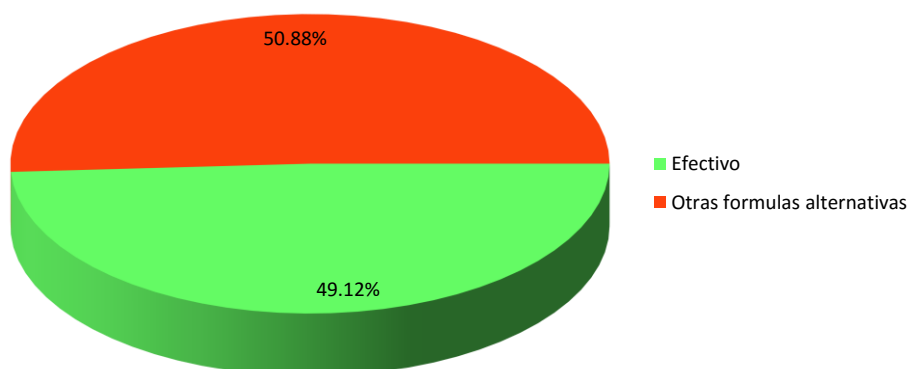
¹² Datos extraídos de la hoja de cálculo adjunta en la que hay una muestra de 12 empresas para el periodo 2009-2015 y de los cuales 52 de los 80 pagos totales no realizados en efectivo fueron mediante *Scrip Dividend*

Fórmula de Retribución Alternativas Empleadas [2008-2015] (Excluido Dividendo en Efectivo)



Fuente: Elaboración propia.

Efectivo vs Otras Fórmulas Alternativas. Años 2014 y 2015



Fuente: Elaboración propia.

Para finalizar, podemos concluir que la crisis financiera produce un cambio interesante en lo que respecta a la forma en la que las empresas retribuyen a sus accionistas. Así, hemos visto cómo el dividendo en efectivo era la forma utilizada de forma mayoritaria y casi exclusiva por las empresas en el periodo de expansión. En este periodo, el balance y el *cash-flow* de las compañías era relativamente estable y no se requieren fórmulas muy sofisticadas para premiar a los accionistas. Esto cambia con la llegada de los años de crisis, en los que la dificultad para captar fondos y el alto apalancamiento de las empresas les lleva a echar mano de otras fórmulas de retribución

alternativas más sofisticadas que les permita mantener su nivel retributivo, reduciendo así la desconfianza y la incertidumbre, al mismo tiempo que pueden mantener sus balances saneados.

4. CONCLUSIÓN

Durante el desarrollo de este trabajo hemos analizado y explicado las diversas modalidades de retribución al accionista practicadas en el mercado bursátil español a lo largo de los últimos años. A excepción del dividendo en efectivo, conocido sobradamente por la práctica totalidad de los inversores, el resto de las fórmulas comentadas en este trabajo constituyen mecanismos de retribución menos conocidos por la inmensa mayoría de los participantes en el mercado español. Por ello, desde una perspectiva tanto teórica como práctica hemos tratado de mostrar las ventajas e inconvenientes de cada una de estas fórmulas tanto para la empresa y su estructura de capital, como para el valor de mercado y el inversor.

En una segunda parte, realizamos un análisis descriptivo tanto cuantitativo como cualitativo de las fórmulas de remuneración durante el periodo 2000-2015. Para las empresas cotizadas en el mercado español, estudiamos la retribución agregada pagada a los accionistas y la comparamos con la evolución de otras variables como son el crecimiento de la capitalización bursátil o la rentabilidad por dividendo en los principales mercados desarrollados. En este análisis vemos como la remuneración a los accionistas se ha convertido en una seña de identidad del mercado español y cómo, en momentos de crisis, lejos de disminuir, la retribución ha crecido de forma notable, utilizando esta remuneración para reforzar la confianza del inversor. En una segunda parte, comprobamos la evolución cualitativa de las distintas opciones de remuneración tras recopilar información detallada sobre una muestra de 12 empresas representativas del mercado español. En este análisis hemos observado que la metodología empleada por las empresas para retribuir a sus accionistas ha variado considerablemente desde el año 2002, donde prácticamente la totalidad de la remuneración se venía realizando en forma de dividendo en efectivo, hasta el año 2015 donde el efectivo se utiliza en menos de la mitad de los casos y donde se observa un importante grado de diversificación de las fórmulas utilizadas. Además, muchas de ellas se han instalado en el mercado con gran aceptación por parte de los inversores como es el caso del *Scrip Dividend*.

BIBLIOGRAFÍA.

Documento “Fórmulas de remuneración al accionista: significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos” (Publicado por BME)

BIBLIOGRAFIA WEB

- http://cincodias.com/cincodias/2015/12/11/mercados/1449856300_035041.html
- <http://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/7078643/10/15/Los-papelitos-de-la-retribucionde-Repsol-ya-rentan-un-85.html>
- <http://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/que-son-los-scrip-dividends>
- <http://www.lartributos.com/pdf/responsabilidad-de-los-admores-de-la-sociedad-en-situacion-de-disolucion-forzosa-junio2011.pdf> (Inconveniente ▼K)
- <http://www.expansion.com/2009/06/26/inversion/1246041795.html> (Devolución Prima Emisión)
- <http://www.ineaf.es/tribuna/distribucion-de-la-prima-de-emision-de-acciones-tras-la-reforma-fiscal/> (Devolución Prima Emisión en entidades no cotizadas)
- <http://www.misfinanzasytudinero.com/ampliacion-de-capital-liberada-ventajas-y-desventajas/> (Ampliación de Capital)
- <http://www.bolsageneral.es/noticias/todo-lo-que-deberiamos-saber-sobre-la-ampliacion-de-capital-del-banco-santander/> (Inconveniente ▲K, dudas mercado)
- https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5180_La_rentabilidad_por_dividendo_de_la_Bolsa_e spa%C3%B1ola_por_encima_del_5_

PÁGINAS WEB CONSULTADAS PARTE PRÁCTICA (Sección 3.2.)

SANTANDER:

Todos las remuneraciones practicadas por la empresa desde el periodo 2004-2015 han sido obtenidas de la página web corporativa de BANCO SANTANDER en el apartado de “La acción - remuneración” y el resto de la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Accionistas-e-Inversores/La-Accion/Retribucion.html

<http://www.cnmv.es/portal/consultas/busquedaparentidad.aspx>

TELEFÓNICA:

Todos las remuneraciones practicadas por la empresa desde el periodo 2002-2015 han sido obtenidas de la página web corporativa de TELEFONICA S.A. Concretamente en la página se puede encontrar el cuadro completo de remuneración al accionista:

https://www.telefonica.com/es/web/shareholders-investors/la_accion/cuadro-historico-de-remuneracion

https://www.telefonica.com/es/web/shareholders-investors/la_accion/evolucion-del-capital-social

BBVA:

Todos las remuneraciones practicadas por la empresa desde el periodo 2002-2015 han sido obtenidas de la página web corporativa de BBVA en el apartado de remuneración al accionista y de la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

<http://accionistaseinversores.bbva.com/TLBB/tlbb/bbvair/esp/share/dividends/index.jsp>

<http://www.cnmv.es/portal/consultas/busquedaparentidad.aspx>

REPSOL:

Todos las remuneraciones practicadas por la empresa desde el periodo 2002-2015 han sido obtenidas íntegramente de la página web corporativa de REPSOL en el apartado de remuneración al accionista.

https://www.repsol.com/es_es/corporacion/accionistas-inversores/la-accion-de-repsol/retribucion-al-accionista/default.aspx

https://www.repsol.com/es_es/corporacion/accionistas-inversores/la-accion-de-repsol/emisiones/

ACS:

Todos las remuneraciones practicadas por la empresa desde el periodo 2002-2015 han sido obtenidas íntegramente de la página web corporativa de ACS en el apartado de “La acción” y posteriormente en “Dividendos”.

http://www.grupoacs.com/index.php/es/c/accionistaseinversores_laaccion_dividendos

http://www.grupoacs.com/index.php/es/c/accionistaseinversores_laaccion_capitalsocial

ABERTIS:

Todos las remuneraciones practicadas por la empresa desde el periodo 2002-2015 han sido obtenidas íntegramente de la página web corporativa de ABERTIS en el apartado de “Dividendos y otras remuneraciones”.

<http://www.abertis.com/es/relacion-con-inversores/presencia-en-bolsa/dividendos-y-otras-remuneraciones>

INDRA:

Todos las remuneraciones practicadas por la empresa desde el periodo 2003-2014 han sido obtenidas de la página web corporativa de INDRA en el apartado “Información Bursátil – Dividendos” y de la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

<http://www.indracompany.com/es/accionistas/dividendos>

http://www.indracompany.com/sites/default/files/dividendos_3.pdf

<http://www.indracompany.com/es/accionistas/accion-capital-social>

<http://www.cnmv.es/portal/consultas/busquedaparentidad.aspx>

FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS (FFC):

Todos las remuneraciones practicadas por la empresa desde el periodo 2007-2015 han sido obtenidas de la página web corporativa de FCC en el apartado de “Accionistas e Inversores” y el resto de la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

<http://www.fcc.es/fccweb/accionistas-e-inversores/informacion-bursatil/dividendos/index.html>

<http://www.cnmv.es/portal/consultas/busquedaparentidad.aspx>

INDITEX:

Todos las remuneraciones practicadas por la empresa desde el periodo 2009-2015 han sido obtenidas de la página web corporativa de INDITEX y el resto de dividendos se han obtenido desde la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

<http://www.cnmv.es/portal/consultas/busquedaparentidad.aspx>

MAPFRE:

Todos las remuneraciones practicadas por la empresa desde el periodo 2004-2015 han sido obtenidas de la página web corporativa de MAPFRE en el apartado de “Accionistas e Inversores” y el resto de dividendos se han obtenido desde la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

<https://www.mapfre.com/corporativo-es/accionistas-inversores/accionistas-particulares/dividendos/>

https://www.mapfre.com/corporativo-es/images/dividendos_tcm884-139783.pdf

<https://www.mapfre.com/corporativo-es/accionistas-inversores/accionistas-particulares/accion-mapfre/evolucion-capital-social.jsp>

<http://www.cnmv.es/portal/consultas/busquedaparentidad.aspx>

BANCO SABADELL:

Todas las remuneraciones practicadas por la empresa desde el periodo 2004-2015 han sido obtenidas íntegramente de la página web corporativa de BANCO SABADELL en el apartado de “Información accionistas e inversores”. El resto de pagos se han obtenido del Informe anual de Bolsas y Mercados 2002 y 2003

https://www.grupbancsabadell.com/es/XTD/INDEX/?url=/es/INFORMACION_ACCIONISTAS-INVERSORES/LA_ACCION_BANCO_SABADELL/RETRIBUCION_AL_ACCIONISTA/?menuid=39324&language=es

GAS NATURAL:

Todas las remuneraciones practicadas por la empresa desde el periodo 2006-2015 han sido obtenidas de la página web corporativa de GAS NATURAL en el apartado de “Accionistas e Inversores” y el resto de dividendos se han obtenido desde la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

<http://www.gasnaturalfenosa.com/es/accionistas+e+inversores/rincon+del+accionista/1297090791962/dividendos.html>

<http://www.cnmv.es/portal/consultas/busquedaparentidad.aspx>